

**Der Diversification Discount deutscher börsennotierter
Unternehmen und seine Einflussfaktoren**

**Dissertationsschrift zur Erlangung
des Doktorgrades im Fach Betriebswirtschaftslehre
Eingereicht an der
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Technischen Universität Dortmund**

Vorgelegt von Diplom-Kauffrau Jasmin Kluge

Dortmund, 2014

Geleitwort

Das Thema der kapitalmarktorientierten Unternehmensführung hat in der Betriebswirtschaftslehre, dem strategischen Management im Speziellen, in den letzten beiden Jahrzehnten vermehrt an Aufmerksamkeit gewonnen. Unternehmen sind mehr und mehr dazu verpflichtet, sich den Erfordernissen des Kapitalmarkts anzupassen und den Bedürfnissen der „Player“ in diesem Markt gerecht zu werden. Daher überrascht es kaum, dass in der anglo-amerikanischen, aber auch deutschsprachigen betriebswirtschaftlichen Literatur eine ganze Fülle von Zeitschriftenbeiträgen sowie Lehr- und Praktikerbücher erschienen sind. Diese Beiträge haben die Forschung zu kapitalmarktrelevanten Themen in der Literatur des strategischen Managements wesentlich weiterentwickelt. Eine ungeklärte Frage bleibt jedoch, ob diversifizierte Unternehmen vom Kapitalmarkt mit einem Discount auf den Unternehmenswert belegt werden. Dieser zentralen Fragestellung ist bereits eine ganze Reihe von Studien, insbesondere im US-amerikanischen Bereich, nachgegangen, ohne jedoch eine zufriedenstellende Antwort zu liefern.

Insbesondere ist es erst kürzlich zu ersten Studien zur Existenz eines Diversification Discounts außerhalb des US-amerikanischen Raums gekommen. An diese Forschung knüpft die vorliegende Dissertationsschrift von Jasmin Kluge an. Sie hat es sich zum Ziel gesetzt, die Existenz eines solchen Diversification Discounts für deutsche Unternehmen zu überprüfen und damit zur Diskussion, ob nun ein solcher Discount existiert oder nicht, beizutragen. Dazu vergleicht Frau Kluge die Bewertungen von diversifizierten Unternehmen und fokussierten Unternehmen entlang der vom diversifizierten Unternehmen bedienten Segmente. Sie kommt dabei zu dem Schluss, dass für die Mehrzahl der untersuchten deutschen Unternehmen ein solcher Discount existiert. Darüber hinaus untersucht Frau Kluge mögliche Treiber eines Diversification Discounts und konzentriert sich dabei insbesondere auf strategische Wandlungsprozesse und Variablen der strategischen Positionierung. Dabei zeigt sie, dass

einzelne Variablen in diesem Themenbereich, wie etwa die Verfolgung einer Kostenführerstrategie, in der Tat einen Einfluss auf die Höhe des Discounts haben können.

Frau Kluge positioniert ihre theoretischen Gedanken und empirischen Analysen umsichtig in der bestehenden Literatur zum Diversification Discount und leitet ihre Forschungsfragen klar ab. Ihre dann folgende empirische Analyse bringt weiteres Licht in das Dunkel eines zentralen Themengebiets im Rahmen der kapitalmarktorientierten Unternehmensführung, die sicherlich insbesondere im deutschsprachigen Raum Beachtung finden wird. Auch für die Praxis lassen sich aus ihren Erkenntnissen wichtige Handlungsempfehlungen ableiten. Ich wünsche der vorliegenden Dissertationsschrift daher den breiten Leserkreis, den sie sicherlich verdient.

Prof. Dr. Andreas Engelen

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl Unternehmensführung an der Technischen Universität Dortmund. Den zahlreichen Personen, die mich während meiner Zeit der Promotion unterstützt haben, möchte ich an dieser Stelle danken. Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Andreas Engelen, für seine Bereitschaft, mir die Promotion zu ermöglichen, und seine Unterstützung, insbesondere durch wertvolle Anregungen und konstruktive Kritik. Seine jederzeitige Diskussionsbereitschaft hat entscheidend zur Fertigstellung meiner Arbeit beigetragen. Ebenfalls sehr herzlich bedanken möchte ich mich bei Herrn Prof. Dr. Andreas Liening für die Übernahme des Zweitgutachtens und Herrn JProf. Dr. Grigory Pishchulov für sein Mitwirken in der Prüfungskommission.

Ein herzlicher Dank gebührt auch meinen Kollegen und Freunden, die meine Promotionszeit zu einer unvergesslichen Zeit gemacht haben. Insbesondere möchte ich mich bei Dipl.-Kff. Christina Heger für die dauerhafte Verbreitung guter Laune, motivierende Kaffeepausen sowie die mentale und inhaltliche Unterstützung bedanken. Mein herzlicher Dank gilt auch Xiaoli Wei für ihre überaus wertvollen Hinweise und Diskussionen zum Inhalt meiner Arbeit. Ganz besonders bedanken möchte ich mich auch bei meiner Weggefährtin Frau Dr. Katharina Kümpel. Ihre motivierenden Worte, ihr Einsatz als Trainingspartnerin und ihr offenes Ohr als Freundin waren eine Bereicherung während der gesamten Zeit meiner Promotion.

Mein größter Dank gilt meiner Familie und meinem Freund Dipl.-Kfm. Thorsten Guhr. Meinen Eltern danke ich von Herzen, dass sie mir meine Ausbildung ermöglicht und mich auf meinem bisherigen Lebensweg vorbehaltlos unterstützt haben. Thorsten danke ich für die Rücksichtnahme und uneigennützig liebevolle Unterstützung. Durch den steten Rückhalt meiner Eltern, aller Familienmitglieder und meines Freundes war diese Arbeit erst möglich.

Jasmin Kluge

Abbildungsverzeichnis	VIII
Abkürzungsverzeichnis	XI
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Gang der Arbeit.....	13
2 Theoretischer Bezugsrahmen.....	15
2.1 Definitive Abgrenzung zentraler Begrifflichkeiten	15
2.2 Theorien und Erklärungsansätze	24
2.2.1 Entstehung der Theorie des strategischen Managements	24
2.2.2 Forschungslehren zum Diversifikations- und Unternehmenserfolg	30
2.3 Bisherige empirische Befunde zum Diversification Discount.....	41
2.3.1 Studien mit Untersuchungsschwerpunkt in den USA.....	42
2.3.2 Studien außerhalb der USA.....	62
2.3.3 Zusammenfassung der bisherigen Untersuchungsergebnisse.....	68
2.4 Formulierung des Forschungsbedarfs	70
2.5 Hypothesenbildung zur Untersuchung des Diversification Discounts.....	75
3 Empirische Untersuchung der Existenz eines Bewertungsunterschieds zwischen diversifizierten und fokussierten Unternehmen.....	78
3.1 Datenbasis für die empirische Untersuchung.....	80
3.1.1 Messkonzepte des Diversifikationsgrads	80
3.1.2 Datenklassifizierung und -bereinigung.....	83
3.2 Methodenauswahl zur Überprüfung der Existenz eines Bewertungsunterschieds	94
3.2.1 Referenzgrößen und Bezugsmaße	97
3.2.2 Überprüfung der Existenz eines Bewertungsunterschieds	101
3.3 Methodenauswahl zur Überprüfung der Existenz eines Diversification Discounts.....	103
3.3.1 Überprüfung der Existenz eines Diversification Discounts	106

3.4	Methodenauswahl zur Überprüfung der Branchenabhängigkeit als Einflussfaktor auf den Diversification Discount.....	117
3.4.1	Überprüfung der Branchenabhängigkeit als Einflussfaktor auf den Diversification Discount.....	117
3.5	Methodenauswahl zur Überprüfung des Diversifikationsgrads als Einflussfaktor auf den Diversification Discount.....	121
3.5.1	Unabhängige Variable „Diversifikationsgrad“	121
3.5.2	Kontrollvariablen.....	122
3.5.3	Überprüfung des Diversifikationsgrads als Einflussfaktor auf den Diversification Discount.....	122
3.6	Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse der Hypothesen H1 bis H4.....	126
4	Empirische Untersuchung des Zusammenhangs zwischen einem Bewertungsunterschied und einem strategischen Wandel.....	128
4.1	Methodenauswahl zur Überprüfung des strategischen Wandels als Einflussfaktor auf den Diversification Discount.....	128
4.2	Unabhängige Variable „strategischer Wandel“	129
4.3	Kontrollvariablen.....	131
4.4	Überprüfung des strategischen Wandels als Einflussfaktor auf den Diversification Discount	132
5	Empirische Untersuchung des Zusammenhangs zwischen einem Bewertungsunterschied und einer Kostenführerschafts- bzw. Differenzierungsstrategie	137
5.1	Methodenauswahl zur Überprüfung der Kostenführerschafts- und Differenzierungsstrategie als Einflussfaktor auf den Diversification Discount.....	137
5.1.1	Unabhängige Variable „Differenzierung“	138
5.1.2	Kontrollvariablen.....	139
5.2	Überprüfung der Differenzierungsstrategie als Einflussfaktor auf den Diversification Discount	140

5.2.1	Unabhängige Variable „Kostenführerschaft“	144
5.2.2	Kontrollvariablen.....	145
5.3	Überprüfung der Kostenführerschaftsstrategie als Einflussfaktor auf den Diversification Discount	146
6	Diskussion.....	151
6.1	Zusammenfassung der Erkenntnisse der Arbeit	152
6.2	Qualität der Datenbasis und Informationen.....	155
6.3	Methodenkritik	157
6.4	Ausblick/Weiterer Forschungsbedarf	158
7	Literaturverzeichnis	160

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Definitionen von Diversifikation auf der Basis von Produkten.....	16
Abbildung 2: Definitionen von Diversifikation auf der Basis von Produkten und Märkten	18
Abbildung 3: Definitionen von Diversifikation auf der Basis von Produkten, Märkten und Ressourcen.....	19
Abbildung 4: Überblick über Forschungsströme mit Ansätzen zur Erklärung eines Diversification Premiums bzw. Discounts	41
Abbildung 5: Studien im US-amerikanischen Raum von 1988 bis 1995.....	44
Abbildung 6: Studien im US-amerikanischen Raum von 1995 bis 1997.....	48
Abbildung 7: Studien im US-amerikanischen Raum von 1999 bis 2002.....	51
Abbildung 8: Studien im US-amerikanischen Raum von 2003 bis 2004.....	56
Abbildung 9: Studien im US-amerikanischen Raum von 2006 bis 2010.....	59
Abbildung 10: Studien außerhalb der USA (insbesondere in Deutschland) von 1999	63
Abbildung 11: Studien außerhalb der USA (insbesondere in Deutschland) von 2003 bis 2006	65
Abbildung 12: Nachgewiesene Einflussfaktoren eines Diversification Premiums und eines Discounts.....	69
Abbildung 13: Überblick über die Hypothesen der vorliegenden Arbeit.....	77
Abbildung 14: Forschungsfrage und Hypothesen H1 und H2 zur Untersuchung eines Bewertungsunterschieds	79
Abbildung 15: Forschungsfrage und Hypothesen H3 und H4 zur Untersuchung der Höhe eines Bewertungsunterschieds.....	79
Abbildung 16: Quantitativ-kontinuierliche Messkonzepte	81
Abbildung 17: Diskret-kategoriale Messkonzepte	82
Abbildung 18: Untersuchungsgesamtheit nach Bereinigung der Grundgesamtheit	86
Abbildung 19: Zu untersuchende diversifizierte Unternehmen	90

Abbildung 20: Zu untersuchende fokussierte Unternehmen.....	91
Abbildung 21: Ergebnis-Intervalle des Interrator-Reliabilitätstest	92
Abbildung 22: Unternehmensbeispiel Segmentzuordnung Linde AG	93
Abbildung 23: Referenz- und Bezugsgrößen	99
Abbildung 24: Mediane der Excess Values der diversifizierten und fokussierten Unternehmen von 2004 bis 2010	102
Abbildung 25: Boxplot über die Lage der Excess Values	104
Abbildung 26: Q-Q-Plot zu den Excess Values	105
Abbildung 27: p-Werte für $H_{2_0}: \mu \geq 0$	108
Abbildung 28: Ergebnis der Überprüfung der Hypothesen H1 und H2	108
Abbildung 29: Median der Excess Values, differenziert nach den einzelnen Excess Values der Multiplikatoren operatives Ergebnis, Umsatz und Aktiva der diversifizierten Unternehmen.....	109
Abbildung 30: Excess Values der diversifizierten Unternehmen, untergliedert in die Excess Values des operativen Ergebnisses, des Umsatzes und des Aktivas	110
Abbildung 31: Wirtschaftswachstum (BIP) Deutschland gegenüber dem Vorjahr in %.....	111
Abbildung 32: Durchschnittliche Excess Values der diversifizierten Unternehmen.....	113
Abbildung 33: Mediane der EV, TSR, Profitabilität und ROIC der diversifizierten Unternehmen	115
Abbildung 34: Excess Value der Linde AG im Zeitraum 2004 bis 2010.....	116
Abbildung 35: Durchschnittlicher Excess Value, aufgegliedert nach Branchen	118
Abbildung 36: Ergebnis der Regressionsanalyse zur Signifikanz des Diversifikationsgrads	123
Abbildung 37: Der Excess Value im Verhältnis zur Anzahl der Segmente	124
Abbildung 38: Ergebnis der Überprüfung der Hypothesen H3 und H4	126

Abbildung 39: Forschungsfrage und Hypothese H5 zur Untersuchung eines Bewertungsunterschieds	128
Abbildung 40: Ergebnis der Regressionsanalyse zur Signifikanz des strategischen Wandels	133
Abbildung 41: Der Excess Value im Verhältnis zum strategischen Wandel.....	134
Abbildung 42: Ergebnis der Überprüfung der Hypothese H5.....	135
Abbildung 43: Forschungsfrage sowie die Hypothesen H6 und H7 zur Untersuchung eines Bewertungsunterschieds.....	137
Abbildung 44: Ergebnis der Regressionsanalyse zur Signifikanz der Differenzierungs- strategie	141
Abbildung 45: Der Excess Value im Verhältnis zur Differenzierungsstrategie	142
Abbildung 46: Ergebnis der Regressionsanalyse zur Signifikanz der Kostenführer- schaftsstrategie	147
Abbildung 47: Der Excess Value im Verhältnis zur Differenzierungsstrategie	148
Abbildung 48: Ergebnis der Überprüfung der Hypothesen H6 und H7	150
Abbildung 49: Zusammenfassung der Ergebnisse der Untersuchungen.....	154

Abkürzungsverzeichnis

CAPEX	Capital Expenditure
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
BGA	Betriebs- und Geschäftsausstattung
BIP	Bruttoinlandsprodukt
COGS	Cost of goods sold
DIV	Diversifizierte Unternehmen
DRS	Deutsche Rechnungslegungsstandards
EBIT	Earnings before interest and tax
EV	Excess Value
EVA	Excess Value des Multiplikators Aktiva
EVOI	Excess Value des Multiplikators Operatives Ergebnis
EVS	Excess Value des Multiplikators Umsatz
F&E	Forschung und Entwicklung
FOK	Fokussierte Unternehmen
GEE	Generalized estimating equations
GLS	Generalized Least Squares
HGB	Handelsgesetzbuch

IAS	International Accounting Standards
IBGA	Intensität der Ausgaben für Betriebs- und Geschäftsausstattung
IFRS	International Financial Reporting Standards
NAICS	North American Industry Classification System
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
R&D	Research and Development
ROA	Return on assets
ROIC	Return on invested capital
SIC-Codes	Standard Industry Classification-Codes
TSR	Total Shareholder Return

1 Einleitung

Zu Beginn der vorliegenden Arbeit wird zunächst anhand der Problemstellung ein Überblick über die Thematiken Diversifikation, Bewertungsunterschied zwischen diversifizierten und fokussierten Unternehmen sowie über den Zusammenhang zum strategischen Management gegeben. Daran anknüpfend wird die Zielsetzung der Arbeit definiert und der Gang der Arbeit aufgezeigt.

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Für Investoren war in der Vergangenheit das Zusammenspiel von strategischer Ausrichtung und Portfoliozusammensetzung nur schwer nachzuvollziehen. Sie konnten strategische Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen von Geschäftsbereichen aufgrund intransparenter Informationen nicht oder kaum bewerten.¹ Nicht nur die Intransparenz der Portfolioplanung bzw. -ausgestaltung erschwerte es den Anlegern, Ressourcen- und Kompetenzverwendungen zu erfassen und strategische Entscheidungen zu bewerten. Auch die rasanten technologischen Entwicklungen und die wachsende Komplexität des Wettbewerbsumfelds stellen Anleger und vor allem die Unternehmen selbst vor immer neue Herausforderungen. Dies gilt insbesondere für die Erfassung aller relevanten Faktoren und die daran anknüpfende Ziel- und Strategieformulierung sowie die Maßnahmenplanung und Maßnahmenrealisierung. Die bedeutende Rolle des Topmanagements in diesem Zusammenhang wurde bereits von zahlreichen Forschern erkannt.²

Seit dem Jahr 1998 sind kapitalmarktorientierte Unternehmen nach §297 Abs. 1 S. 1 HGB in Verbindung mit dem DRS 3 und den IFRS 8 zur Segmentberichterstattung verpflichtet.

¹ Vgl. Jansen (2008), S. 48.

² Vgl. Weick (1995), S. 27 ff.

Demzufolge müssen sie ihre Berichterstattung sowohl nach Geschäftssegmenten als auch nach geografischen Regionen gliedern. Dies ermöglicht es Anlegern erstmals, Transparenz über das gesamte Portfolio von Unternehmen zu erlangen und dadurch überdurchschnittlich profitable Segmente von defizitären zu unterscheiden. Dementsprechend konnten Anleger in den Mergers & Acquisitions-Wellen in den Jahren 2000 bis 2003 und 2006 die Veränderung der Leistungsfähigkeit von Unternehmen nach einem strategisch getriebenen Kauf oder Verkauf von Unternehmen(sbereichen) in der jeweiligen Segmentberichterstattung nachvollziehen.³

Diese neugeschaffene Transparenz sorgt heute dafür, dass die strategischen Entscheidungen von Unternehmen infrage gestellt werden. Dies belegt beispielsweise ein Artikel im Handelsblatt vom 24.04.2012, in dem es heißt:

„Mit der Aufspaltung wie im Falle Abbott oder dem geplanten Spin-off der Tiermedizin bei Pfizer versuchen sie, diese versteckten Werte offenzulegen. Damit erfüllen sie den Wunsch vieler Investoren, die ohnehin eine Abneigung gegenüber Mischkonzernen hegen, wie sich an der Börse zeigt. Häufig werden diese Firmen mit einem ‚Konglomerats-Discount‘ belegt und niedriger bewertet als die Summe ihrer Einzelteile. Anleger, so die Theorie, bevorzugen reinrassige Firmen und wollen die Diversifikation lieber nach eigenem Gusto in ihren Depots vollziehen.“⁴

³ Vgl. Financial Times, 21.12.2006, „M&A in 2006 beats tech boom“.

⁴ Vgl. Handelsblatt, 24.04.2012, „Bei Novartis sinkt der Gewinn“.

Auch die Handelszeitung vom 19.07.2012 gibt zu bedenken:

„Die Gewinne durch möglichst verschiedene Positionen glätten – das ist ein Grundsatz, der nicht nur in der Anlagestrategie gilt, sondern den sich auch Chefs von Unternehmen zu Herzen nehmen: Der Aufbau von möglichst breit gestreuten Standbeinen ist für viele Firmenlenker weiterhin erstrebenswert. Für die Investoren sind Mischkonzerne aber eine unsichere Wette.“⁵

Anhand dieser Beispiele werden die Aktualität und der Forschungsbedarf hinsichtlich diversifizierter Unternehmen, ihrer Leistung und Bewertung am Kapitalmarkt deutlich. Daher setzt die vorliegende Arbeit an folgenden Forschungsfragen an:

a) Replikationsstudie:

1. Unterliegen deutsche börsennotierte, diversifizierte Unternehmen, verglichen mit fokussierten Unternehmen, einem Bewertungsunterschied und ist dieser im Durchschnitt negativ?

b) Erweiterung der Forschung:

2. Kann der Bewertungsunterschied von deutschen Unternehmen am Kapitalmarkt durch einen strategischen Wandel bzw. eine strategische Ausrichtung beeinflusst werden?

Es besteht die Notwendigkeit der Durchführung einer Replikationsstudie, um die Existenz eines Bewertungsunterschieds bzw. Excess Values für deutsche diversifizierte, börsennotierte Unternehmen für die letzten Jahre nachzuweisen. Dazu wird die Berechnung des

⁵ Vgl. Handelszeitung, 19.07.2012, „Mischkonzerne – geliebt und gehasst“.

Excess Values im Wesentlichen an die Methodik vorangegangener Arbeiten angelehnt, um eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Die vorliegende Arbeit repliziert hierbei die Methodik der Studie von Beckmann⁶ über einen Zeitraum von sieben Jahren. Der Nutzen der Replikationsstudie besteht darin, die Ergebnisse Beckmanns für eine längere, seinem Betrachtungszeitraum nachfolgende Zeitperiode zu bestätigen, um eine allgemeingültige Aussage über die Existenz eines Excess Values treffen zu können und demgemäß gegenteilige Befunde zu widerlegen. Jüngste Untersuchungen des Diversification Discounts für deutsche Unternehmen reichen mit ihrem Betrachtungszeitraum lediglich bis in das Jahr 2004.⁷ Dies spiegelt die Notwendigkeit eines weitreichenderen, aktuelleren Untersuchungszeitraums.

Der eindeutige Nachweis eines Discounts für deutsche diversifizierte Unternehmen schafft das Bewusstsein für die Unternehmen, einem Bewertungsunterschied unterliegen zu können, und offenbart so gegebenenfalls die Möglichkeit, dem entgegenzusteuern. Welche Faktoren die Bewertung der Unternehmen beeinflussen, ist im Anschluss zu analysieren.

Die erste Forschungsfrage ergibt sich u. a. aus zahlreichen wissenschaftlichen Studien, die sich mit der Frage beschäftigen, warum einige Unternehmen erfolgreich nach einer Fokussierung bzw. Diversifizierung agieren und andere nicht. Viele dieser Studien, wie beispielsweise von Lang und Stulz⁸ und Servaes⁹, weisen nach, dass Diversifizierung durchschnittlich Werte zerstört und diversifizierte Unternehmen daher mit einem Diversifikationsabschlag belegt sind. Unter Diversifikationsabschlag (Diversification Discount) wird eine schlechtere Bewertung eines diversifizierten Unternehmens am Kapitalmarkt verstanden. Demgemäß ist ein Konglomerat in der Summe weniger wert als die Gesamtheit

⁶ Vgl. Beckmann (2006).

⁷ Vgl. bspw. Glaser/Müller (2006).

⁸ Vgl. Lang/Stulz (1994), S. 1278.

⁹ Vgl. Servaes (1996), S. 1216.

der Einzelwerte der Geschäftssegmente dieses Konglomerats. Dies bedeutet auch, dass eine bessere Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt im Vergleich zum tatsächlichen Wert als Diversification Premium zu bezeichnen ist.¹⁰

Weitere Untersuchungen wie von Berger und Ofek¹¹ zeigen eine Wertschaffung nach der Rückkehr zur Fokussierung.¹² Dabei legen zahlreiche Forscher den Fokus auf divergierende Erklärungsansätze für die Wertschaffung bzw. -vernichtung durch Fokussierung bzw. Diversifizierung.

Einige Autoren zeigen, wie ein niedrigerer Marktwert diversifizierter Unternehmen zumindest teilweise durch die Principal-Agent-Problematik und damit einhergehende Kosten¹³ und/oder durch die Ineffizienz interner Kapitalmärkte begründet werden kann.¹⁴ Andere Autoren sehen die Begründung für einen Diversification Discount in der Gleichgewichtsverteilung des komparativen Vorteils quer über die Unternehmen einer Branche.¹⁵ Der Ansatz von Doukas, Holmén und Travlos besagt, dass Diversifikation in eine verwandte Branche wertschaffend wirkt, wohingegen Diversifikation in unverwandte Branchen mit Wertvernichtung korreliert.¹⁶

Neben den genannten Forschungsarbeiten existieren allerdings auch zahlreiche Studien, die die Existenz eines Diversification Discounts und/oder die zuvor genannten Begründungen anzweifeln. Nach Billet und Mauer hängt der Unternehmenswert nicht ausschließ-

¹⁰ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 46.

¹¹ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 57 f.

¹² Vgl. Berger/Ofek (1999), S. 330 f.; Daley/Mehrotra/Sivakumar (1997), S. 277 f.; John/Ofek (1995), S. 124 f.; Comment/Jarrell (1995), S. 73 ff.

¹³ Vgl. Jensen/Murphy (1990), S. 242 ff.; Amihud/Lev (1981), S. 610 ff.

¹⁴ Vgl. Beckmann (2006), S. 121 ff.; Rajan/Servaes/Zingales (2000), S. 53 ff.; Scharfstein/Stein (2000), S. 2557 f.; Shin/Stulz (1998), S. 543 ff.

¹⁵ Vgl. Maksimovic/Phillips (2002), S. 754 ff.

¹⁶ Vgl. Doukas/Holmén/Travlos (2002), S. 296 ff.

lich vom Gesamtwert eines Unternehmens ab, sondern vielmehr von spezifischen Komponenten des internen Kapitalmarkts.¹⁷

Graham, Lemmon und Wolf ebenso wie Chevalier stellen den Diversification Discount als Ergebnis der Verschmelzung bereits diskontierter Unternehmen dar und nicht als Ergebnis einer Diversifikation.¹⁸ Schon in den 1960er Jahren lagen meist Verschmelzungen diskontierter Unternehmen vor und kaum Verschmelzungen von Unternehmen ohne Discount, wie Hubbard und Palia zeigen.¹⁹ Ebenso weist Matsusaka nach, dass vielmehr ein bestehender Discount die Unternehmen zur Diversifikation veranlasse. Demzufolge ist die Kausalität zwischen einer Diversifikation und dem daraus erwachsenden Wertverlust bzw. Discount unklar.²⁰

Mansi und Reeb widerlegen in ihrer Untersuchung einen möglichen Bezug zwischen Diversifizierung und Wertverlust.²¹ Whited weist Messfehler bei der Anwendung von Tobin's q nach und folgert,²² dass der Discount nicht zwingend auf die Ineffizienz von Kapitalmärkten zurückzuführen ist.²³

Eine andere Herangehensweise wählen Campa und Kedia. Sie beleuchten die endogene Beziehung zwischen der Diversifizierungsentscheidung und den Faktoren, die die Markt-

¹⁷ Vgl. Billet/Mauer (2003), S. 1181 ff.

¹⁸ Vgl. Graham/Lemmon/Wolf (2002), S. 715 ff.; Chevalier (2004), S. 12 ff.

¹⁹ Vgl. Hubbard/Palia (1999), S. 1140 ff.

²⁰ Vgl. Matsusaka (2001), S. 418 ff.

²¹ Vgl. Mansi/Reeb (2002), S. 2175 ff.

²² Der Tobin's q (Tobin's Quotient) zählt zu den Kennzahlen in der Unternehmensbewertung. Er zeigt das Verhältnis von Marktwert und Substanzwert an. Weitere Ausführungen zur Thematik Tobin's q siehe Lang/Stulz (1994), S. 1249; Tobin (1969), S. 15 ff.

²³ Vgl. Whited (2001), S. 1679 ff.

bewertung beeinflussen. Mit dem Ergebnis der Studie zweifeln sie an der Verantwortlichkeit der Diversifikation für den Discount.²⁴

Villalonga untersucht diesen Ansatz ebenfalls, indem sie Ein-Segmentunternehmen den Segmenten diversifizierter Unternehmen mit gleicher Größe und Branche gegenüberstellt. Diversifizierung führt laut ihren Ergebnissen durchschnittlich nicht zur Wertvernichtung.²⁵

Eine Reihe von Untersuchungen (vorwiegend von amerikanischen Unternehmen) hat bereits einen Discount bzw. ein Premium bei US-amerikanischen Unternehmen nachweisen können. Indes zeigt sich bei den Ergebnissen eine sehr hohe Spanne zwischen einem Premium von bis zu +40 % und einem Discount von bis zu -60 %. Ein eindeutiges Ergebnis ist aufgrund unterschiedlicher Datenbasen, Untersuchungszeiträume und -methoden nicht gelungen. Jedoch ist die Existenz eines Discounts bzw. Premiums, wie auch die Kausalität zwischen Diversifikation und Discount bzw. Premium, mehrfach dokumentiert.²⁶

Für deutsche börsennotierte Unternehmen gilt Ähnliches, wobei die Anzahl der Forschungsarbeiten sehr begrenzt ist. Es werden Discounts von bis zu -29 % und Premiums von bis zu >+100 % nachgewiesen. Dennoch existieren auch Arbeiten, die die Existenz eines Premiums bzw. Discounts nicht nachweisen können.²⁷

Sowohl die Untersuchungen im amerikanischen Raum und den Arbeiten im deutschen Raum lassen jedoch die Frage offen, unter welchen Gegebenheiten ein derartiger Bewertungsunterschied zustande kommt und ob Unternehmen in der Lage sind, auf diese Gegebenheiten einzuwirken. Können Unternehmen unter Kenntnis der Faktoren, die auf ei-

²⁴ Vgl. Campa/Kedia (2002), S. 1736 ff.

²⁵ Vgl. Villalonga (2004), S. 9 ff.

²⁶ Vgl. Best/Hodges/Lin (2004); Billet/Mauer (2003); Berger/Ofek (1995); Lang/Stulz (1994).

²⁷ Vgl. Lins/Servaes (1999); Fauver/Houston/Naranjo (1999).

nen Discount bzw. ein Premium wirken, ihre Leistung und ihre Bewertung am Kapitalmarkt beeinflussen?

In jüngster Zeit erscheinen Studien, die den Zusammenhang zwischen Diversifikation und Erfolg untersuchen. Diese Studien legen ihren Schwerpunkt auf drei zentrale Forschungsansätze:

1.) Kausalität zwischen Diversifikation und Erfolg

Hierbei wird untersucht, inwiefern Diversifikation tatsächlich zu schlechter Leistung oder eine schlechte Leistung umgekehrt eher zur Diversifikation führt. Campa und Kedia²⁸ sowie Villalonga²⁹ weisen nach, dass weniger erfolgreiche Unternehmen häufiger eine Diversifikationsstrategie implementieren als erfolgreiche. Zudem kann die Größe von Unternehmen als stärkerer Erfolgsmaßstab identifiziert werden als der Grad der Diversifikation.

2.) Definition bzw. Verständnis von Diversifikation

Bisher wurde die Diversifikation unter der marktorientierten Betrachtungsweise als nicht vorhandene Verwandtschaft von Geschäftsbereichen definiert. In einigen neueren Untersuchungen wird hingegen eine ressourcenorientierte Perspektive gewählt und somit die Qualifikation des Managements als wesentliche Ressource in den Fokus gestellt. Dabei gilt die Diversität als Maßstab für den Verwandtschaftsgrad anstelle der Diversifikation.³⁰ Folglich gelten diejenigen Geschäftsbereiche als verwandt, die gleiche bzw. ähnliche Qualifikationen des Managements verlangen. Resultierend aus dieser Annahme ist die

²⁸ Vgl. Campa/Kedia (2002), S. 1743 ff.

²⁹ Vgl. Villalonga (2004), S. 13 ff.

³⁰ Der Begriff Diversität (Diversity) bedeutet „Unterschiedlichkeit“ und zielt auf die Heterogenität einer Gruppe (http://www.bmwf.gv.at/startseite/mini_menuue/das_ministerium/gender_und_diversitaet/definitionen/, recherchiert am 20.09.2012).

Frage zu untersuchen, ob eine ressourcenorientierte Klassifizierung des Diversifikationsgrads geeigneter ist als die bisher meist verwendete marktorientierte Klassifizierung.³¹

3.) Erfolgsunterschied durch die Existenz von Führungsinstrumenten und -prinzipien

Bisherige Untersuchungen zu dieser Thematik haben u. a. ergeben, dass klar kommunizierte (Des-)Investitionskriterien, ein eng angelegtes Monitoring, ein geeignetes Anreizsystem und Portfoliomanagement, eine schlanke, klare Struktur der Organisation sowie zentral gebündelte Managementinitiativen und eine zielgerichtete Managemententwicklung zum Erfolg diversifizierter Unternehmen führen.³²

Hier wird ein erster Ansatzpunkt gegeben, den Zusammenhang zwischen Diversifikation, einem Bewertungsunterschied für diversifizierte Unternehmen und der Unternehmensführung bzw. dem Management zu betrachten. Dabei spielen zielgerichtete Managementinitiativen und -entscheidungen eine wesentliche Rolle.

Ein zunehmender Druck seitens der Anteilseigner auf das Management, adäquatere Strategien, die einer Nutzenmaximierung der Anteilseigner dienen, zu implementieren, sobald sie negative Auswirkungen einer Diversifikationsstrategie wahrnehmen, wird von Comment und Jarrell aufgedeckt. Infolgedessen nimmt das Management strategische Umstrukturierungen vor, die die Umgestaltung der Unternehmensstrategie und somit der Geschäftsaktivitäten umfassen. Comment und Jarrell weisen einen Anstieg des Vermögens eines Unternehmens nach, wenn ein vorgenommener Strategiewandel eine Reduzierung der Segmentanzahl beinhaltet.³³

³¹ Vgl. Wulf (2005), S. 7 ff.; D'Aveni /Ravenscraft/Anderson (2004), S. 366 ff.

³² Vgl. Boston Consulting Group (2006), S. 20 ff.

³³ Vgl. Comment/Jarrell (1995), S. 73 ff.

Markides, Montgomery und Thomas sowie Donaldson weisen in ihren Studien einen Anstieg der Leistung und des Aktienkurses der Unternehmen nach, die die Anzahl ihrer Segmente reduzieren.³⁴ Hier kann die Hypothese zugrunde gelegt werden, dass die Anzahl der Segmente auf die Anleger und somit den Kapitalmarkt wirkt. Demgemäß würde der Kapitalmarkt eine hohe Anzahl von Segmenten eher mit einem Discount belegen und eine niedrigere Anzahl nicht bzw. mit einem Premium versehen.

Demgegenüber stellen Collis und Montgomery³⁵ sowie Palepu³⁶ dar, wie eine Diversifikation in unverwandte Branchen zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen kann. Nach ihrer Argumentation generieren diversifizierte Unternehmen höhere Umsätze und schnelleres Wachstum, verfügen über eine größere Marktmacht und höheres Finanzvermögen und nutzen interne Kapitalmärkte effizienter.³⁷

Die oben angeführten, sehr differierenden Forschungsergebnisse zum Diversification Discount zeigen, dass zum einen noch keine Einigkeit darüber herrscht, ob tatsächlich ein Discount oder Premium existiert. Daher ist zunächst zu prüfen, ob diversifizierte Unternehmen – im Vergleich zu fokussierten Unternehmen – vom Kapitalmarkt mit einem Discount oder Premium³⁸ bewertet werden. Dies ist insbesondere für deutsche börsennotierte Unternehmen zu untersuchen, da hier die Forschung bisher nur wenige Analysen durchgeführt hat.³⁹

³⁴ Vgl. Markides (1995), S. 103 ff.; Donaldson (1990), S. 25 ff.; Montgomery/Thomas (1988), S. 93 ff.

³⁵ Vgl. Collis/Montgomery (2005), S. 75 ff.

³⁶ Vgl. Palepu (1985), S. 240 ff.

³⁷ Vgl. Williamson (1975).

³⁸ Erläuterungen zur Bedeutung des Discounts oder Premiums sind Kapitel 2.1 zu entnehmen.

³⁹ Hier sind die Studien von Beckmann (2006), Glaser/Müller (2006) und Weiner (2005) zu nennen.

Die zweite Forschungsfrage greift die beschriebenen unternehmerischen Entscheidungen auf und setzt im strategischen Management an. Im Rahmen der Strategieformulierung auf Unternehmensebene und der damit einhergehenden Portfolioplanung und -gestaltung spielt die Selektion, Priorisierung und Organisation unterschiedlicher Unternehmenssegmente die zentrale Rolle bei der Wahrung und Durchsetzung der Interessen der Gesamtunternehmung. In diesem Zusammenhang gewinnen wert- und kompetenzorientierte Ansätze der Portfolioplanung zunehmend an Relevanz. Denn nur eine optimale Verteilung von Ressourcen und Kompetenzen ermöglicht die Umsetzung der angestrebten strategischen Ausrichtung eines Unternehmens.⁴⁰

Die strategischen Entscheidungen innerhalb eines Unternehmens, maßgeblich durch das Topmanagement getroffen, basieren im Wesentlichen auf den Fähigkeiten und dem Haftungsumfang des Managements (vor allem des Vorstandsvorsitzenden).⁴¹ Das strategische Management und im Speziellen ein nicht zu verhindernder strategischer Wandel bzw. eine bestimmte strategische Ausrichtung, hervorgerufen durch das Wettbewerbsumfeld und entschieden durch das Management, sind demzufolge ebenfalls von Bedeutung für die Anleger und fließen in deren Bewertung ein.

Eine Analyse der Wirkung strategischer Entscheidungen des Topmanagements, sei es ein strategischer Wandel oder eine spezielle strategische Ausrichtung, ist in der Literatur bisher nicht zu finden. Hier ist der Ansatzpunkt für eine erstmalige Betrachtung gegeben. Dennoch beobachten Cumming et al. sowie Waddock und Graves Managemententscheidungen als kritischen Faktor. Letztere begründen den Druck auf das Management seitens der Anleger mit den steigenden, immer komplexeren Herausforderungen des Unternehmensumfeldes. Anleger analysieren nicht nur die Investmentpotenziale und Ressourcen,

⁴⁰ Vgl. Hungenberg (2011), S. 399 ff.

⁴¹ Vgl. Hambrick (1994), S. 177 ff.

sondern auch die strategischen Entscheidungen des Topmanagements. Dabei wird insbesondere die Wirkung der strategischen Ausrichtung bzw. eines strategischen Wandels auf die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens hinterfragt.⁴²

Zudem weisen Hitt et al. auf die Relevanz der strategischen Entscheidungen, wie beispielsweise die Nutzung der Marktpotenziale, Festlegung der Investmentstrategie und die Zugangsbeschaffung von Ressourcen, hin.⁴³ Klein untermauert dies durch die Aussage, dass die Rolle der Unternehmensleitung hinsichtlich des sich schnell wandelnden Unternehmensumfelds zwar als zentral identifiziert wird, hierbei bislang jedoch nicht klar definiert werden konnte, welche Rolle die Leitung eines Unternehmens einnimmt und wie ihre strategischen Entscheidungen wirken.⁴⁴

Eine Vielzahl von Studien setzt sich mit der Wirkung eines strategischen Wandels⁴⁵ auf die Unternehmensleistung auseinander. Einige Forscher verneinen den Zusammenhang aufgrund ihrer Untersuchungsergebnisse,⁴⁶ während andere Autoren einen negativen Zusammenhang, d. h. eine schlechtere Leistung nach einem strategischen Wandel, nachweisen können.⁴⁷ Im Gegensatz dazu belegen einige Forscher eine Leistungssteigerung infolge eines strategischen Wandels⁴⁸ und einzelne, wie beispielsweise Smith und Grimm, können sowohl Hinweise auf einen positiven als auch auf einen negativen Zusammenhang aufdecken.⁴⁹

⁴² Vgl. Cumming et al. (2009), S. 283; Waddock/Graves (1997), S. 303 f.

⁴³ Vgl. Hitt et al. (2001), S. 483 ff.

⁴⁴ Vgl. Klein (2008), S. 175.

⁴⁵ Zur Definition eines strategischen Wandels siehe Kapitel 2.1, S. 23.

⁴⁶ Vgl. Kelly/Amburgey (1991), S. 608; Zajac/Shortell (1989), S. 420 ff.

⁴⁷ Vgl. Singh/House/Tucke (1986), S. 606 ff.; Jauch/Osborne/Gleuck (1980), S. 52 ff.

⁴⁸ Vgl. Zajac/Kraatz (1993), S. 86 ff.; Haveman (1992), S. 66 ff.; Hambrick/Schechter (1983), S. 244 ff.

⁴⁹ Vgl. Smith/Grimm (1987), S. 364 ff.

Zott und Amit untersuchen innovationsgetriebene Unternehmen auf ihre Leistung, gemessen am Marktwert des Unternehmens. Dabei begründen sie eine gesteigerte Leistung durch die Implementierung einer Kostenführerschaft oder Differenzierung in Abhängigkeit von der Unternehmensgesamtstrategie.⁵⁰ Hier ist ein Ansatzpunkt gegeben, die Wirkung der strategischen Ausrichtung eines Unternehmens auf den Marktwert zu untersuchen. Konkret ist zu prüfen, ob die Implementierung einer Kostenführerschafts- oder Differenzierungsstrategie auf den Marktwert einwirkt und somit ein Zusammenhang zwischen der Strategie und einem Excess Value nachweisbar ist.

Die Erweiterung der Forschung um die Betrachtung der Wirkung der strategischen Ausrichtung und eines strategischen Wandels als Einflussfaktoren auf den Excess Value schließt eine bislang bestehende Forschungslücke. Die Ergebnisse ermöglichen es, deutschen Unternehmen eine Handlungsempfehlung hinsichtlich ihrer strategischen Entscheidungen zur Reduzierung eines Excess Values geben zu können.

1.2 Gang der Arbeit

Im vorangegangenen Kapitel wurden eine Einführung in das Thema Diversification Discount gegeben, die die Problemstellung und Zielsetzung der vorliegenden Arbeit erläutert, sowie die Formulierung der Forschungsfragen vorgenommen.

Daran anknüpfend erfolgt im zweiten Kapitel die Darstellung des theoretischen Bezugsrahmens, indem zunächst ein Begriffssystem definiert und die Theorien und Erklärungsansätze zum Forschungsfeld Diversifikation und Diversification Discount erläutert werden. Des Weiteren wird der „State of the Art“ des Forschungsfelds getrennt nach Studien mit weltweitem Fokus, inklusive dem deutschsprachigen und dem amerikanischen Raum,

⁵⁰ Vgl. Zott/Amit (2008), S. 2.

dargelegt und kritisch diskutiert. Schließlich wird der weitere Forschungsbedarf formuliert und es werden ausgehend von dem gesetzten Bezugsrahmen Hypothesen für die nachfolgende empirische Untersuchung hergeleitet.

Im dritten Kapitel wird zunächst eine Excess-Value-Berechnung vorgenommen, die die Ergebnisse Beckmanns (2006) repliziert. Die Replikation beruht auf der Übernahme der Excess Value-Methode und der Hypothesen. Hierbei wird untersucht, ob ein Bewertungsunterschied für deutsche diversifizierte Unternehmen vorliegt, und wenn dies der Fall ist, ob der Bewertungsunterschied durchschnittlich negativ ist. Der Einfluss der Branchenzugehörigkeit sowie des Diversifikationsgrads finden ebenfalls Berücksichtigung.

Im vierten Kapitel erfolgt eine Regressionsanalyse zum Nachweis des Einflusses einer Änderung der strategischen Ausrichtung, eines sogenannten strategischen Wandels, auf den Bewertungsunterschied. Die Untersuchungsergebnisse werden diskutiert und Konsequenzen für die betriebliche Praxis und die Wissenschaft abgeleitet.

Das fünfte Kapitel schließt die Untersuchung des Einflusses einer strategischen Ausrichtung auf einen Bewertungsunterschied ein. Mittels einer Regressionsanalyse wird hier ein empirischer Nachweis des Zusammenhangs zwischen einem Bewertungsunterschied und der Differenzierungsstrategie sowie der Kostenführerschaftsstrategie durchgeführt.

Das letzte Kapitel umfasst die kritische Betrachtung des vorgestellten Forschungsansatzes unter Berücksichtigung der daraus hervorgegangenen Untersuchungsergebnisse. Darüber hinaus werden der weitere Forschungsbedarf und offene Fragestellungen skizziert.

2 Theoretischer Bezugsrahmen

In diesem Kapitel erfolgt die Definition elementarer Begrifflichkeiten wie etwa der Diversifikation oder des Excess Values bzw. des Diversification Discounts. Ferner werden die Theorien und Erklärungsansätze zur Thematik der Diversifikation und zum strategischen Management dargelegt sowie die bisherigen empirischen Befunde der Diversification Discount-Forschung aufgezeigt.

Die bisherige Forschung wird in Studien aus den USA und weltweite Studien, inklusive Deutschland, gegliedert. Daraus abgeleitet wird der Forschungsbedarf für deutsche diversifizierte und an der Börse gelistete Unternehmen bestimmt. Schließlich erfolgt aus dem Forschungsbedarf die Hypothesenbildung.

2.1 Definitorische Abgrenzung zentraler Begrifflichkeiten

Die Begriffe Diversifikation, Segment, Unternehmenswert, Bewertungsunterschied bzw. Excess Value, strategischer Wandel, Wettbewerbsstrategie der Kostenführerschaft und Wettbewerbsstrategie der Differenzierung sind in der Forschung nicht einheitlich definiert. Sie sind jedoch für die Untersuchungen der vorliegenden Arbeit von zentraler Bedeutung und bedürfen einer klaren Abgrenzung, um einen Rahmen für die nachfolgende wissenschaftliche Diskussion zu setzen. So werden im Folgenden die zentralen Begriffe für die Untersuchung der Existenz des Diversification Discounts sowie für die Betrachtung potenzieller Einflussfaktoren auf den Discount definiert. Aufgrund der Replikation der Forschungsarbeit Beckmanns entsprechen die Definitionen, die für diese Untersuchung aufzustellen sind, im Wesentlichen denen Beckmanns.⁵¹

⁵¹ Vgl. Beckmann (2006), S. 13 ff.

Diversifikation

Die Diversifikation spielt in der Ausgestaltung des Portfolios der Geschäftsfelder von Unternehmen eine bedeutende Rolle. Die Zusammensetzung des Portfolios zeigt die aktuelle Unternehmenslage und zukünftige Prioritäten einer Unternehmung auf. In der Literatur liegen verschiedene Definitionen vor, die Diversifikation zum einen als Prozess verstehen,⁵² zum anderen jedoch auch als Status.⁵³ Eine definitorische Konvergenz des Begriffs konnte sich trotz intensiver Forschung in diesem Bereich bislang nicht herausbilden.⁵⁴

Indes gehen Forscher bei der Definition von Diversifikation meist von unterschiedlichen Dimensionen aus: von Produkten, Märkten und Ressourcen. So galt beispielsweise im Jahre 1951 laut der eindimensionalen Betrachtungsweise von Andrews ein Unternehmen, das neue Produkte herstellte bzw. vertrieb, als diversifiziert. Auch Chandler betrachtet, wie in Abbildung 1 dargestellt, lediglich die Dimension der Produkte und definiert eine Diversifikation als Entwicklung neuer Produkte.⁵⁵

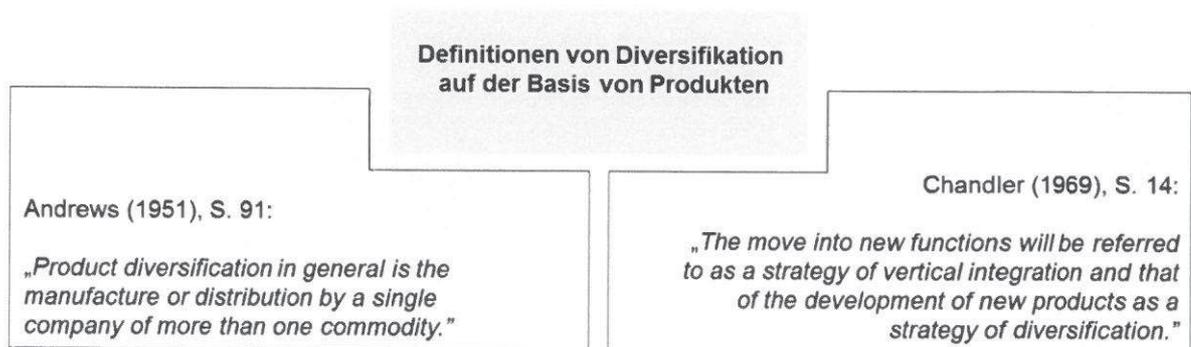


Abbildung 1: Definitionen von Diversifikation auf der Basis von Produkten⁵⁶

⁵² Vgl. Büchner (1993), S. 21.

⁵³ Vgl. Ramanujam/Varadarajan (1989), S. 524.

⁵⁴ Vgl. Ramanujam/Varadarajan (1989), S. 524.

⁵⁵ Vgl. Andrews (1951), S. 91; Chandler (1969), S. 14.

⁵⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Andrews (1951), S. 91; Chandler (1969), S. 14.

Eine eindimensionale Betrachtungsweise, wie beispielsweise bei Andrews und Chandler, stellt eine weitgefaste Abgrenzung dar, die all diejenigen Unternehmen einschließt, die verschiedene Produkte herstellen und vertreiben, unbeachtet dessen, wie hoch der Verwandtschaftsgrad der Produkte ist. Eine solche Definition der Diversifikation ist ungeeignet für die vorliegende Arbeit, da sie eine klare Abgrenzung der diversifizierten und der fokussierten Unternehmen nicht ermöglicht.

Einen mehrdimensionalen Ansatz haben Ansoff⁵⁷, der Arbeitskreis Diversifizierung der Schmalenbach-Gesellschaft⁵⁸, Porter⁵⁹ sowie Ramanujam und Varadarajan⁶⁰ aufgegriffen, wie Abbildung 2 zeigt. Sie sehen eine Diversifikation als gegeben, sobald die Produkt- und Marktstruktur vom bisherigen Geschäft des Unternehmens abweicht.

Diese mehr- bzw. zweidimensionale Definition der Diversifikation ermöglicht zwar eine engere Abgrenzung diversifizierter und fokussierter Unternehmen als ein eindimensionaler Betrachtungsansatz, bezieht aber dennoch die Ressourcen nicht mit ein. So bestimmt die zweidimensionale Definition der Diversifikation auch Unternehmen als diversifiziert, die zwar einen neuen Markt mit neuen Produkten bedienen, dies aber mit bereits gegebenen bzw. bereits genutzten Ressourcen durchführen. Zu diesen Ressourcen können beispielsweise Material, Technologie oder Fähigkeiten gehören. So können verwandte Produkte oder Dienstleistungen als diversifiziert klassifiziert werden, die einen hohen Verwandtschaftsgrad haben. Demzufolge ist auch diese Definition nicht für die folgende Untersuchung geeignet, da sie durch die Nichtberücksichtigung der Ressourcen die Grenzen zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen nicht klar genug absteckt.⁶¹

⁵⁷ Vgl. Ansoff (1957), S.114.

⁵⁸ Vgl. Arbeitskreis Diversifizierung (1973), S. 294.

⁵⁹ Vgl. Porter (1980), S. 27.

⁶⁰ Vgl. Ramanujam/Varadarajan (1989), S. 525.

⁶¹ Vgl. Szeless (2001), S. 27.



Abbildung 2: Definitionen von Diversifikation auf der Basis von Produkten und Märkten⁶²

Eine definitorische Erweiterung um das Kriterium der Ressourcen, wie in Abbildung 3 dargestellt, nehmen beispielsweise Penrose⁶³, Gort⁶⁴, Ansoff⁶⁵ und Rumelt⁶⁶ vor. Laut diesen Definitionen liegt eine Diversifikation nur dann vor, wenn neue Kundenbedürfnisse auf einem neuen Markt mit neuen Ressourcen gedeckt werden. Eine derartige Abgrenzung schafft eine eindeutige Möglichkeit der Klassifizierung von fokussierten und diversifizierten Unternehmen, die anhand international anerkannter Kodifizierungen, wie beispielsweise der SIC-Codes,⁶⁷ vorgenommen werden kann.

⁶² Eigene Darstellung in Anlehnung an Ansoff (1957), S. 114; Arbeitskreis Diversifizierung (1973), S. 294; Porter (1980), S. 27; Ramanujam/Varadarajan (1989), S. 525.

⁶³ Vgl. Penrose (1959), S. 110.

⁶⁴ Vgl. Gort (1962), S. 8.

⁶⁵ Vgl. Ansoff (1965), S. 132.

⁶⁶ Vgl. Rumelt (1974), S. 10.

⁶⁷ SIC-Codes (Standard Industrial Classifications-Codes) stellen eine Klassifizierung von Branchen bzw. Industriezweigen dar. Sie ausführlich dazu Kapitel 3.1.2.

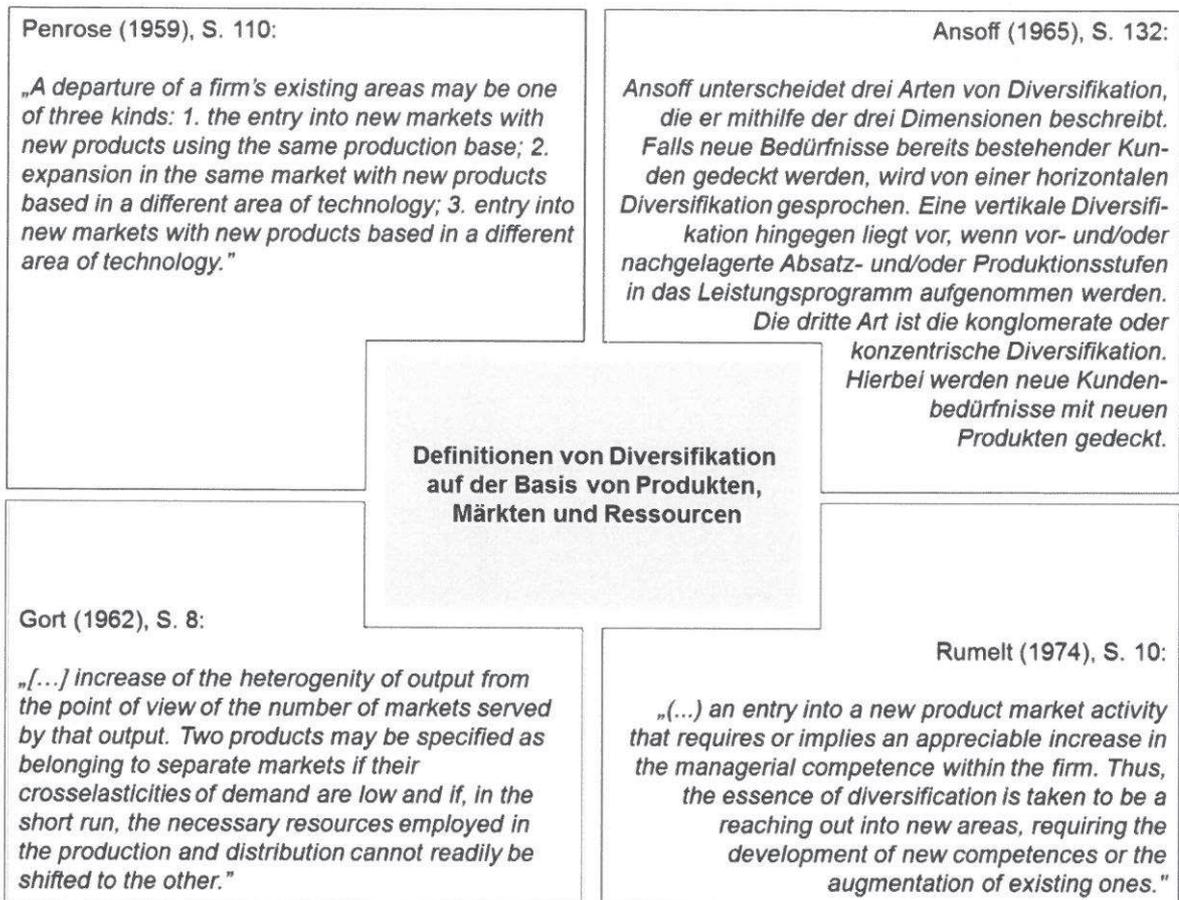


Abbildung 3: Definitionen von Diversifikation auf der Basis von Produkten, Märkten und Ressourcen⁶⁸

In der vorliegenden Arbeit wird der Diversifikationsbegriff als strategischer Prozess verstanden und folgt der Auffassung von Rumelt, der Diversifikation als Eintritt in eine neue Produkt-Markt-Kombination deutet. Dieser Eintritt ist unabhängig und bezugslos zu den vorangegangenen Aktivitäten und verlangt infolgedessen neue Fähigkeiten des Unter-

⁶⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Penrose (1959), S. 110; Gort (1962), S. 8; Ansoff (1965), S. 132; Rumelt (1974), S. 10.

nehmens. Eine neue Produkt-Markt-Kombination, die zu einer lateralen Diversifikation führt, kann demnach als unverwandt betitelt werden.⁶⁹

Rumelt stützt seine Definition auf jene von Ansoff,⁷⁰ begrenzt aber die Begriffsbestimmung in dem Maße, dass er lediglich die laterale Diversifikation als „echte Diversifikation“ erfasst. Schlussfolgernd bezeichnet Diversifikation die Aufnahme von Aktivitäten in einer neuen, bisweilen unverwandten Branche.⁷¹ Demgemäß weisen Unternehmen eine laterale Diversifikation (konzentrische bzw. konglomerate Diversifikation) auf, wenn sie sich aus mindestens zwei Geschäftsfeldern zusammensetzen, die sich im Hinblick auf ihre Märkte, Produkte und Leistungsprozesse eindeutig oder gänzlich voneinander unterscheiden lassen.⁷²

Die Auswahl der Definition von Rumelt kann in zweierlei Hinsicht begründet werden. Zunächst würde eine Definition, die die laterale, die horizontale und die vertikale Diversifikation umfasst, die Gruppe der diversifizierten Unternehmen zunehmend erweitern. Dies ginge einher mit dem Einbezug einer Vielzahl von Unternehmen, die zwar per Definition als diversifiziert gelten, aber dennoch verwandtschaftliche Beziehungen zueinander aufweisen und infolgedessen nicht deutlich, als eigenständige Segmente, voneinander abgrenzbar sind.⁷³ Des Weiteren stützt sich die vorliegende Arbeit auf die Methodik Beckmanns, dessen Forschungsweise auf der von Berger und Ofek⁷⁴ sowie Campa und Ke-

⁶⁹ Vgl. Szeless (2001), S. 24.

⁷⁰ Vgl. Ansoff (1965), S. 132.

⁷¹ Als Branche wird eine Gesamtheit von Unternehmen/-seinheiten bezeichnet, die gleichartige Produkt-Markt-Kombinationen bedienen und folglich untereinander eine Substituierbarkeit implizieren. Siehe hierzu auch Porter (1980), S. 27.

⁷² Vgl. Hungenberg (2011), S. 495 ff.; Ansoff (1965), S. 132; zur weiteren Herleitung der Begriffsdefinition „Diversifikation“ und zum Verständnis der vertikalen und horizontalen Diversifikation siehe auch Beckmann (2006), S. 14-16.

⁷³ Vgl. Beckmann (2006), S. 16.

⁷⁴ Vgl. Berger/Ofek (1995).

dia⁷⁵ basiert. Daher ist eine vergleichbare Definitionsbasis bei der Anwendung derselben Methodik sinnvoll.

Segment bzw. Geschäftsfeld

Aufgrund der Definition der Diversifikation, die von einer Unternehmenszusammensetzung aus vollständig unabhängigen Geschäftsfeldern bzw. Segmenten ausgeht, ist anschließend der Begriff des Segments klar abzustecken. Unternehmen bzw. Unternehmenseinheiten,

- die eine eindeutige Abgrenzung zu anderen Unternehmenseinheiten zulassen,
- den Markt mit einer eigenständigen Produkt-Markt-Kombination bearbeiten
- sowie Erfolgsziele verfolgen,

werden als (strategisches) Geschäftsfeld bzw. Segment bezeichnet. Demzufolge ist der zu bearbeitende Markt durch individuelle Rahmenbedingungen und einen besonderen Wettbewerb geprägt. Alle drei zuvor genannten Kriterien müssen erfüllt sein, damit es sich um ein Segment handelt.⁷⁶

Unternehmenswert

Um im späteren Verlauf dieses Kapitels auf den Bewertungsunterschied des Unternehmenswerts von diversifizierten und fokussierten Unternehmen als Ansatzpunkt für die erste Untersuchung eingehen zu können, ist zunächst der Begriff des Unternehmenswerts festzulegen. Es wird in dieser Arbeit zwischen dem Marktwert und dem fundamentalen Unternehmenswert differenziert. Beide müssen nicht zwingend übereinstimmen. Dennoch

⁷⁵ Vgl. Campa/Kedia (2002).

⁷⁶ Vgl. Hungenberg (2011), S. 450. Siehe zur weiteren Vertiefung der Abgrenzungsmöglichkeiten eines Segmentes auch Abell (1980).

wird im Folgenden nur der Marktwert als Unternehmenswert verstanden. Die Ermittlung des Fundamentalwerts erfolgt auf der Basis objektiver Bewertungsmethoden, die beispielsweise auf dem Ertrags- oder Substanzwert fußen. Der Marktwert hingegen wird auf der Basis der Gesamtkapitalperspektive berechnet. Dies impliziert die Berücksichtigung des Marktwerts von Eigen- und Fremdkapital.⁷⁷ Demnach stellt der Marktwert den Wert bzw. Preis eines Unternehmens dar, zu dem das Fremd- und Eigenkapital am Markt gehandelt wird.⁷⁸ Dieser Marktwert würde dem Fundamentalwert eines Unternehmens entsprechen, wenn ein völlig effizienter Kapitalmarkt gegeben ist.⁷⁹

Bewertungsunterschied bzw. Excess Value

Besteht ein Unternehmen aus mehreren Geschäftsfeldern, kann der Kapitalmarkt dieses diversifizierte Unternehmen schlechter oder besser bewerten als die Summe einzelner, fokussierter Unternehmen, die insgesamt die gleichen Segmente bedienen und über ein kongruentes Portfolio verfügen. Diese Differenz wird als Bewertungsunterschied bzw. Excess Value definiert. Ein negativer Excess Value ergibt sich durch die niedrigere Bewertung des diversifizierten Unternehmens, verglichen mit der Summe der fokussierten Unternehmen. Ein positiver Excess Value folgt analog aus der höheren Bewertung des diversifizierten Unternehmens.⁸⁰ Synonym werden in der vorliegenden Arbeit auch die Begriffe Diversification Discount für einen negativen Excess Value und Diversification Premium für einen positiven Excess Value verwendet.

⁷⁷ Vgl. Günther (1997), S. 107.

⁷⁸ Vgl. Beckmann (2005), S. 20.

⁷⁹ Vgl. Herrmann (2002), S. 12, auch zu weiteren Ausführungen zu dieser Thematik.

⁸⁰ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 48.

Strategischer Wandel

Unter einem strategischen Wandel wird die Reaktion eines Unternehmens auf Änderungen von Umweltbedingungen verstanden, die sich in der strategischen Ausrichtung widerspiegelt. Die Reaktionsfähigkeit eines Unternehmens wird dabei hinsichtlich der Geschwindigkeit der Initiierung und Umsetzung strategischer Veränderungen durch das Führungsverhalten beeinflusst. Darüber hinaus unterliegt ein strategischer Wandel bürokratischen Einschränkungen, die sich aus den jeweiligen Unternehmensstrukturen ergeben.⁸¹

Wettbewerbsstrategie der Kostenführerschaft

Die Generierung eines relativen Wettbewerbsvorteils durch die Realisierung eines Kostenvorteils wird als Strategie einer Kostenführerschaft definiert. Der Kostenvorteil ist dabei durch die Überwachung und Steuerung der Kostentreiber einer jeden Wertaktivität der Wertschöpfungskette zu verwirklichen, die einen erheblichen Anteil an den Gesamtkosten haben. Überdies sind sowohl die Vertriebs- als auch Produktionsaktivitäten in einer solchen Art und Weise auszugestalten, dass sie die Erreichung eines Kostenvorteils ermöglichen bzw. unterstützen.⁸²

Wettbewerbsstrategie der Differenzierung

Eine Differenzierungsstrategie beinhaltet die Realisierung eines relativen Wettbewerbsvorteils mittels Unterschiedlichkeit einer Dienstleistung bzw. eines Produkts von den Konkurrenzprodukten oder -dienstleistungen. Eine Differenzierungsstrategie kann dann zu einem Wettbewerbsvorteil führen, wenn es dem Unternehmen gelingt, sich von den fünf

⁸¹ Vgl. Mintzberg (1978), S. 941.

⁸² Vgl. Porter (2010), S. 143 f.

Wettbewerbskräften durch beispielsweise differenzierte Produkteigenschaften oder Servicedienstleistungen zu unterscheiden.⁸³

2.2 Theorien und Erklärungsansätze

Nach der notwendigen Abgrenzung zentraler Begrifflichkeiten werden im Folgenden zunächst die Theorien zum strategischen Management erörtert und daran anschließend Lehren zum Diversifikations- und Unternehmenserfolg aufgezeigt.

2.2.1 Entstehung der Theorie des strategischen Managements

Die Diversifikation(-sstrategie) ist Bestandteil des strategischen Managements in Unternehmen. Theorien zum strategischen Management entwickelten sich in den 1960er Jahren, wobei ihnen einige erste, aus der Praxis hervorgehende Forschungsarbeiten vorangingen.

Beispielsweise durchleuchtet Taylor das Management im Praxisbereich Fabrik und Barnard das Management in der Administration.⁸⁴ In späteren Jahren führte der Wandel in der Betriebswirtschaftslehre in Kombination mit Veränderungen im Unternehmensumfeld, die eine längerfristige Ausrichtung von Unternehmen erforderlich machte, zur Herausbildung der strategischen Forschungsrichtung als selbstständigem Bereich.⁸⁵

Die Arbeit „Strategy and Structure“ von Chandler,⁸⁶ das Werk „Corporate Strategy“ von Ansoff⁸⁷ sowie die Arbeit „The Concept of Corporate Strategy“ von Andrews⁸⁸ gelten als

⁸³ Vgl. Porter (2008), S. 75.

⁸⁴ Vgl. Taylor (1911), S. 13 ff.; Barnard (1938), S. 65-160.

⁸⁵ Vgl. Hungenberg (2011), S. 57.

⁸⁶ Vgl. Chandler (1962).

⁸⁷ Vgl. Ansoff (1965).

entscheidende Forschungsarbeiten für die Entwicklung der strategischen Managementtheorie.⁸⁹

Eine Weiterentwicklung dieser Werke brachte zwei Forschungsrichtungen hervor. Auf der einen Seite die Strategieprozessforschung, die ihren Schwerpunkt auf die Untersuchung der Strategieformulierung und -umsetzung legt. Und auf der anderen Seite die Strategieinhaltsforschung, die die Inhalte strategischer Entscheidungen mit dem Fokus auf Erfolg bzw. Erfolgsursachen erforscht. Die Forschungsarbeiten zur Strategieinhaltsforschung, die sich mit Erfolgsfaktoren auseinandersetzen, münden in den 1980er Jahren auf der Grundlage der Industrieökonomik in der Entstehung des marktorientierten Ansatzes. Vor allem Porter prägt diese Sichtweise, indem er Ansätze aus der Industrieökonomik auf strategisch ausgerichtete Problemstellungen überträgt. Das Konzept der „Five Forces“ zur Überprüfung der Branchenattraktivität zählt zu den bekanntesten.⁹⁰ Der marktorientierte Ansatz führt langfristigen Unternehmenserfolg auf die Branchenstruktur zurück, in der die jeweiligen Unternehmen operieren. Darüber hinaus definiert Porter die sogenannten generischen Wettbewerbsstrategien Kostenführerschaft, Differenzierung und Nische für die Strategien auf der Geschäftsfeldebene.⁹¹

In den darauffolgenden Jahren bildete sich eine Weiterentwicklung dieser Forschungsrichtung in Form des ressourcenorientierten Ansatzes heraus, dessen Vertreter den Unternehmenserfolg auf die Ausstattung mit spezifischen Ressourcen und deren Verwendung innerhalb des Unternehmens zurückführen. Auch der ressourcenorientierte Ansatz wurde

⁸⁸ Vgl. Andrews (1971).

⁸⁹ Vgl. Hungenberg (2011), S. 57.

⁹⁰ Vgl. Porter (1980), S. 47 ff. Hier kann ein umfassender Überblick über das Konzept der „Five Forces“ gewonnen werden.

⁹¹ Vgl. Porter (1980), S. 35 ff. Hier wird ein vertiefter Einblick in das Konzept der generischen Wettbewerbsstrategien gegeben.

weiterentwickelt und brachte den wissensorientierten und den fähigkeitsorientierten Ansatz hervor.⁹²

Der wissensorientierte Ansatz führt den Unternehmenserfolg auf herausragendes Wissen in Form einer unternehmensspezifischen Kombination aus implizitem und explizitem Wissen zurück. Beim fähigkeitsorientierten Ansatz liegt der Forschungsschwerpunkt auf der Fähigkeit, Unternehmensressourcen in solchen Kombinationen einzusetzen, die zur Erreichung der Unternehmensziele führen. Die zuvor angesprochene Industrieökonomik geht von einem vollkommenen Markt aus, auf dem alle Unternehmen, die in einer bestimmten Branche tätig sind, gleiche Ressourcen besitzen, somit gleiche Strategien verfolgen und das Management rationale Entscheidungen im Interesse des Unternehmens trifft.⁹³

Im Gegensatz zu dieser Sichtweise stellt die Neue Institutionenökonomie heraus, dass Ressourcenausstattungen von Unternehmen in der gleichen Branche Ungleichmäßigkeiten unterliegen und das Managemententscheidungen nur mit einer eingeschränkten Rationalität trifft. Die bekanntesten aus der Neuen Institutionenökonomie hervorgehenden Ansätze umfassen die Property-Rights-, die Transaktionskosten- sowie die Principal-Agent-Theorie.⁹⁴ Neben den bisher genannten Forschungsansätzen entwickelte sich außerdem, aufgrund der stärkeren Shareholder Value-Orientierung von Unternehmen, das Forschungsgebiet der Bewertung strategischer Unternehmensentscheidungen.⁹⁵

Die zweite Forschungsrichtung, die Strategieprozessforschung, ist im Hinblick auf ihre Auseinandersetzung mit verschiedenen Planungsmodellen, die die Strategiebildung und

⁹² Zur Vertiefung der Inhalte zum ressourcenorientierten Ansatz vgl. Barney (2011), S. 120 ff.; Wernerfelt (1995); Ulrich (1998) und zum wissensbasierten Ansatz vgl. Spender/Grant (1996).

⁹³ Vgl. Spender/Grant (1996), S. 5 ff.

⁹⁴ Zur Vertiefung der Property-Rights-Theorie vgl. Richter/Furubotin (2010) und Göbel (2002), S. 67, zur Transaktionskostentheorie vgl. Williamson (1985) und der Principal-Agent-Theorie vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 315 ff.

⁹⁵ Vgl. Hungenberg (2011), S. 60 ff.

Strategieveränderungen analysieren, von relevanter Bedeutung. Ein einheitliches Modell, das den Prozess der Strategieformulierung darlegt, existiert nicht. Dennoch lassen sich im Wesentlichen zwei Modelle herausstellen, das Modell des Inkrementalismus (deskriptiv) und das Modell der synoptischen Planung (präskriptiv). Letzteres bildet die Strategieformulierung als systematischen Prozess auf der Basis eines strategischen Plans und daraus entstammenden Maßnahmenpaketen ab, die nur von der Unternehmensleitung zu beschließen sind.⁹⁶ Das Modell des Inkrementalismus hingegen beschreibt die Strategieformulierung als in Divisionen verlaufende Prozesse, die im Anschluss durch die Unternehmensleitung ausgearbeitet und zu einer Unternehmensgesamtstrategie aggregiert werden. Hierbei nimmt der strategische Plan eine untergeordnete Rolle ein. Als Richtlinie dienen die von der Unternehmensleitung kommunizierten übergeordneten Unternehmensziele.⁹⁷

Die angeführten Ansätze und ihre Entwicklungen zeigen die Vielschichtigkeit der Theorien zum strategischen Management. Für die vorliegende Arbeit spielen insbesondere die beiden generischen Wettbewerbsstrategien „Kostenführerschaft“ und „Differenzierung“ eine wesentliche Rolle. Diese Strategien, die bei der Strategieformulierung auf der Geschäftsbereichsebene einzuordnen sind, bestimmen die Ausrichtung eines jeden Geschäftsbereichs hinsichtlich des Markts und des Produkts. Hatten und Hatten beschreiben die Notwendigkeit einer Geschäftsbereichsstrategie wie folgt: Jeder Geschäftsbereich innerhalb eines Konzerns muss zur Wahrung der Interessen der Gesamtunternehmung sowie zur Erreichung und Erhaltung des Wettbewerbsvorteils gegenüber Konkurrenten eigene Ziele und infolgedessen eine eigene Strategie verfolgen.⁹⁸ Das Konzept der generischen Wettbewerbsstrategien wird durch den ressourcenorientierten Ansatz unterstützt. Denn die

⁹⁶ Vgl. Schreyögg (1984), S. 133 f.; Ansoff (1965).

⁹⁷ Vgl. Schreyögg (1984), S. 239 f.; Quinn (1978), S. 7 ff.

⁹⁸ Vgl. Hatten/Hatten (1988), S. 236.

Umsetzung einer Strategie erfordert laut Grant eine für die Strategie notwendige und auf das Unternehmen individuell zugeschnittene Kombination von Ressourcen und Fähigkeiten.⁹⁹

Laut Porter existieren drei generische Wettbewerbsstrategien: die „Differenzierung“ und die „Kostenführerschaft“ sowie die „Konzentration auf Schwerpunkte“ für Unternehmen, die sich auf ein Segment bzw. einen Geschäftsbereich spezialisiert haben.¹⁰⁰ Aufgrund des Untersuchungsziels der vorliegenden Arbeit, das strategische Management als Einflussfaktor eines Bewertungsunterschieds für diversifizierte Unternehmen aufzudecken, ist die Strategie der „Konzentration auf Schwerpunkte“ hier nicht von Bedeutung. Die Definition der Wettbewerbsstrategien „Differenzierung“ und „Kostenführerschaft“ erfolgte in Kapitel 2.1.

Die Verfolgung einer Kostenführerschaftsstrategie setzt Hierarchien, ein Programm zur Kostenreduzierung maßgeblich durch die Ausnutzung des Effekts der Erfahrungskurve und Kapazitätserweiterungen zu erreichen, sowie kontinuierliche Kostenkontrollen voraus.¹⁰¹ Diese strategische Ausrichtung birgt jedoch einige Risiken für die Unternehmen.

Der immer schneller voranschreitende Technologiewandel verhindert die Realisierung eines dauerhaften Wettbewerbsvorteils. Folglich besteht der Kostenvorteil aufgrund spezieller Produktionsanlagen mit hoher Kapazitätsauslastung nur kurzfristig. Um ständig über die aktuellste Technologie zu verfügen, sind permanent Investitionen erforderlich. Darüber hinaus führt die strategische Ausrichtung einzelner Geschäftsfelder auf eine möglichst kostengünstige Produktion und stetige Senkung der Kosten aufgrund von Flexibilitätsein-

⁹⁹ Vgl. Grant (2005).

¹⁰⁰ Vgl. Porter (2008), S. 67.

¹⁰¹ Vgl. Barney (2011), S. 210 ff.

schränkungen zu einer fehlenden Möglichkeit bzw. Bereitschaft zur Anpassung an geänderte Bedürfnisse der Märkte.¹⁰²

Die eingeschränkte Flexibilität und Marktanpassung kann auch von Kapitalgebern als Risiko verstanden und dementsprechend mit einer Abwertung am Kapitalmarkt quittiert werden. Anleger sind an einer Gewinnmaximierung interessiert und wollen folglich auch die langfristige Sicherung des Unternehmensfortbestands und der Konkurrenzfähigkeit gesichert sehen. Nicht-profitable bzw. risikobehaftete Geschäftsbereiche, deren positiver Beitrag zum Unternehmenserfolg nicht gegeben bzw. langfristig zu sichern ist, stehen diesen Anforderungen entgegen.¹⁰³

Ebenso wie bei der Strategie der Kostenführerschaft ist zur Umsetzung der Differenzierungsstrategie eine Anpassung der Produktion vorzunehmen. Allerdings liegt der Schwerpunkt hierbei nicht auf einer möglichst umfangreichen Kostenreduzierung, sondern auf der Fähigkeit, Produkte herzustellen, die sich in der Qualität und/oder den Eigenschaften von den Produkten der Konkurrenz absetzen. Darüber hinaus sind permanente Innovationen hinsichtlich der Produktgestaltung und -erstellung eine Grundvoraussetzung zur Verfolgung der Strategie der Differenzierung. Nur so sind die Generierung eines Wettbewerbsvorteils und eine entsprechende Marktpositionierung zu erzielen.¹⁰⁴

Auch bei dieser Strategie kann der Wettbewerbsvorteil lediglich von temporärem Bestand sein und birgt Risiken. Zum einen wird der Wettbewerbsvorteil nach einiger Zeit durch Imitatoren verringert bzw. ausgehebelt. Dabei wird der Zeitraum zwischen Produkteinführung und größtmöglichem Nutzen des Wettbewerbsvorteils bis zum Auftreten von Imitatoren mit ähnlichen Produkten durch den immer schnelleren Technologiewandel verringert. Zum

¹⁰² Vgl. Grant (2005), S. 257; Hinterhuber (1990), S. 77 ff.; Stein (1988), S. 406 ff.

¹⁰³ Vgl. Welge/Al-Laham (2012), S. 225 ff.

¹⁰⁴ Vgl. Barney (2011), S. 193 ff.

anderen kann die Konzentration auf ständige Innovationen zu einer nicht ausreichenden Berücksichtigung der Kosten führen. Infolgedessen besteht die Gefahr der Aufhebung des Nutzenvorteils durch zu hohe Kosten.¹⁰⁵ Dementsprechend besteht auch bei dieser Strategie die Gefahr, dass der Kapitalmarkt mit seinen Teilnehmern die nicht-profitablen Geschäftsbereiche bzw. diejenigen, die eine Wettbewerbsfähigkeit nicht langfristig sichern, schlechter bewerten.

Nach dem Überblick über die relevanten Theorien zum strategischen Management werden im Folgenden diejenigen Lehren und Ansätze vertieft, die für die Diversifikation bzw. den Diversifikationserfolg von relevanter Bedeutung sind.

2.2.2 Forschungslehren zum Diversifikations- und Unternehmenserfolg

Es existieren in der Literatur drei wesentliche Lehren, die sich mit den Diversifikationsmotiven und -strategien sowie mit dem Diversifikations- und Unternehmenserfolg auseinandersetzen: die Industrieökonomie, die Lehre des strategischen Managements und die Finanztheorie. Sie stellen in ihren Untersuchungen die Erforschung der Diversifikation als Strategie zur Wertsteigerung in den Fokus. Von zentraler Bedeutung sind hier die Analysen unverbundener und verbundener Produkt-Markt-Kombinationen hinsichtlich ihres Erfolgs sowie deren Vergleich. Darüber hinaus ist die Relevanz des Diversifikationsgrads und des Einflusses einer Portfoliozusammensetzung im Rahmen der Strategie der Diversifikation oder Fokussierung auf den Erfolg zu überprüfen.

Die Grundlagen der industrieökonomischen Forschung gehen bis in die 1940er Jahre zurück und sind geprägt von den empirischen Untersuchungen von Mason und Bain. Ihre Forschungsarbeiten werden oftmals in dem „Structure-Conduct-Performance-

¹⁰⁵ Vgl. Hinterhuber (1990), S. 77 ff.

Paradigma¹⁰⁶ zusammengefügt und untersuchen die Wirkungszusammenhänge zwischen Marktverhalten, -struktur und -erfolg. Bain kommt zu der Schlussfolgerung, dass eine Marktstruktur das Verhalten von Unternehmen grundlegend beeinflusst und die Marktstruktur somit als Einflussfaktor auf das Marktergebnis verstanden werden kann.¹⁰⁷

Kritisiert wird dieser Ansatz von Porter. Er bemängelt zunächst die Annahme von Mason und Bain, dass Unternehmen lediglich in einer Branche tätig sind und Diversifikation somit keine Berücksichtigung findet. Überdies stellt er die Annahme infrage, dass Marktverhalten und -ergebnis gänzlich von der vorherrschenden Branchenstruktur bestimmt werden. So haben Unternehmen laut Porter die Fähigkeit die Branchenstruktur durch ihre Strategiewahl zu beeinflussen. Ferner zweifelt Porter die Annahme der Branche als homogene Ganzheit an. Dies begründet er mit der Möglichkeit der Unternehmen, verschiedene Strategien innerhalb der gleichen Branchen verfolgen zu können.¹⁰⁸

Trotz der angeführten Kritik spielt das „Structure-Conduct-Performance-Paradigma“ dennoch für die Forschung im Bereich der Diversifikationsmotive eine große Rolle. Denn aus dem Paradigma lässt sich ableiten, dass Unternehmen mit ihrer Diversifikationsstrategie die Struktur von Branchen verändern können.¹⁰⁹ Außerdem kann die Attraktivität einer Branche einen Anreiz zur Diversifikation darstellen – insbesondere für solche Unternehmen, die mit einer eher unattraktiven Branchenstruktur operieren.¹¹⁰ Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich die Lehre der Industrieökonomik mit der Frage auseinandersetzt, welche Auswirkungen das Operieren in verschiedenen Branchen auf den

¹⁰⁶ Zur Vertiefung des „Structure-Conduct-Performance-Paradigmas“ vgl. Mason (1939), S. 61 ff.

¹⁰⁷ Vgl. Bain (1968), S. 9 f., 430.

¹⁰⁸ Vgl. Porter (1981), S. 612 ff.

¹⁰⁹ Vgl. Hutschenreuter/Sonntag (1998), S. 12.

¹¹⁰ Vgl. Porter (1987), S. 46.

Erfolg eines Unternehmens hat. Das wesentliche Motiv der Diversifikation liegt hierbei in der attraktiven Branchenstruktur.

Aus der Industrieökonomie lassen sich Ansätze bzw. Synergiepotenziale für die Frage finden, warum Unternehmen mit einem Diversification Premium belegt sein können. Zunächst ist das beim des Aufbau von Wettbewerbsvorteilen relevante Konzept der Übertragung von Managementfähigkeiten anzuführen. Porter erklärt die Bedeutung dieses Konzepts damit, dass vom Management erworbenes spezifisches Wissen bzw. Expertenwissen von einem Geschäftssegment auf ein anderes übertragbar ist und somit Synergien gehoben werden können.¹¹¹ Überdies ist die „Collusion Theory“ bedeutsam, die die Realisierung von Wettbewerbsvorteilen mittels Marktmachtausnutzung umgesetzt. Eine Steigerung der Marktmacht kann durch Wettbewerbseinschränkung und/oder -verdrängung herbeigeführt werden.¹¹²

In der Literatur zum strategischen Management verfolgt ein Unternehmen mit der Diversifikation/-sstrategie langfristige strategische Ziele. Werden die vielen kleinen Einzel- bzw. Teilziele gebündelt, so erhält man folgende Oberziele, die mit einer Diversifikation verfolgt werden: Wachstum, Risikoreduzierung/-streuung, Verbesserung bzw. Festigung der Wettbewerbsposition/-fähigkeit und Steigerung der Wirtschaftlichkeit.¹¹³

Im Falle des ersten Diversifikationsmotivs Wachstum versuchen Unternehmen durch die Erschließung neuer Märkte und Produktbereiche mit hohen Wachstumsraten ihre Umsätze bzw. Gewinne entsprechend zu steigern. Dies ermöglicht es den Unternehmen, gegebenenfalls die Verluste anderer Geschäftssegmente auszugleichen. Das Wachstumsziel

¹¹¹ Vgl. Porter (1987), S. 55 ff.

¹¹² Vgl. Montgomery (1985); Scott (1982).

¹¹³ Vgl. Gebert (1983), S. 83 ff.

wird in der Literatur allerdings kontrovers diskutiert.¹¹⁴ Das Ziel des Wachstums kann beispielsweise auch als Einkommensmaximierung von Managern verstanden werden. Eine Diversifizierung ist in einem solchen Fall nicht zwangsläufig mit den Unternehmenszielen konform, sondern durch die Erreichung persönlicher Ziele des Managements getrieben.¹¹⁵

Hinsichtlich der Risikostreuung bzw. -reduzierung gilt Ähnliches wie beim Wachstumsziel. Auch hier kann das erhöhte Risiko in einzelnen Geschäftsbereichen durch ein Portfolio mit mehr und weniger risikobehafteten Bereichen kompensiert werden.¹¹⁶

Zur Verbesserung und/oder Festigung der Wettbewerbsposition/-fähigkeit kann eine Diversifikation/-sstrategie ebenfalls beitragen. Dem Unternehmen können bereits existente Stärken dazu verhelfen, den komparativen Wettbewerbsvorteil in neuen Märkten gegenüber dort bereits befindlichen Konkurrenten auszubauen.¹¹⁷

Eine gesteigerte Wirtschaftlichkeit kann erlangt werden durch die Nutzung verfügbarer Finanzmittel und Ressourcen wie auch durch die Ausnutzung möglicher Synergieeffekte, die durch die Verknüpfung mit neuen Geschäftsbereichen entstehen.¹¹⁸ Bei der Überprüfung der Zielerreichung zeigt sich, ob der strategische Erfolg eines Unternehmens erzielt werden konnte. Die gesteigerte Wirtschaftlichkeit, im Speziellen durch die Ausnutzung von Synergieeffekten, stellt beim strategischen Management das wesentliche Diversifikationsmotiv dar und bedarf einer genaueren Betrachtung.¹¹⁹

Das Synergiekonzept ist ein bedeutendes Motiv der Diversifikation und dient letztlich der Rechtfertigung einer Strategie mit Aktivitäten in verschiedenen Geschäftsfeldern. Indes

¹¹⁴ Vgl. Döhmen (1991), S. 195 ff.; Bühner (1989), S. 158 ff.; Ansoff (1965), S. 129 f.

¹¹⁵ Vgl. Schüle (1992), S. 14 ff.

¹¹⁶ Vgl. Gort (1962), S. 65 ff.

¹¹⁷ Vgl. Jacobs (1992), S. 20.

¹¹⁸ Vgl. Arbeitskreis Diversifizierung (1973), S. 295 f.

¹¹⁹ Vgl. Welge/AI-Laham (2012), S. 615 f.

bestreiten einige Autoren die Bedeutung des Synergienmotivs. Demnach sind in der Unternehmenspraxis die tatsächlich auszuschöpfenden Synergien nicht immer in dem Umfang zu heben wie vorab als möglich identifiziert.

In den Forschungsarbeiten zu dieser Thematik lässt sich zudem ein Wandel der Bedeutung der Synergien beobachten. Wurde zu Beginn der Bedeutung der materiellen Ressourcen (z. B. einer gemeinsamen durchgeführte Beschaffung und Nutzung gleicher Distributionskanäle) eine wesentliche Rolle zugesprochen, so rücken später immer mehr die immateriellen Ressourcen (z. B. Fähigkeiten des Managements und Know-how) in den Fokus der Betrachtung.¹²⁰

So betrachtet Ansoff maßgeblich die materiellen Ressourcen (Synergien hinsichtlich des Vertriebs, innerhalb der Produktionsabläufe und bezüglich des Investments) und bezieht immaterielle Ressourcen (Managementsynergien) dennoch in seine Untersuchungen mit ein.¹²¹ Porter betrachtet materielle und immaterielle Ressourcen hinsichtlich ihrer Verflechtungen. Er stellt heraus, dass bei einer Diversifikation zunächst die Umsetzung des Synergiepotenzials der materiellen Ressourcen und erst in einem zweiten Schritt der immateriellen Ressourcen sinnvoll und zielführend ist.¹²²

Die Relevanz der immateriellen Ressourcen wurde unter anderem von Prahalad und Bettis unterstützt. Sie begründen die besondere Rolle der strategischen Verbundenheit mit der vorherrschenden Logik mit der das Management strategische Entscheidungen trifft und im Zuge dessen die Ressourcenallokationen vornimmt. Hieraus leitet sich der Erfolg der Geschäftsfelder von der Logik, der Entscheidungen des Managements ab. Es wird unterstellt, dass der Erfolg einer Diversifikation nicht primär von der operativen Verbunden-

¹²⁰ Vgl. Szeless (2001), S. 31 f.

¹²¹ Vgl. Ansoff (1965), S. 75-78, 90 ff., 147, 150 f.

¹²² Vgl. Porter (1987), S. 58; Porter (1985), S. 323 ff.

heit bzw. den materiellen Ressourcen abhängt, sondern eher von der strategischen Verbundenheit bzw. den immateriellen Ressourcen der Geschäftsbereiche.¹²³ Diese ressourcenorientierte Sicht der Strategielehre wurde von Prahalad und Hamel durch die Betrachtung eines Unternehmens als Ressourcenportfolio forciert.¹²⁴

Der ressourcenorientierte Ansatz hat seine Wurzeln in den Arbeiten von Selznicks¹²⁵, Ansoff¹²⁶ und Andrews¹²⁷. Sie betrachten die im Unternehmen vorhandenen Ressourcen als Treiber für den Erfolg und nehmen somit die unternehmensinterne Perspektive der Synergiebetrachtung ein.

Der ressourcenorientierte Ansatz besagt, dass eine Unternehmensressource mit einer hohen Spezifität, die im Überschuss vorhanden ist, lediglich in einem speziellen Geschäftsbereich oder nur in wenigen Segmenten anwendbar ist.¹²⁸ Je spezifischer die Ressource (z. B. spezielles Know-how), desto schwieriger ist die Teilung bzw. das Transferieren auf mehrere Geschäftsbereiche. Diese Ressourcen mit hoher Spezifität können aufgrund ihrer schwer kopierbaren Eigenschaften einen Wettbewerbsvorteil darstellen. Diversifikation kann jedoch nur als erfolgversprechende Strategie betrachtet werden, wenn eine Ressource, die strategisch wichtig ist, in mehreren Geschäftsbereichen verwendet werden kann. Eine derartige Ressource ist demgemäß von einer geringen Spezifität ge-

¹²³ Vgl. Prahalad/Bettis (1986), S. 490.

¹²⁴ Vgl. Prahalad/Hamel (1990), S. 80 ff.

¹²⁵ Vgl. Selznicks (1957), S. 42.

¹²⁶ Vgl. Ansoff (1965), S. 75 ff.

¹²⁷ Vgl. Andrews (1971), S. 98 ff.

¹²⁸ Zur Thematik des Ressourcenbegriffs vgl. Barney (1991), S. 101; zu den Ressourceneigenschaften die hohe Spezifität durch begrenzte Mobilität, begrenzte Substituierbarkeit, Knappheit und begrenzte Imitierbarkeit ausdrücken vgl. Amit/Schoemaker (1993), S. 38 f.; Grant (1991), S. 123 ff.

kennzeichnet, um in verschiedenen Geschäftsbereichen angewendet und zwischen ihnen transferiert werden zu können (z. B. allgemeines Know-how des Managements).¹²⁹

Auch unspezifische Ressourcen können einen Wettbewerbsvorteil generieren. Dies ist der Fall, wenn durch das Transferieren oder Teilen der Ressourcen auf mehrere Geschäftsfelder Synergiepotenziale ausgeschöpft werden können. Die Synergien sind hierbei umso größer, je wertvoller die Ressource aus unternehmensstrategischer Sicht ist.¹³⁰

Montgomery und Wernerfelt erklären die Diversifikationsstrategie im Rahmen des ressourcenorientierten Ansatzes wie folgt: Überschusskapazitäten von Ressourcen mit begrenzter Mobilität, die nicht in bereits erschlossenen Geschäftsbereichen verwendet werden können, werden in neue Geschäftsbereiche transferiert und dort abgebaut. Während des Transfers ist ein Verlust von Effizienz zu verzeichnen, der mit höherer Ressourcenspezifität ansteigt. Dennoch kann der Transfer von Ressourcen mit einem gewissen Grad an Spezifität zur Herausbildung eines Wettbewerbsvorteils führen. Gelingt der Abbau aller Überschussressourcen nach einem Transfer nicht, wird sie nochmals in einen neuen Geschäftsbereich exportiert. Dieses Vorgehen erfolgt so lange, bis der Überschuss der Ressource abgebaut ist oder aber der Verlust der Effizienz den Nutzen des Transfers überschreitet.¹³¹

Grundsätzlich lässt sich die Lehre des strategischen Managements in Bezug auf die Diversifikationsforschung in der Frage zusammenfassen, welche Auswirkungen eine Diversifikation auf das Unternehmen im Ganzen hat. Hierbei dient die Klassifizierung von Diversifikationsstrategien dazu, die Hypothese zu überprüfen, ob eine Diversifikation in verbundene Geschäftsbereiche bzw. Branchen aufgrund von Synergieeffekten mit einer Er-

¹²⁹ Vgl. Collis/Montgomery (1998), S. 230.

¹³⁰ Vgl. Amit/Schoemaker (1993), S. 38 f.; Grant (1991), S. 123 ff.

¹³¹ Vgl. Montgomery/Wernerfelt (1988), S. 624 ff.

folgssteigerung des Unternehmens einhergeht. Als grundlegendes Diversifikationsmotiv gilt hier das Ausschöpfen von Synergien durch die Nutzung von Ressourcen.

Aus dem ressourcenorientierten Ansatz lassen sich, ebenso wie zuvor bei der Industrieökonomik, Synergiepotenziale für ein Diversification Premium ableiten. Auf der einen Seite können Größendegression wie auch Verbundeffekte¹³² realisiert werden und auf der anderen Seite kann eine Reduzierung der Transaktionskosten wie bspw. die Kosten für Anbahnung, Kontrolle und Anpassung herbeigeführt werden.¹³³

Auch wenn die Nutzung von Synergien, beispielsweise durch Lernkurveneffekte, die Möglichkeit der stetigen Verfolgung einer strategischen Ausrichtung bieten, so sind Unternehmen in dem sich immer schneller wandelnden Wettbewerbsumfeld darauf angewiesen, sich den sich verändernden Rahmenbedingungen anzupassen. Dies sichert Unternehmen ihre Wettbewerbsfähigkeit und somit den Fortbestand.¹³⁴ Barney¹³⁵ sowie Prahalad und Hamel¹³⁶ argumentieren, dass Unternehmenserfolg aus der strategischen Anpassung an sich ergebende Umweltveränderungen mittels unternehmenseigener, einzigartiger Ressourcenbündelungen und -nutzung entsteht. Demzufolge sind diejenigen Unternehmen am erfolgreichsten, die durch Flexibilität in ihrer Strategie den Veränderungen der Unternehmensumwelt standhalten können.

Über die faktische Wirkung eines strategischen Wandels auf den Unternehmenserfolg sind sich die Forscher uneins, obgleich einige von ihnen einen strategischen Wandel als

¹³² Zur Vertiefung der Inhalte zur Größendegression und der Verbundeffekte vgl. Scherer (1980), S. 81 ff.; Hungenberg (2011), S. 213 ff.

¹³³ Vgl. Williamson (1996), S. 19; Teece (1980), S. 224.

¹³⁴ Vgl. Sull (1999), S. 44 ff.

¹³⁵ Vgl. Barney (1991), S. 102 ff.

¹³⁶ Vgl. Prahalad/Hamel (1990), S. 83 ff.

Wettbewerbsvorteil identifizieren.¹³⁷ Hier liegt aufgrund der bisherigen Forschungsergebnisse die Frage nahe, inwiefern ein strategischer Wandel auf einen Bewertungsunterschied wirkt. Wenn er positiv auf die Unternehmensleistung wirkt, so ist daraus zu folgern, dass er ebenfalls positiv auf einen Bewertungsunterschied wirkt. Diversifizierte Unternehmen, die einen strategischen Wandel vollziehen, müssten dementsprechend einem niedrigeren Discount unterliegen bzw. ein Diversification Premium realisieren.

In der Finanzliteratur wird die Diversifikation mit dem Fokus auf die Auswirkungen auf das Unternehmensrisiko untersucht. Ausgangspunkt ist die Annahme, dass das Unternehmensrisiko aufgrund einer Diversifikation in unverwandte Geschäftssegmente verringert wird. Begründet liegt dieser Ausgangspunkt in der Portfoliotheorie. Hier wird davon ausgegangen, dass das Gesamtunternehmensrisiko geringer ist, wenn die Varianz der zusammengeführten Cash Flows¹³⁸ der verschiedenen Geschäftsfelder geringer ist als die Endsumme der Varianzen der Cash Flows der einzelnen Segmente.¹³⁹

Eine der bedeutendsten Rollen der Diversifikation in der Finanzliteratur kommt dem internen Kapitalmarkt¹⁴⁰ zu. Diversifizierte Unternehmen verfügen über die Möglichkeit der Kapitalbeschaffung in unterschiedlichen Geschäftsbereichen, während spezialisierte (fokussierte) Unternehmen lediglich Kapital über den externen Kapitalmarkt beziehen können.¹⁴¹ Zudem ist es diversifizierten Unternehmen möglich, die Kapitalflüsse besser zu steuern, die Kosten der Kontrolle geringer zu halten und die interne Kapitalallokation aufgrund genauerer Informationen über die jeweiligen Segmente zu optimieren.¹⁴² Indes wird die Effi-

¹³⁷ Vgl. Sull (1999), S. 43 ff.

¹³⁸ Zur Thematik der Cash Flows siehe Spremann/Ernst (2011), S. 70 ff.

¹³⁹ Vgl. Amit/Livnat (1988), S. 100.

¹⁴⁰ Zum internen Kapitalmarkt als Prozess der Kapitalallokation innerhalb eines Unternehmens siehe Williamson (1975), S. 145.

¹⁴¹ Vgl. Lang/Stulz (1994), S. 1249 f.

¹⁴² Vgl. Servaes (1996), S. 1201 f.; Ganz (1991), S. 78.

zienz interner Kapitalmärkte aufgrund von Managerverhalten vielfach angezweifelt. So wird argumentiert, dass Manager, um eine Vielzahl von Segmenten zu legitimieren, Investitionen vermehrt in weniger erfolgreiche Geschäftsbereiche veranlassen.¹⁴³ Ferner zeichnet sich eine Annäherung des internen und des externen Kapitalmarktes im Hinblick auf ihre Effizienz ab.¹⁴⁴

Die zuvor angesprochenen Managementinteressen spielen eine besondere Rolle. Im Zuge von Managemententscheidungen kann die sogenannte Prinzipal-Agent-Problematik¹⁴⁵ zwischen Eignern und Managern eines Unternehmens entstehen. So findet eine (weitere) Diversifikation statt, wenngleich der Unternehmenserfolg dadurch negativ beeinflusst wird. Das Management strebt hierbei nach größerer Macht im Unternehmen und für den Fall, dass die Einkommenshöhe vom Wachstum abhängig ist, unter Umständen auch nach einer Einkommenserhöhung.¹⁴⁶ Des Weiteren stellt Jensen die „Free cash flow-Theorie“¹⁴⁷ auf, mit der er das Scheitern vieler Diversifikationsprojekte erklärt: Es erfolgt keine Verteilung von Cash Flow-Überschüssen, die somit nicht profitabel investiert werden können, da Manager einen Anreiz darin sehen, diese Überschüsse in kaum rentable Projekte fließen zu lassen, um ihren Machtbereich auszudehnen.¹⁴⁸ Eine Eindämmung dieser Prinzipal-Agent-Problematik kann durch Anreizverträge, die eine Beteiligung am Ergebnis beinhalten, erzielt werden.¹⁴⁹

Zusammengefasst liegen in der Finanzliteratur die Analyse der Risikoeffekte und deren Einfluss auf den Unternehmenswert im Fokus der Untersuchungen der Diversifikation.

¹⁴³ Vgl. Scharfstein (1998), S. 2.

¹⁴⁴ Vgl. Markides (1995), S. 23 f.

¹⁴⁵ Zur Prinzipal-Agent-Theorie siehe Jensen/Meckling (1976), S. 315 ff.

¹⁴⁶ Vgl. Jensen/Ruback (1983), S. 29 f.

¹⁴⁷ Zur „Free cash flow-Theorie“ siehe Jensen (1986), S. 328.

¹⁴⁸ Vgl. Jensen (1986), S. 328 f.

¹⁴⁹ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 317 ff.

Diese Untersuchungen bedienen sich oftmals der Diversifikationsmaße der Industrieökonomik und betrachten die Vorteile eines internen Kapitalmarktes sowie die Risikodiversifizierung als Hauptmotiv zur Diversifikation. Aus der Finanzliteratur lassen sich sowohl Ansätze für die Erklärung eines Diversification Premiums herleiten als auch für die Begründung eines Diversification Discounts. Synergien, die zu einem Premium führen können, umfassen die Senkung der Kapitalbeschaffungskosten durch ihre Zentralisierung und eine im internen Kapitalmarkt effiziente Zuordnung und Verteilung des Kapitals über das Gesamtunternehmen.¹⁵⁰ Darüber hinaus müssen diversifizierte Unternehmen durch die Kumulation von Einzahlungsüberschüssen geringere Steuerzahlungen leisten als fokussierte und haben durch die Risikoreduzierung geringere Risikoprämien sowie niedrigere Fremdkapitalkosten und eine erhöhte Schuldenkapazität.¹⁵¹ Zu einem Discount hingegen können Informationsasymmetrien führen, die Prinzipal-Agent-Konflikte verursachen. Ebenso können Ineffizienzen bei der Allokation von Gütern und/oder Kapital, wie auch ineffiziente Kapitalmärkte, einen Diversification Discount bewirken.¹⁵²

Die Schwerpunkte der drei vorgestellten Forschungsströme sind in Abbildung 4 zusammenfassend abgebildet. Hierbei ist anzumerken, dass speziell in der Finanzliteratur und der industrieökonomischen Forschung Ansatzpunkte bzw. bereits Nachweise für einen Diversification Discount für diversifizierte Unternehmen zu finden sind. Allerdings gilt es noch, nachzuweisen, ob die Implementierung einer Differenzierungs- oder Kostenführerschaftsstrategie sowie ein strategischer Wandel als Einflussfaktor auf einen Discount wirken.

¹⁵⁰ Vgl. Hutschenreuter/Sonntag (1998), S. 15; Cordes (1992), S. 41.

¹⁵¹ Vgl. Myers/Majluf (1984); Lewellen (1971), S. 533 ff.

¹⁵² Vgl. Marris (1964); Rajan/Servaes/Zingales (2000); Porter (1985).

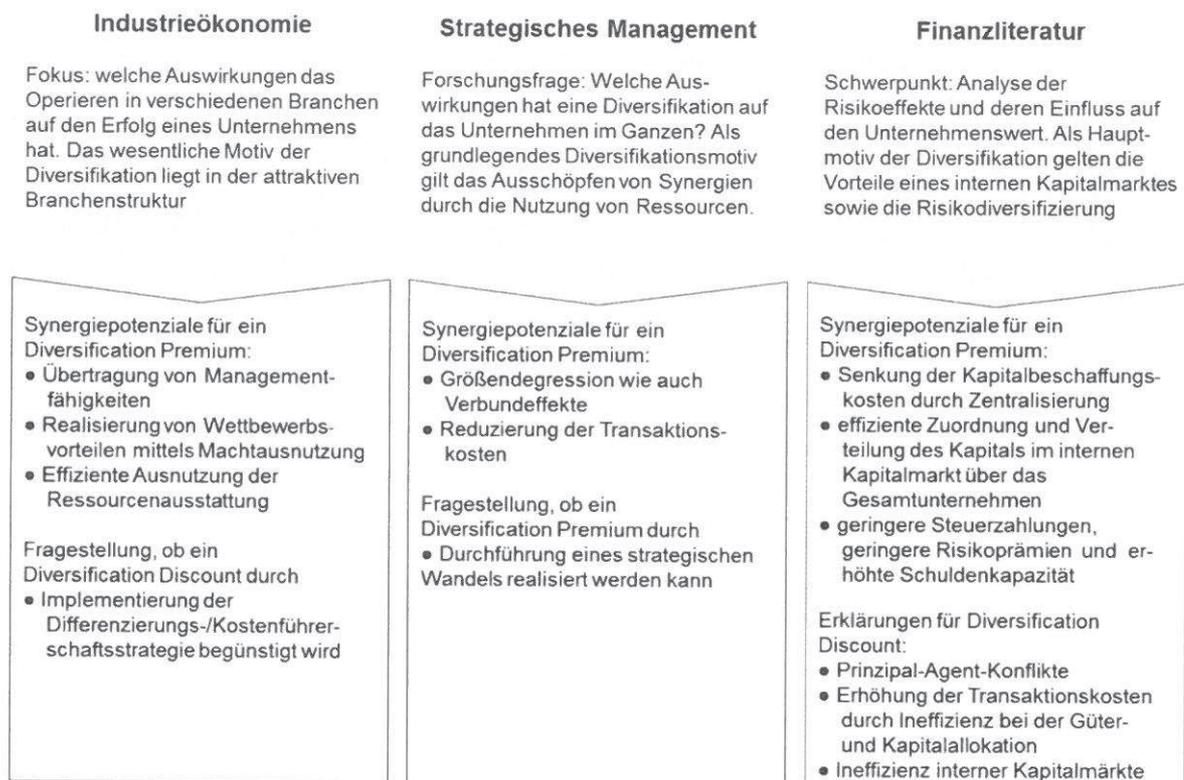


Abbildung 4: Überblick über Forschungsströme mit Ansätzen zur Erklärung eines Diversification Premiums bzw. Discounts¹⁵³

Nachdem zunächst ein Überblick über die allgemeine Forschung zum strategischen Management und zur Diversifikation im Speziellen gegeben wurde, wird in Kapitel 2.3 der Forschungsstand zum Thema Diversification Discount dargestellt, um im Anschluss die Definition der Forschungslücke vornehmen zu können.

2.3 Bisherige empirische Befunde zum Diversification Discount

Es existieren verschiedene Studien, die sich mit einem Bewertungsunterschied zwischen diversifizierten und fokussierten Unternehmen beschäftigen. Deren Untersuchungen bein-

¹⁵³ Eigene Darstellung.

halten unterschiedliche Größen von Untersuchungseinheiten und beantworten differierende Forschungsfragen. Die meisten dieser Studien stammen aus den USA, während nur sehr wenige den deutschen Kapitalmarkt analysieren. Im Folgenden wird deshalb der Stand der Forschung sowohl in den USA (für US-amerikanische Unternehmen) als auch für den deutschen Markt (für deutsche Unternehmen) aufgezeigt. Es ist anzumerken, dass einige Studien nicht nur den Fokus auf eines der beiden Länder gelegt, sondern weltweit Ergebnisse für mehrere Länder gleichzeitig erhoben haben.

2.3.1 Studien mit Untersuchungsschwerpunkt in den USA

Ein Überblick über die ersten vier Studien im amerikanischen Raum, die sich mit der Diversifikation und deren Einfluss auf den Marktwert von Unternehmen befassen, ist in Abbildung 5 gegeben.

Die erste bedeutende Studie wurde von Montgomery und Wernerfelt¹⁵⁴ durchgeführt. Diese Studie umfasst als Untersuchungszeitraum lediglich das Jahr 1976, analysiert 167 Unternehmen und kann mittels Tobin's q keinen Discount nachweisen. Dennoch stellt sie ein negatives Verhältnis von Diversifikation und Marktwert heraus. Als ursächlich dafür benennen Montgomery und Wernerfelt die folgenden wesentlichen Ergebnisse:

Eine Diversifikation ist die Folge aus einer Überkapazität an Faktoren, die die Ricardo-Renten¹⁵⁵ erhöhen und zum Marktversagen führen. Des Weiteren begründen sie den negativen Zusammenhang zwischen Marktwert und Diversifikation mit der Annahme der Unternehmen, dass es leichter ist, Renten aus einer Diversifikation zu gewinnen. Dies ließe sich in der Realität jedoch nicht umsetzen. Ferner erklären sie den negativen Zusammenhang mit der in Kapitel 2.2.2 angesprochenen „Free cash flow-Theorie“. Da-

¹⁵⁴ Vgl. Montgomery/Wernerfelt (1988).

¹⁵⁵ Zum Überblick über die Ricardo-Renten siehe Ricardo (2006); Ricardo (1817).

nach verwenden Unternehmen überschüssiges Cash für Diversifikationen, obgleich dies nicht im Interesse der Anleger ist. Überdies erörtern sie, inwiefern die Prinzipal-Agent-Theorie, wonach Unternehmen diversifizieren, um Moral-Hazard-Probleme¹⁵⁶ zu vermeiden, eine negative Auswirkung auf den Zusammenhang zwischen Marktwert und Diversifikation haben. Kritisch anzumerken ist die vereinfachte Annahme einer unentgeltlichen Verwendung von Überschusskapazitäten, die Verwendung von Durchschnittsrenten anstelle des Gesamtgewinns sowie die mangelnde Berücksichtigung kleinerer Unternehmen.¹⁵⁷ Auch wenn diese Studie keinen Diversification Discount nachweist, was auch nicht das Hauptmotiv der Arbeit ist, so erbringt sie dennoch erste Belege über einen negativen Zusammenhang zwischen Diversifikation und Marktwert. Sie stellt folglich den Ansatzpunkt für anschließende Arbeiten dar.

Als anknüpfende Arbeit untersucht Matsusaka¹⁵⁸ zunächst die Kapitalmarktreaktionen auf Akquisitionsankündigungen. Er analysiert 429 Übernahmemeldungen in den Jahren 1968, 1971 und 1974 mit den folgenden Ergebnissen:

Die Anteilseigner profitieren während und nach der Akquisitionswelle zwischen den 1960er und 1980er Jahren von Unternehmenszukaufen. Das ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass Managementsynergien geschaffen werden konnten und mit der Akquisition die Internationalisierung vorangetrieben wurde. Zudem geht Matsusaka davon aus, dass die diversifizierten Unternehmen von einem First-Mover-Vorteil¹⁵⁹ profitieren

¹⁵⁶ Unter einem Moral-Hazard-Problem versteht man das Zusammentreffen unterschiedlicher Interessen in Kombination mit versteckten Informationen und/oder versteckten Handlungen seitens der Vertragspartner. Der schlechter informierte Partner kann das Verhalten des besser informierten Partners nur begrenzt antizipieren. Der besser informierte Vertragspartner kann das Verhalten des schlechter Informierten dadurch zu seinen Gunsten beeinflussen. Für weitere Ausführungen siehe Dembe/Boden (2000).

¹⁵⁷ Vgl. Wernerfelt/Montgomery (1988), S. 628 ff.

¹⁵⁸ Vgl. Matsusaka (1993).

¹⁵⁹ Zum First-Mover-Vorteil siehe Lieberman/Montgomery (1988).

und Investoren durch mangelnde Vergleichswerte zu pessimistische Prognose getroffen haben, da die Untersuchung den Zeitraum der ersten richtig großen Akquisitionswelle umfasst.¹⁶⁰

In dieser Studie wird der Bezug zur Relevanz des Managements für den Diversifikationserfolg hergestellt. Wenn Anteilseigner durch die Ausschöpfung von Managementsynergien bei der Diversifikation profitieren können, so besteht im Umkehrschluss die Gefahr der Verringerung des Diversifikationserfolgs, wenn Synergien im Bereich des Managements nicht gehoben werden können bzw. Ineffizienzen vorliegen. Demgemäß ist das Management als Einflussfaktor für den Diversifikationserfolg und weiterführend für die Erforschung der Einflussfaktoren auf einen Diversification Discount relevant.

	Wernerfelt/Montgomery 1988	Matsusaka 1993	Lang/Stulz 1994	Comment/Jarrell 1995
Untersuchungs- zeitraum & -einheit	1976 167 Unternehmen	1968, 1971, 1974 429 Akquisitionen	1978 bis 1988 1158 bis 1468 Unternehmen	1978 bis 1989 557 bis 2085 Unternehmen
Methodik	Tobin's q	-	Tobin's q	Herfindahl-Index
Discount/Premium	nicht nachgewiesen	kein Fokus der Studie	-27 % bis -54 %	kein Fokus der Studie
Diversifikation als Ursache für Discount	ja	-	nein	nein
Abstreiten der Kausalität & Verneinung der Existenz des Discounts	nein	-	nein	nein
Verneinung der Existenz des Discounts	nein	-	nein	nein
Wesentliche Aspekte der Studie	<ul style="list-style-type: none"> • Untersuchung auf Vergleichswertbasis (ohne Ergebnis) • keine Gründe für Diversification Discount analysiert • negatives Verhältnis von Diversifikation & Marktwert aufgedeckt 	<ul style="list-style-type: none"> • Anteilseigner profitieren von Unternehmenszukaufen durch ausgenutzte Managementsynergien • Unternehmen profitieren in der Akquisitionswelle vom First-Mover-Advantage 	<ul style="list-style-type: none"> • eindeutiger Nachweis eines Discounts • Grund für schlechtere Performance nicht analysiert • keine Beweise, dass Premium im Durchschnitt existiert • keine Gründe für Discount analysiert 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Verschuldung wächst nicht automatisch mit der Diversifikation • Diversifizierte Unternehmen sind nicht weniger abhängig von externen Kapitalmarkttransaktionen als fokussierte • keine Gründe für Discount analysiert

Abbildung 5: Studien im US-amerikanischen Raum von 1988 bis 1995¹⁶¹

¹⁶⁰ Vgl. Matsusaka (1993), S. 359 ff.

Einige Studien waren darauf ausgelegt, über einen mehrjährigen Zeitraum den Einfluss von Diversifikation und/oder einen Discount nachzuweisen. So decken Lang und Stulz¹⁶² mittels Tobin's q erstmals einen Discount von -27 % bis -54 % zwischen 1978 und 1988 auf. Die Untersuchungsgesamtheit variiert in den Jahren zwischen 1.158 und 1.468 Unternehmen. Die Studie beinhaltet keine Ergebnisse hinsichtlich der Quellen für einen Diversification Discount und kann außerdem keinen Nachweis dafür erbringen, dass Diversifikation mit einem Zuwachs wertvoller immaterieller Vermögenswerte einhergeht.

Lang und Stulz unternehmen den Versuch, den Discount mit Brancheneffekten zu erklären, was sie letztlich jedoch nicht nachweisen können. Dennoch gewinnen sie einige wesentliche Erkenntnisse: Unternehmensgröße und Ausgaben für Forschung und Entwicklung können den Bewertungsunterschied zwischen diversifizierten und fokussierten Unternehmen verringern. Unternehmen aus ihrer Untersuchungseinheit wiesen nicht erst nach der Diversifikation, sondern schon davor eine schlechter werdende Leistung auf. Die Forschungsergebnisse sprechen dafür, dass eine Diversifikation nicht zwingend für eine schlechtere Leistung verantwortlich ist und Unternehmen durch Diversifikation primär ein Wachstumsziel verfolgen. Lang und Stulz gelingt es nicht, nachzuweisen, dass Unternehmen durchaus auch die Möglichkeit haben, von einer Diversifikation zu profitieren und ein Diversification Premium zu generieren. Dies setzen sie als weiteren Forschungsbedarf und Ausgangspunkt für weitere Studien.¹⁶³

Die Arbeit von Lang und Stulz zählt zu den bedeutendsten aus den Anfängen der Diversifikationsforschung. Der Versuch, Brancheneffekte als Einflussfaktor für den Diversification Discount nachzuweisen, schlägt zwar fehl, dennoch liefern sie erste

¹⁶¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Wernerfelt/Montgomery (1988); Matsusaka (1993); Lang/Stulz (1994); Comment/Jarrell (1995).

¹⁶² Vgl. Lang und Stulz (1994).

¹⁶³ Vgl. Lang/Stulz (1994), S. 1249 ff.

Indizien dafür, dass die Unternehmensgröße und Forschungs- und Entwicklungsausgaben in Folgestudien eingebunden werden sollten, um deren Einfluss zu überprüfen. Ferner geben sie den Anstoß, die Möglichkeit der Realisierung eines Diversification Premiums zu untersuchen.

Eine Studie, die den Fokus zwar nicht auf die Untersuchung eines möglichen Diversification Discounts oder Premiums legt, aber dennoch für die Analysen des Discounts von Bedeutung ist, stammt von Comment und Jarrell¹⁶⁴. Sie untersuchen unter dem Gesichtspunkt der Fokussierung und damit verbundener Aktienrenditen zwischen 557 und 2.085 Unternehmen im Zeitraum von 1978 bis 1989 mittels des Herfindahl-Index¹⁶⁵.

Laut den Untersuchungsergebnissen steigt die Verschuldung von Unternehmen mit einer Diversifikation nicht zwingend an und diversifizierte Unternehmen sind nicht weniger abhängig von externen Kapitalmarkttransaktionen. Überdies weisen sie nach, dass diversifizierende Unternehmen eher zum Übernahmeziel werden als fokussierte, die im Gegensatz zu den diversifizierten Unternehmen zur Nutzen- bzw. Gewinnmaximierung für Anleger führen. Auch wenn in späteren Forschungsarbeiten die Ineffizienz interner Kapitalmärkte als Einflussfaktor auf den Diversification Discount nachgewiesen wird, so geht aus der Arbeit von Comment und Jarrell dennoch hervor, dass diversifizierte Unternehmen der gleichen Abhängigkeit vom externen Kapitalmarkt unterliegen wie fokussierte, auch wenn diese keine internen Kapitalmärkte besitzen. Folglich ist bei der Untersuchung der Einflussfaktoren auf den Diversification Discount nicht nur die Effizienz

¹⁶⁴ Vgl. Comment/Jarrell (1995).

¹⁶⁵ Der Herfindahl-Index stellt eine Kennzahl zur Konzentrationsmessung dar. Zur Vertiefung des Themas siehe Hirschman (1964), S. 761.

interner Kapitalmärkte von Bedeutung. Es gilt auch, die Mechanismen der externen Kapitalmärkte mit einzubeziehen.¹⁶⁶

Nachdem sich die bis dato durchgeführten Studien der Methodik Tobin's q oder des Herfindahl-Indexes bedienen, erscheint 1995 eine erste Arbeit, die eine Excess Value-Berechnung vornimmt (siehe Abbildung 6). Berger und Ofek¹⁶⁷ weisen bei einer Untersuchungsgrundgesamtheit von 3.659 Unternehmen in den Jahren 1986 bis 1991 einen durchschnittlichen Discount für diversifizierte Unternehmen in Höhe von -13 % bis -15 % nach. Sie verwenden SIC-Codes,¹⁶⁸ um eine Zuordnung der Geschäftsbereiche bzw. Segmente vorzunehmen, und bilden Vergleichsgruppen aus fokussierten Unternehmen, um einen geschätzten Unternehmenswert mittels Multiplikatorberechnung zu kalkulieren. Im Anschluss vergleichen sie den kalkulierten mit dem tatsächlichen Unternehmenswert.

Sie finden einen Diversification Discount für Unternehmen aller Größen und weisen nach, dass die einzelnen Segmente diversifizierter, im Gegensatz zu fokussierten Unternehmen zum Überinvestment tendieren. Ferner stellen sie zur Diskussion, ob ein inadäquates Management zum negativen Bewertungsunterschied beiträgt, da Berger und Ofek die Effektivität der Konzernkontrolle und der Überwachungsmechanismen infrage stellen. So unterstellen sie weiter, dass eine effektive Kontrolle und Überwachung von Investitionen sogar zu einem Diversification Premium führen könne.¹⁶⁹

¹⁶⁶ Vgl. Comment/Jarrell (1995), S. 68 ff.

¹⁶⁷ Vgl. Berger/Ofek (1995).

¹⁶⁸ SIC-Codes (Standard Industrial Classifications-Codes) stellen eine Klassifizierung von Branchen bzw. Industriezweigen dar. Das Schema wurde in den 1930er Jahren in den USA entwickelt und ermöglicht eine einheitliche Zuordnung von Geschäftsbereichen anhand einer vierstelligen Zahl. Für einen Überblick über das gesamte Schema siehe Anhang Nr. 1.

¹⁶⁹ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 40 ff.

	Berger/Ofek 1995	Servaes 1996	Denis/Denis/Sarin 1997
Untersuchungs- zeitraum & -einheit	1986 bis 1991 3659 Unternehmen	1961 bis 1976 266 bis 518 Unternehmen	1984 bis 1986 & 1992 933 Unternehmen
Methodik	Excess Value	Tobin's q	Excess Value
Discount / Premium	-13 % bis -15 %	-10 % bis -60 %	-5 % bis -7 %
Diversifikation als Ursache für Discount	ja	-	ja
Abstreiten der Kausalität & Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein	nein
Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein	nein
Wesentliche Aspekte der Studie	<ul style="list-style-type: none"> • erstmals Nachweis über Zusammenhang zw. Diversifikation (Div.) & UNwert • Div. reduziert UNwert (abgeschwächt in ähnlichen Branchen) • Div. UN haben geringere operative Profitabilität & Geschäftsbereiche „überinvestieren“ mehr als in fok. UN • Evt. Vorteile einer Div.: Steuereinsparungen bzw. -verschiebung • Div. entsteht wg. verbesserungsfähigerem Management -> trägt Effektivität v. Konzernkontrolle & Überwachungsmechanismus zum Discount bei? • wenn (Quer-)Investitionen adäquat überwacht werden, kleine „benefits“ möglich 	<ul style="list-style-type: none"> • Ursache für Discount nicht untersucht – wie der Discount zustande kommt, bleibt ungewiss ("a puzzle") • Diversifikation ist für amerikanische Unternehmen nicht von Vorteil 	<ul style="list-style-type: none"> • Agency-Probleme sind für wertvernichtende Diversifikationsstrategien verantwortlich • Manager diversifizieren mehr, wenn sie selbst hohe Anteile am Unternehmen besitzen, um Risiko zu streuen

Abbildung 6: Studien im US-amerikanischen Raum von 1995 bis 1997¹⁷⁰

¹⁷⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Berger/Ofek (1995); Servaes (1996); Denis/Denis/Sarin (1997).

Die von Berger und Ofek angewandte Methodik der Berechnung des Excess Values wird in etlichen Studien der folgenden Jahre zur Grundlage beim Aufbau weiterer Forschungsmodelle. Außerdem heben sie, wie zuvor auch schon Matsusaka¹⁷¹, den Zusammenhang zwischen Management und Diversification Discount hervor. Demnach gilt speziell ein nicht angemessenes Management als Einflussfaktor.

Ein wesentlich höherer Diversification Discount als bei Berger und Ofek wird ein Jahr später von Servaes¹⁷² nachgewiesen. Er berechnet mittels Tobin's q im Drei-Jahres-Intervall zwischen 1961 und 1976 einen Discount zwischen -10 % bis -60 % bei einer variierenden Untersuchungsgrundgesamtheit von 266 bis 518 Unternehmen. Servaes bedient sich der Methodik von Berger und Ofek (1995), was die Zuordnung von Segmenten mittels SIC-Codes anbelangt, und legt den Fokus seiner Arbeit auf die Betrachtung des Discounts im Verlaufe der Fusionswelle in den 1960er und 1970er Jahren.

Servaes ermittelt einen mit den Jahren sinkenden Discount und findet einen Nachweis dafür, dass fokussierte Unternehmen mit einem hohen Anteil an internen Anteilseignern erst dann beginnen zu diversifizieren, wenn der Diversification Discount in späteren Jahren abnimmt. Es gelingt Servaes nicht, Einflussfaktoren für einen Discount zu ermitteln. So identifiziert er eine Analyse eben dieser als Ziel für weitere Forschungsarbeiten.¹⁷³

Die Studie von Servaes untermauert die Existenz eines Diversification Discounts und dessen unterschiedliche Ausprägungen. Das Ergebnis, dass eine höhere Anzahl an internen Anteilseignern (in der Regel das Management) zu einer späteren Diversifikation

¹⁷¹ Vgl. Matsusaka (1993).

¹⁷² Vgl. Servaes (1996).

¹⁷³ Vgl. Servaes (1995), S. 1204 ff.

führt, zieht den Schluss nach sich, dass das Management durch seine strategischen Entscheidungen Einfluss auf den Diversification Discount nimmt.

Im Jahr 1997 gelingt Denis, Denis und Sarin mittels einer Excess Value-Berechnung unter Einbezug von 933 Unternehmen für die Jahre 1984 bis 1986 und 1992 die Aufdeckung eines durchschnittlichen Discounts von -5 % bis -7 %. Sie dokumentieren die Verantwortlichkeit der Prinzipal-Agent-Probleme für wertvernichtende Diversifikationsstrategien und die Risikostreuung der Manager mit eigenem Unternehmensanteil als Grund für die Diversifikation.

Den Nachweis über den Zusammenhang von Refokussierung in finanziell schwierigen Unternehmenslagen, von Kontrollmechanismen außerhalb des Unternehmens und von Managementwechseln erbringen Denis, Denis und Sarin ebenfalls.¹⁷⁴

Die Resultate stützen die Forschungsergebnisse von Montgomery und Wernerfelt¹⁷⁵ und führen ebenso wie die Erkenntnisse von Berger und Ofek¹⁷⁶ zu der Frage, ob mangelnde Managementfähigkeiten sowie verbesserungsfähige Konzernkontrollen und Überwachungsinstrumente zu einem gesteigerten Diversification Discount beitragen. Auch hier stehen das Management und seine strategischen Entscheidungen durch die Prinzipal-Agent-Problematik im Betrachtungszentrum.

Mit dem Fokus auf die Untersuchung interner Kapitalmärkte stellen Hubbard und Palia,¹⁷⁷ wie in Abbildung 7 aufgezeichnet, fest, dass überproportional positive Erträge von Unternehmen erwirtschaftet werden können, wenn sie aufgrund ihres internen Kapitalmarkts über einen Informationsvorsprung gegenüber dem externen Kapitalmarkt

¹⁷⁴ Vgl. Denis/Denis/Sarin (1997), S. 136 ff.

¹⁷⁵ Vgl. Montgomery/Wernerfelt (1988).

¹⁷⁶ Vgl. Berger/Ofek (1995).

¹⁷⁷ Vgl. Hubbard/Palia (1999).

verfügen. Zu diesem Ergebnis kommen sie mittels der Tobin's q-Methodik für 392 Unternehmen in den Jahren 1961 bis 1970. Die Berechnung eines Discounts ist nicht das Ziel der Studie. Hubbard und Palia erbringen in ihrer Untersuchung dennoch den Nachweis der Vorteilhaftigkeit effizienter interner Kapitalmärkte für diversifizierte Unternehmen gegenüber fokussierten Unternehmen.¹⁷⁸ Spätere Forschungsarbeiten bestätigen diese Annahme und erbringen entsprechende empirische Nachweise.

	Hubbard/Palia 1999	Klein 2001	Mansi/Reeb 2002	Campa/Keida 2002	Graham/Lemmon/ Wolf 2002
Untersuchungs- zeitraum & -einheit	1961 bis 1970 392 Unternehmen bzw. Akquisitionen	1966 bis 1974 36 Konglomerate	1988 bis 1999 2856 Unternehmen	1978 bis 1996 8815 Unternehmen	1978 bis 1995 356 Akquisitionen
Methodik	Tobin's q	Tobin's q	Excess Value	Excess Value	Excess Value
Discount/ Premium	Discount & Premium	-10 % bis +40 %	nicht nachgewiesen	nicht nachgewiesen	0 % bis -15 %
Diversifikation als Ursache für Discount	nicht untersucht	ja, allerdings auch Premium möglich	nein	nein	ja, aber eingeschränkt durch andere Argumentation
Abstreiten der Kausalität & Verneinung der Existenz des Discounts	nicht untersucht	nein	nein	ja	nein
Verneinung der Existenz des Discounts	nicht untersucht	nein	nein	nein	nein
Wesentliche Aspekte der Studie	<ul style="list-style-type: none"> • Fokus: interne Kapitalmärkte • Informationsvorteil bzgl. des internen Kapitalmarktes sorgt für positive abnorme Returns 	<ul style="list-style-type: none"> • Vorschlag zu qualitativen Untersuchungen um Gründe für Ergebnisse zu ermitteln • Vorschlag: Performance/Discount/Premium sollte anhand individueller Untersuchungen der Unternehmen ermittelt werden 	<ul style="list-style-type: none"> • Zusammenhang zw. Diversifikation und Excess Value nahezu Null • Verwendung von book value of debt = Bias • Verluste von Aktionären im Zuge der Diversifikation ist auf risikoreduzierende Effekte zurückzuführen 	<ul style="list-style-type: none"> • UN diversifizieren als Antwort auf veränderte Umweltbedingungen & dies beeinflusst automatisch UN-wert – wenn dies zutrifft, wäre kein kausaler Zusammenhang zw. Div. & Unternehmenswert gegeben • Div. ist wertsteigernd für UN • kein Discount nachweisbar – Div. führt zu Premium 	<ul style="list-style-type: none"> • akquirierte UN/ Segmente werden schon vorher mit Discount beziffert – daher auch Wertvernichtung bei Einbindung in Konzern • Discount müsste, wenn keine neuen Segmente dazukommen, über die Jahre geringer werden

Abbildung 7: Studien im US-amerikanischen Raum von 1999 bis 2002¹⁷⁹

¹⁷⁸ Vgl. Hubbard/Palia (1999), S. 1133 ff.

¹⁷⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Hubbard/Palia (1999); Klein (2001); Mansi/Reeb (2002); Campa/Kedia (2002); Graham/Lemmon/Wolf (2002).

Als Beispiel ist die Arbeit von Klein¹⁸⁰ zu nennen, der 36 Konglomerate in den Jahren 1966 bis 1974 betrachtet und sowohl einen Discount von bis zu -10 % als auch ein Premium von bis zu +40 % dokumentiert. Er gründet seine Untersuchung auf Hubbard und Palia (1999), rechnet mit Tobin's q und findet einen durchschnittlichen Discount von -7 %.

Die Entwicklung interner Kapitalmärkte führte dazu, dass Unternehmen teilweise mit einem Premium belegt wurden. Dies kehrte sich allerdings wieder um. Wo der Kapitalmarkt zunächst die Existenz eines internen Kapitalmarktes schätzte, führte die Ineffizienz dieser Märkte schließlich wieder zu einem Discount. Interne Kapitalmärkte verloren somit weiter an Bedeutung. Daraus schlussfolgernd schlägt Klein vor, Unternehmen nicht nur empirisch, sondern auch qualitativ zu untersuchen, um die tatsächliche Relevanz interner Kapitalmärkte zu erforschen.¹⁸¹

Die Untersuchungsergebnisse zeigen, dass ineffiziente interne Kapitalmärkte als Einflussfaktor für den Diversification Discount zu berücksichtigen sind. Dennoch ist eine weitergehende Untersuchung der tatsächlichen Relevanz interner Kapitalmärkte notwendig.

Drei weitere Studien, die sich dem Diversification Discount bzw. der wertvernichtenden Diversifikation widmen und 2002 erschienen, wenden eine Excess Value-Berechnung an. Es zeigen jedoch nicht alle einen Discount auf. Mansi und Reeb können bei der Betrachtung von 2.856 Unternehmen im Zeitraum zwischen 1988 und 1999 weder einen Discount noch ein Premium ausweisen. Schlussfolgernd verneinen sie den Zusammenhang zwischen Diversifikation und Excess Value. Sie rechnen mit der

¹⁸⁰ Vgl. Klein (2001).

¹⁸¹ Vgl. Klein (2001), S. 745 ff.

Methodik von Berger und Ofek¹⁸² und finden heraus, dass eine höhere Ausprägung des Diversification Discounts bei Unternehmen vorliegt, die einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen. Als Fehler in der Berechnung von Berger und Ofek identifizieren sie die Verwendung des Buchwerts der Schulden. Überdies stellen sie heraus, dass die Verluste der Anteilseigner bei einer Diversifizierung durch Effekte der Risikoreduzierung zustande kommen statt durch einen pauschalen Discount.¹⁸³

Die Studie von Mansi und Reeb, acht Jahre nach dem ersten Nachweis eines Diversification Discounts durch Lang und Stulz, zweifelt an der Existenz eines Bewertungsunterschieds durch den Kapitalmarkt. Sie begründen ihr Ergebnis mit der Berechnung des Excess Values anhand fehlerhafter Parameter.¹⁸⁴ Hier wird die Bedeutung der sorgfältigen Prüfung der Berechnungsgrundlage deutlich.

Auch Campa und Kedia weisen im Zeitraum von 1978 bis 1996 mit 8.815 in die Untersuchung einbezogenen Unternehmen keinen Diversification Discount nach, unterstellen aber ein Premium für diversifizierte Unternehmen. Sie gehen davon aus, dass Unternehmen als Reaktion auf gewandelte Umweltbedingungen diversifizieren, was zwangsläufig zu einer Veränderung des Unternehmenswerts führt. Sie zweifeln jedoch an der Kausalität zwischen Diversifikation und Unternehmenswert und regen daher an, die Wechselbeziehung zwischen Unternehmenswert und Unternehmensstrategie in nachfolgenden Forschungsarbeiten zu durchleuchten.¹⁸⁵

Dies ist als Ansatzpunkt zu sehen, um die Auswirkungen strategischer Entscheidungen und von Strategieveränderungen empirisch zu analysieren. Hierbei ist das Management

¹⁸² Vgl. Berger/Ofek (1995).

¹⁸³ Vgl. Mansi/Reeb (2002), S. 2167 ff.

¹⁸⁴ Vgl. Mansi/Reeb (2002), S. 2176 ff.

¹⁸⁵ Vgl. Campa/Kedia (2002), S. 1731 ff.

mit der Entscheidungsfindung betraut und somit in der Verantwortung hinsichtlich Strategieänderungen bzw. -wechseln und deren eventuellen Einflüssen auf einen Diversification Discount oder ein Premium.

Im Gegensatz zu den Arbeiten von Mansi und Reeb sowie Campa und Kedia zeigen Graham, Lemmon und Wolf einen Discount von 0 % bis -15 % in den Jahren 1978 bis 1995 bei 356 Akquisitionen. Sie legen den Fokus auf die Analyse, inwiefern der Prozess der Diversifikation Unternehmenswerte zerstört. Dabei stellen sie fest, dass akquirierte Unternehmenssegmente schon vor der Integration in das Unternehmen mit einem Discount belegt werden und daher bei der Konzerneinbindung Unternehmenswert vernichtet wird. Des Weiteren schließen sie aus dieser Erkenntnis, dass sich der Discount nach der Integration des neuen Segments über die nachfolgenden Jahre verringern müsste. Ferner werden Unternehmen, die nicht akquirieren und dennoch mittels Erhöhung der Segmentanzahl diversifizieren, nicht mit einem Discount belegt.¹⁸⁶

Graham, Lemmon und Wolf weisen darauf hin, dass die Berechnung des Excess Values anhand von Benchmarks fokussierter Unternehmen, die den einzelnen Segmenten eines diversifizierenden Unternehmens gegenübergestellt werden, zu hinterfragen sei. Sie regen daher an, bei der Berechnung akquirierte Unternehmenssegmente mit denjenigen fokussierten Unternehmen zu vergleichen, die ebenfalls durch Akquisition oder Fusion nicht mehr als eigenständige Unternehmen an der Börse gelistet werden. Schlussendlich stellen sie die Anzahl der Segmente als Definition von Diversifikation infrage. Sie stellen zur Diskussion, ob Segmentberichterstattungen auf Motiven des strategischen

¹⁸⁶ Vgl. Graham/Lemmon/Wolf (2002), S. 695 ff.

Managements gründen. Dies kann die Berichterstattung sowohl positiv als auch negativ beeinflussen und zu einer verfälschten Darstellung der Unternehmenswerte führen.¹⁸⁷

Außerdem zeigen Graham, Lemmon und Wolf in ihrer Arbeit, dass die Wertvernichtung durch eine Diversifikation nicht auf den Prozess als solchen zurückzuführen ist, sondern auf die Akquisition diskontierter Segmente bzw. Unternehmen. Sie gehen davon aus, dass der Discount nach der Integration des neuen Geschäftsbereiches in den Konzern in den nachfolgenden Jahren kontinuierlich abnimmt. Zudem zweifeln die Autoren an der Methodik der Excess Value-Berechnung mittels eines Stand-alone-Benchmarks, was sie für weitere Forschungsarbeiten als zu veränderndes Konstrukt im Modell zu berücksichtigen empfehlen.¹⁸⁸

Im Jahr 2003 durchleuchten Billett und Mauer¹⁸⁹ in der Zeit von 1990 bis 1998 eine Anzahl von 921 diversifizierten Unternehmen mittels der Excess Value-Berechnung und können einen Diversification Discount von -6 % bis -11 % aufzeigen. Der Schwerpunkt ihrer Arbeit liegt, wie in Abbildung 8 dargestellt, auf der Betrachtung des Zusammenhangs zwischen dem Excess Value und dem internen Kapitalmarkt der diversifizierten Unternehmen.

Sie wenden die Rechenmethodik von Berger und Ofek¹⁹⁰ an und führen den Diversification Discount auf die Ineffizienz interner Kapitalmärkte zurück. Ferner stellen sie heraus, dass der negative Zusammenhang zwischen dem Excess Value und ineffizienten Segmenten durch verschiedenartige Investitionsmöglichkeiten bestimmt wird.¹⁹¹ Billett und Mauer bestätigen mit ihrer Studie die Ineffizienz der internen

¹⁸⁷ Vgl. Graham/Lemmon/Wolf (2002), S. 695 ff.

¹⁸⁸ Vgl. Graham/Lemmon/Wolf (2002), S. 700 ff.

¹⁸⁹ Vgl. Billett und Mauer (2003).

¹⁹⁰ Vgl. Berger/Ofek (1995).

¹⁹¹ Vgl. Billett/Mauer (2003), S. 1167 ff.

Kapitalmärkte als Einflussfaktor auf den Diversification Discount und unterstützen somit die Argumentation und Ergebnisse von Klein.¹⁹²

	Billet/Mauer 2003	Best/Hodges/Lin 2004	Villalonga 2004
Untersuchungs- zeitraum & -einheit	1990 bis 1998	1987 bis 1998 ca. 10.000 Unternehmen	1989 bis 1996 1.200-2.000 Unternehmen (variiert in den Jahren)
Methodik	Excess Value	Excess Value	Excess Value & Tobin's q
Discount / Premium	-6 % bis -11 %	-12 %	kein Discount (Premium für lateral div. Unternehmen)
Diversifikation als Ursache für Discount	ja	ja	nein
Abstreiten der Kausalität & Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein	nein
Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein	nein
Wesentliche Aspekte der Studie	<ul style="list-style-type: none"> • Identifikation interner Kapitalmärkte als Grund für Discount 	<ul style="list-style-type: none"> • Excess Value ist signifikant in Beziehung zu Informationsasymmetrien (IA) zu sehen, aber IA können Discount nicht erklären 	<ul style="list-style-type: none"> • Nachweis eines Premiums, aber kein Nachweis für Discount • Probleme bei der akkuraten Berechnung des Discounts • Definition der Segmente sowohl innerhalb eines Unternehmens als auch zwischen Unternehmen inkonsistent • Unternehmen wechseln ihre Segmente in ihren Reporten, auch ohne dass sie wirkliche Änderungen in ihren Operationen vornehmen – Verzerrungen der Ergebnisse sind so schwer zu vermeiden

Abbildung 8: Studien im US-amerikanischen Raum von 2003 bis 2004¹⁹³

¹⁹² Vgl. Klein (2001).

¹⁹³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Billet/Mauer (2003); Best/Hodges/Lin (2004); Villalonga (2004).

Einen anderen Fokus haben Best, Hodges und Lin, die in ihrer Arbeit den Nachweis erbringen, dass hohe Informationsasymmetrien signifikant den Unternehmenswert senken. Dennoch kommen sie mit ihrer Excess Value-Untersuchung von rund 3.000 Unternehmen im Zeitraum zwischen 1987 und 1998 zu dem Schluss, dass der durchschnittlich errechnete Diversification Discount von -12 % nicht durch Informationsasymmetrien erklärt werden kann.¹⁹⁴

Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zu der Erkenntnis von Denis, Denis und Sarin,¹⁹⁵ dass Prinzipal-Agent-Konflikte für die Wertvernichtung verantwortlich sind. Ob nun die Konflikte aus der Prinzipal-Agent-Thematik, ausgelöst durch Informationsasymmetrien, tatsächlich als Einflussfaktor auf die Wertvernichtung und den Diversification Discount zu verstehen sind, bedarf demnach einer weiteren Erforschung.

Im gleichen Jahr widmet sich auch Villalonga der Untersuchung eines Discounts oder Premiums für diversifizierte Unternehmen mit einer Untersuchungseinheit von 1.200 bis 2.000 Unternehmen über die Jahre 1989 bis 1996. Sie berechnet als Erste einen möglichen Discount sowohl mit der Excess Value-Methode als auch mit Tobin's q und weist schließlich ein Premium für diversifizierte Unternehmen nach. Sie erfasst die zur Verfügung stehenden Segmentdaten als Ursache für einen möglichen Discount, da die Segmentanzahl und die zugeordneten Werte stark variieren bzw. häufig zu gering ausfallen und eine einwandfreie Excess Value-Berechnung so erheblich beeinträchtigt wird. Außerdem identifiziert Villalonga eine potenzielle Fehlerquelle bei der Segmentzuordnung: Die Segmentdaten werden von den diversifizierten Unternehmen berichtet, der jeweilige SIC-Code allerdings von den Datenbanken zugeordnet. Des

¹⁹⁴ Vgl. Best/Hodges/Lin (2004), S. 235 ff.

¹⁹⁵ Vgl. Denis/Denis/Sarin (1997).

Weiteren berichten die Unternehmen teilweise geänderte Segmentdaten, ohne dass eine wirkliche Veränderung der Tätigkeitsfelder vorliegt.¹⁹⁶

Ebenso wie Mansi und Reeb¹⁹⁷ identifiziert Villalonga eine fehlerhafte Datenbasis als Grund für Verzerrungen der empirischen Ergebnisse. Hiermit ist ein weiteres Mal der Anstoß zur Überprüfung und Sicherstellung der korrekten Datenbasis gegeben. Es sollten speziell die Angaben zu den einzelnen Geschäftsbereichen aus Datenbanken mit den Segmentberichterstattungen in den Jahresabschlüssen der jeweiligen Unternehmen abgeglichen werden.

In Abbildung 9 sind die zuletzt erschienenen Studien zur Erforschung des Diversification Discounts im amerikanischen Raum aufgezeigt. Ahn, Denis und Denis¹⁹⁸ berechnen ebenfalls den Tobin's q und den Excess Value für rund 1.100 Unternehmen über die Jahre 1982 bis 1997. Dabei ergibt sich ein durchschnittlicher Discount von -4 % bis -19 %.

Sie kommen zu dem Ergebnis, dass diversifizierte Unternehmen dazu tendieren, in Geschäftssegmente mit einem geringeren Unternehmenswert zu investieren.¹⁹⁹ Dieses Ergebnis stützt die Aussage von Graham, Lemmon und Wolf,²⁰⁰ wonach Unternehmen solche Segmente bzw. neue Geschäftsbereiche akquirieren, die bereits vor der Einbindung in den Konzern einen geringen Unternehmenswert bzw. einen Diversification Discount aufweisen.

¹⁹⁶ Vgl. Villalonga (2004), S. 479 ff.

¹⁹⁷ Vgl. Mansi/Reeb (2002).

¹⁹⁸ Vgl. Ahn/Denis/Denis (2006).

¹⁹⁹ Vgl. Ahn/Denis/Denis, S. 317 ff.

²⁰⁰ Vgl. Graham/Lemmon/Wolf (2002).

	Ahn, Denis, Denis 2006	Ravichandran, Liu, Han, Hasan 2009	Mitton/ Vorkink 2010
Untersuchungs- zeitraum und -einheit	1982 bis 1997 1.100 Unternehmen	1991 bis 1996 134 Unternehmen	1977 bis 2003 2.700 Unternehmen
Methodik	Tobin's q & Excess Value	Tobin's q	Excess Value
Discount/Premium	-4 % bis -19 %	kein Fokus der Studie	-6 % bis -37 %, +26 % bis +41 %
Diversifikation als Ursache für Discount	ja	nein	ja
Abstreiten der Kausalität und Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein	nein
Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein	nein
Wesentliche Aspekte der Studie	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmen investieren eher in Geschäftsbereiche mit geringerem Unternehmenswert 	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Ausgaben für Informationstechnologie in verwandte Segmente führt zu positiven Auswirkungen • Informationstechnologie erhöht effiziente Kontrolle und Koordination in Unternehmen 	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmen mit Discount haben höhere Expectations Rates

Abbildung 9: Studien im US-amerikanischen Raum von 2006 bis 2010²⁰¹

Eine andere Erklärung für einen geminderten Unternehmenswert und Diversification Discounts finden Ravichandran et al. Nach ihrer Argumentation ermöglicht erst eine angemessen ausgebaute Struktur der Informationstechnologie in Unternehmen eine effiziente Kontrolle und Koordination. Dazu untersuchen sie in 134 diversifizierten Unternehmen zwischen 1991 und 1996 die Ausgaben für den Erhalt und insbesondere den Ausbau ihrer Informationstechnologie mittels Tobin's q. Sie weisen nach, dass erhöhte Ausgaben für Informationstechnologie bei Unternehmen mit verwandten Segmenten hinsichtlich der Produkte und/oder Segmente mit geografisch geringer

²⁰¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Ahn/Denis/Denis (2006); Ravichandran et al. (2009); Mitton/Vorkink (2010).

Distanz zu positiven Effekten führen. Dagegen können bei gesteigerten Ausgaben für Informationstechnologie in unverwandte Segmente oder durch eine geografisch höhere Distanz charakterisierte Segmente keine positiven Auswirkungen nachgewiesen werden.²⁰²

Hieraus erwächst die Aussage, dass eine gut ausgestaltete Informationstechnologie dann zu effizienteren Kontrollen und erhöhter Koordination im Unternehmen führt, wenn sie sich über verwandte Geschäftsbereiche erstreckt. Im Umkehrschluss dürften die unverwandten Segmente von einer gut ausgebauten Informationstechnologie wenig profitieren. Die Koordination und Kontrollen sind demgemäß nicht durch erhöhte Ausgaben für Informationstechnologie beeinflussbar und daher als Einflussfaktor auf den Diversification Discount nicht von Bedeutung.

2010 folgt die Arbeit von Mitton und Vorkink.²⁰³ Sie legen ihre Untersuchung für den Zeitraum von 1977 bis 2003 an und nehmen rund 2.700 Unternehmen in ihre Untersuchungseinheit auf. Durch eine Excess Value-Berechnung gelingt ihnen der Nachweis eines Discounts zwischen -6 % und -37 % sowie eines Premium von +26 % bis +41 %.

Sie kommen zu dem Ergebnis, dass Unternehmen, die mit einem Diversification Discount belegt sind, höhere Erträge aufweisen als fokussierte Unternehmen oder als diversifizierte Unternehmen, die ein Premium aufweisen. Zustande kommt dieses Ergebnis laut Mitton und Vorkink durch das Potenzial einer negativen bzw. positiven Preisentwicklung.²⁰⁴ Neben den Arbeiten von Hubbard und Palia,²⁰⁵ Klein²⁰⁶ und Villalonga²⁰⁷ weisen sie

²⁰² Vgl. Ravichandran/Liu/Han/Hasan (2009), S. 205 ff.

²⁰³ Vgl. Mitton/Vorkink (2010).

²⁰⁴ Vgl. Mitton/Vorkink (2010), S. 1367 ff.

²⁰⁵ Vgl. Hubbard/Palia (1999).

²⁰⁶ Vgl. Klein (2001).

ebenfalls ein Diversification Premium nach. Hier zeigt sich ein weiteres Mal die Uneinigkeit über die Annahme, diversifizierte Unternehmen würden durchschnittlich mit einem Discount belegt.

Alle zuvor angeführten Studien geben nach wie vor ein sehr ungleiches Meinungsbild über die Existenz eines Diversification Discounts oder Premiums ab – ebenso, welche Faktoren einen Discount oder ein Premium beeinflussen können. Die meisten Forschungsarbeiten beziehen entweder die Methodik der Excess Value-Berechnung oder aber Tobin's q in ihre Untersuchung mit ein.

Eine Vergleichbarkeit der Studien ist aufgrund der unterschiedlich langen Betrachtungszeiträume, Größen der Untersuchungseinheiten sowie der in die Berechnungen einbezogenen Variablen nicht möglich. Daher unterliegen die ermittelten Diversification Discounts bzw. Premiums teilweise großen Spannbreiten und Schwankungen über die Untersuchungsjahre.

Mit der Arbeit von Berger und Ofek²⁰⁸ gelingt zum ersten Mal die Analyse von Einflussfaktoren auf den Diversification Discount. Hier werden Überinvestitionen in bestimmte Geschäftsbereiche und ein nicht adäquates Management als Einflussfaktoren identifiziert. Im weiteren Verlauf der Forschung kommen als nachgewiesene Einflussfaktoren Prinzipal-Agent-Konflikte, strategische Entscheidungen des Managements, fehlerhafte Berechnungsgrundlagen des Discounts sowie inkonsistente Datenbasen und ineffiziente interne Kapitalmärkte hinzu.

²⁰⁷ Vgl. Villalonga (2004).

²⁰⁸ Vgl. Berger/Ofek (1995).

2.3.2 Studien außerhalb der USA

Studien außerhalb der USA, unter anderem in Deutschland, beginnen erst im Jahr 1999 mit der Arbeit von Lins und Servaes.²⁰⁹ Sie analysieren die Länder Japan, Deutschland und England in den Jahren 1992 und 1994. Wie Abbildung 10 aufzeigt, wählen sie neben japanischen und englischen Unternehmen auch eine Untersuchungseinheit von 174 bzw. 227 deutschen Unternehmen.

Dabei erbringen sie den Nachweis eines Discounts für japanische und englische Unternehmen mittels einer Excess Value-Berechnung. Für deutsche Unternehmen ist ein Discount hingegen nicht nachweisbar, was sie auf die kleine Untersuchungseinheit zurückführen. Die Erforschung der Auswirkungen unterschiedlicher Corporate-Governance-Strukturen auf die Höhe des Discounts stellen das Zentrum der weiteren Forschungsfragen der Studie dar. Diese führen zu dem Ergebnis, dass der Discount durch die Eigentumsverhältnisse beeinflusst wird. Bei deutschen Unternehmen ist dann ein erhöhter Unternehmenswert festzustellen, wenn die Anteilseigner eine konzentrierte Besitzerstruktur haben. Eine Begründung für dieses Ergebnis geben Lins und Servaes jedoch nicht. Des Weiteren stellen sie eine Erhöhung des Unternehmenswerts bei kleinen deutschen Unternehmen im Zusammenhang mit der Ausübung der Unternehmenskontrolle durch Angestellte bzw. Manager des Unternehmens statt durch Externe fest.²¹⁰ Lins und Servaes können zwar keinen Discount für deutsche diversifizierte Unternehmen aufzeigen, dennoch beschreiben sie Corporate-Governance-Strukturen und Eigentumsverhältnisse als Faktoren, die den Diversification Discount beeinflussen können.

Eine weitere Studie, der es ebenfalls nicht gelingt, mit der Excess Value-Methodik einen Discount für deutsche diversifizierte Unternehmen nachzuweisen, stammt von Fauver,

²⁰⁹ Vgl. Lins/Servaes (1999).

²¹⁰ Vgl. Lins/Servaes (1999), S. 2215 ff.

Houston und Naranjo. Sie führen eine große Studie über 35 Länder im Zeitraum von 1991 bis 1995 mit insgesamt über 8.000 Unternehmen durch. Sie weisen einen unterschiedlich hohen Discount für die meisten Länder nach, jedoch nicht für die in die Untersuchung einbezogenen 260 deutschen Unternehmen.²¹¹

	Lins/Servaes 1999	Fauver/Houston/Naranjo 1999
Untersuchungszeitraum und -einheit	1992 und 1994 174 bzw. 227 deutsche Unternehmen	1991 bis 1995 8.000 Unternehmen in 49 Ländern
Methodik	Excess Value	Excess Value
Discount/Premium	je nach Land unterschiedlich, nachgewiesen nur für UK & Japan	je nach Land unterschiedlich, für Deutschland nicht nachweisbar
Diversifikation als Ursache für Discount	ja	ja
Abstreiten der Kausalität und Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein
Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein
Wesentliche Aspekte der Studie	<ul style="list-style-type: none"> • Discount für Deutschland nicht nachweisbar • Einflussanalyse unterschiedlicher Corporate-Governance-Strukturen auf die Höhe des Discounts • signifikante Unterschiede der Ergebnisse zw. den Ländern • Unterschiede im Discount werden durch Eigentumsverhältnisse beeinflusst – zumindest in Deutschland: Der Wert von div. Unternehmen ist höher, wenn eine konzentrierte Besitzerstruktur durch Anteilseigner vorliegt – dieser Effekt gilt nicht für Japan & UK – Grund für diese Unterschiede unbekannt • Die Unternehmenskontrolle durch Insider erhöht den Wert der Diversifikation (signifikant nur bei kleinen Unternehmen) 	<ul style="list-style-type: none"> • Untersuchung, welche landesspezifischen Gegebenheiten Einfluss auf Discount haben • Nachweis, dass Zusammenhang zw. Wert div. Unternehmen und Integration eines internen Kapitalmarkts, Entwicklung und Rechtssystem • in einkommensstarken Ländern, in denen Kapitalmärkte weit entwickelt sind, wurde ein signifikanter Discount nachgewiesen • Premium wurde für Unternehmen in Ländern mit nicht weit entwickeltem Kapitalmarkt nachgewiesen • der Wert der Diversifikation für die Unternehmen ist abhängig vom Rechtssystem im jeweiligen Land

Abbildung 10: Studien außerhalb der USA (insbesondere in Deutschland) von 1999²¹²

²¹¹ Vgl. Fauver/Houston/Naranjo (1999), S. 8 ff.

²¹² Eigene Darstellung in Anlehnung an Lins/Servaes (1999); Fauver/Houston/Naranjo (1999).

Die wesentlichen Erkenntnisse aus der Untersuchung des Discounts in den unterschiedlichen Ländern ist zunächst die Existenz des Wirkungszusammenhangs zwischen dem Unternehmenswert diversifizierter Unternehmen und dem Integrationsgrad des internen Kapitalmarkts. Gleiches gilt für die Entwicklung des Rechtssystems. Ferner zeigen die Analysen, dass der Discount in Ländern mit hohem Einkommen und hoch entwickelten Kapitalmärkten signifikant höher ist und in Ländern mit nicht sehr ausgeprägten Kapitalmärkten eher ein Premium dominiert.²¹³

Fauver, Houston und Naranjo können mit ihrer Arbeit, wie einige zuvor dargestellte Studien aus dem US-amerikanischen Raum, den Einfluss interner Kapitalmärkte und der jeweiligen Rechtssysteme eines Landes auf den Diversification Discount bzw. ein Diversification Premium nachweisen. Hieraus ergibt sich die Notwendigkeit, bei der Diversification Discount-Betrachtung und der Analyse möglicher Einflussfaktoren das jeweilige Rechtssystem zu berücksichtigen.

Schwetzler und Reimund weisen in ihrer Arbeit zum ersten Mal einen durchschnittlichen Discount von -6 % für deutsche Unternehmen in den Jahren 1988 bis 2001 nach (siehe Abbildung 11). Sie arbeiten mit einem modifizierten Excess Value, dem „Enterprise-Value“, mit dem sie pro Jahr durchschnittlich 14 diversifizierte Unternehmen analysieren. Für die Berechnung des Excess Values identifizieren sie die ausgewiesenen Zahlungsmittelbestände der Unternehmen als potenziellen Faktor, der Verzerrungen hervorrufen kann.²¹⁴

²¹³ Vgl. Fauver/Houston/Naranjo (1999), S. 13 ff.

²¹⁴ Vgl. Schwetzler/Reimund (2003), S. 4 ff.

	Schwetzer/Reimund 2003	Weiner 2005	Beckmann 2006	Glaser/Müller 2006
Untersuchungs- zeitraum und -einheit	1988 bis 2001 400 Unternehmen (14 p.a.)	1991 bis 2003 227 bis 402 Unternehmen	1998 bis 2002 73 div. Unternehmen	2000 bis 2004 521 Unternehmen
Methodik	„Enterprise-Value“ (modifizierter Excess Value)	Excess Value	Excess Value	Excess Value & Tobin's q
Discount/Premium	durchschnittlich -6 %	-3 % bis -10 %	-14 % bis -29 %	-5 % bis -10 %
Diversifikation als Ursache für Discount	ja	ja	ja	ja
Abstreiten der Kausalität und Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein	nein	nein
Verneinung der Existenz des Discounts	nein	nein	nein	nein
Wesentliche Aspekte der Studie	<ul style="list-style-type: none"> • Empfehlung für Berechnung den Excess Value in Deutschland zu verwenden, statt Tobin's q • Verzerrungen der Ergebnisse bei der EV-Berechnung werden durch die ausgewiesenen Zahlungsmittelbestände hervorgerufen 	<ul style="list-style-type: none"> • die Höhe des Discounts oder Premiums ist von der Branchenzugehörigkeit abhängig • Ein höherer Diversifikationsgrad eines Unternehmens führt zu einem höheren Discount • Identifikation guter Corporate Governance in Unternehmen als positiv wirkender Faktor, der einen Discount reduziert 	<ul style="list-style-type: none"> • Ursachen für Discount: Effizienzgrad des internen Kapitalmarkts und Anzahl unverwandter Segmente 	<ul style="list-style-type: none"> • Signifikanter Abschlag für Unternehmen in versch. Wirtschaftszweigen nicht nachweisbar • Bewertungsabschlag im Wesentlichen durch Höhe des Verschuldungsgrads erfolgt

Abbildung 11: Studien außerhalb der USA (insbesondere in Deutschland) von 2003 bis 2006²¹⁵

Die kleine Untersuchungseinheit in Kombination mit den geringen Signifikanzniveaus der empirischen Untersuchung führt dazu, die Aussagefähigkeit der Ergebnisse infrage stellen zu können. Dennoch lassen sich einige Aspekte aufgreifen. Zunächst geben Schwetzer und Reimund die Empfehlung, für deutsche Unternehmen die Excess Value-Methodik anstelle von Tobin's q anzuwenden. Darüber hinaus sehen auch sie, ähnlich wie einige amerikanische Arbeiten, eine fehlerhafte Datenbasis als Grund für Verzerrungen der Untersuchungsergebnisse. Die Bedeutung der Zuverlässigkeit der Datenbasis, die Vermeidung

²¹⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an Schwetzer/Reimund (2003); Weiner (2005); Beckmann (2006); Glaser/Müller (2006).

von Inkonsistenzen sowie das Hinterfragen der angemessenen Parameter wächst somit zunehmend.²¹⁶

Ebenfalls einen geringen Discount von -3 % bis -10 % für deutsche diversifizierte Unternehmen kann Weiner²¹⁷ belegen. Er ermittelt den Excess Value für 227 bis 402 Unternehmen über die Jahre 1991 bis 2003 und stellt fest, dass die Höhe des Discounts oder des Premiums von der Branchenzugehörigkeit abhängig ist. Unternehmen der Telekommunikationsbranche sind demnach meist mit einem Premium belegt, wohingegen Unternehmen aus dem Pharmasektor einen Discount aufweisen.

Ein höherer Diversifikationsgrad eines Unternehmens führt laut Weiner zu einem höheren Discount. Überdies identifiziert er eine gute Corporate Governance in Unternehmen als positiv wirkenden Faktor, der einen Discount reduziert.²¹⁸ Weiner untermauert die Aussage von Lins und Servaes (1999), Corporate Governance stelle einen Einflussfaktor auf den Diversification Discount dar. Des Weiteren identifiziert er die Branchenzugehörigkeit und die Höhe des Diversifikationsgrads als weitere Faktoren, die den Diversification Discount beeinflussen.

Den ersten Nachweis über einen Diversification Discount größer als -10 % für deutsche Unternehmen erbringt Beckmann²¹⁹ mit seiner Excess Value-Berechnung unter Einbezug von 488 Unternehmen im Zeitraum von 1998 bis 2002. Er untersucht insgesamt 73 diversifizierte Unternehmen und dokumentiert einen Discount von -14 % bis -29 %. Als Quelle

²¹⁶ Vgl. Schwetzler/Reimund (2003), S. 20 ff.

²¹⁷ Vgl. Weiner (2005).

²¹⁸ Vgl. Weiner (2005), S. 2 ff.

²¹⁹ Vgl. Beckmann (2006).

des Diversification Discounts stellt er den Effizienzgrad des internen Kapitalmarkts sowie die Ausprägung des Diversifikationsgrads heraus.²²⁰

Mit seinen Untersuchungsergebnissen unterstützt Beckmann die von Fauver, Houston und Naranjo²²¹ erarbeitete Feststellung, dass auch bei deutschen Unternehmen die Effizienz interner Kapitalmärkte einen Einflussfaktor auf den Diversification Discount darstellt. Überdies bestätigt er, wie zuvor bereits Weiner²²², die Höhe des Diversifikationsgrads als weitere Einflussgröße auf den Discount.

Im Gegensatz zu Beckmann können Glaser und Müller keinen bedeutenden Discount für diversifizierte Unternehmen aufzeigen. Sie führen sowohl eine Excess Value-Ermittlung als auch eine Berechnung des Tobin's q für 521 Unternehmen in den Jahren 2000 bis 2004 durch. Sie weisen einen Discount von -5 % bis -10 % nach, der im Wesentlichen durch die Höhe des Verschuldungsgrads eines Unternehmens beeinflusst wird.²²³ Sie führen zum ersten Mal sowohl eine Excess Value- als auch eine Tobin's q-Berechnung für deutsche Unternehmen durch. Sie zweifeln an der Existenz eines Excess Values, da sie keinen signifikanten Bewertungsabschlag für eine Diversifikation aufdecken können. Damit stellen sie die Forschung erneut vor die Frage, ob tatsächlich ein Diversification Discount für deutsche diversifizierte Unternehmen nachweisbar ist.

Auch die weltweiten, inklusive für den deutschen Raum ausgelegten Studien sind sich uneinig darüber, ob ein Diversification Discount oder ein Premium für deutsche diversifizierte Unternehmen existiert. Über die möglichen Einflussfaktoren auf einen Discount oder ein Premium herrschen ebenfalls konträre Auffassungen. Alle angeführten Forschungsar-

²²⁰ Vgl. Beckmann (2006), S. 97 ff., 153 f.

²²¹ Vgl. Fauver/Houston/Naranjo (1999).

²²² Vgl. Weiner (2005).

²²³ Vgl. Glaser/Müller (2006), S. 11 ff.

beiten berechnen den Excess Value zum Nachweis eines Discounts oder Premiums. Nur Glaser und Müller²²⁴ ergänzen ihre Untersuchung mit der zusätzlichen Berechnung des Tobin's q.

Eine Vergleichbarkeit der Studien ist auch hier, genauso wie bei den Studien mit dem Untersuchungsschwerpunkt auf US-amerikanische Unternehmen, aufgrund der unähnlichen Betrachtungszeiträume, Untersuchungseinheiten und die in die Forschungsmodelle eingebundenen abweichenden Variablen nicht möglich. Aufgrund dessen unterliegen die ermittelten Diversification Discounts bzw. Premiums, ähnlich wie bei den Studien im amerikanischen Raum, teilweise einer starken Bandbreite und deutlichen Schwankungen über die Untersuchungszeiträume.

Die bisher veröffentlichten Studien für deutsche diversifizierte Unternehmen konnten dennoch erste Nachweise für die Einflussfaktoren auf einen Diversification Discount oder ein Premium erbringen. So identifizieren sie die Corporate-Governance-Struktur ebenso wie die Eigentumsverhältnisse, die Branchenzugehörigkeit und die Höhe des Diversifikationsgrads als Einflussfaktoren, sowohl für ein Premium als auch für einen Discount. Für einen Discount machen sie darüber hinaus fehlerhafte bzw. inkonsistente Berechnungsmethoden und Datengrundlagen sowie ineffiziente interne Kapitalmärkte verantwortlich.

2.3.3 Zusammenfassung der bisherigen Untersuchungsergebnisse

Eine Darstellung der identifizierten Einflussfaktoren aus den zuvor dargelegten Studien für ein Diversification Premium oder einen Discount gibt Abbildung 12. Es liegen übereinstimmende Forschungsergebnisse darüber vor, dass ineffiziente interne Kapitalmärkte

²²⁴ Vgl. Glaser/Müller (2006).

sowie fehlerhafte Berechnungsmethoden und inkonsistente bzw. lückenhafte Datengrundlagen zu den beeinflussenden Faktoren zählen.



Abbildung 12: Nachgewiesene Einflussfaktoren eines Diversification Premiums und eines Discounts²²⁵

Der in amerikanischen Studien nachgewiesene Einfluss des Managements, von Managementsynergien und von strategischen Entscheidungen bzw. Ausrichtungen sowie von Prinzipal-Agent-Konflikten bleibt in Studien mit dem Fokus auf deutsche diversifizierte Un-

²²⁵ Eigene Darstellung.

ternehmen unerforscht. Die Branchenzugehörigkeit und der Diversifizierungsgrad wurden bislang nur in den weltweit angelegten Studien oder in denen mit dem Schwerpunkt auf deutsche Unternehmen als Einflussfaktor identifiziert. Hierbei ist jedoch nicht eindeutig nachgewiesen, ob die beiden Faktoren eher einen Diversification Discount oder ein Premium begünstigen. Bislang gibt es sowohl Hinweise auf eine negative Wirkung und somit einen Discount als auch auf eine positive Wirkung mit Folge eines Diversification Premiums.

Nach der Zusammenfassung der nachgewiesenen Einflussfaktoren auf einen Diversification Discount und denen, die es noch nachzuweisen gilt, wird nachfolgend der Forschungsbedarf formuliert.

2.4 Formulierung des Forschungsbedarfs

In den Kapiteln 1.1 und 2.3.2 wurde der mangelnde eindeutige Nachweis eines Diversification Discounts oder eines Premiums für deutsche diversifizierte Unternehmen, die am Kapitalmarkt gelistet sind, aufgedeckt. Infolgedessen ist ein eindeutiger Nachweis eines Bewertungsunterschieds zwischen diversifizierten und fokussierten Unternehmen herauszuarbeiten. Weiterführend ist die Annahme eines durchschnittlich negativen Bewertungsunterschieds zu bestätigen. Dies würde sodann die Existenz eines Diversification Discounts beweisen. Beckmann gelang erstmals der eindeutige Nachweis eines Diversification Discounts, nachdem per Gesetz eine Segmentberichterstattung verpflichtend wurde, die die Basis für die Excess Value-Berechnung legte.²²⁶ Eine Bestätigung der Ergebnisse Beckmanns und die Widerlegung der Ergebnisse von Lins und Servaes sowie Fauver, Houston und Naranjo, speziell für einen längeren und aktuelleren Untersuchungszeitraum,

²²⁶ Vgl. Beckmann (2006).

steht allerdings noch aus.²²⁷ Der Nachweis eines negativen Bewertungsunterschieds erfolgt anhand einer Replikation der Untersuchung Beckmanns.

Replikationsstudien können ohne Erweiterung der Originalstudie oder mit Ergänzungen durchgeführt werden. Unabhängig von der Ausgestaltung sind Replikationen unerlässlich, um die Weiterentwicklung empirischer Forschungsarbeiten zu unterstützen.²²⁸ Sie können durch die Bestätigung der Ergebnisse der Originalstudie die Allgemeingültigkeit der Feststellungen stützen und erfüllen daher eine Art der Qualitätskontrolle.²²⁹ Die Replikation in dieser Arbeit dient der Stärkung der Aussagefähigkeit und der Zuverlässigkeit der empirischen Ergebnisse Beckmanns (2006). Dies sind nach Lindsay und Ehrenberg (1993) sowie nach Amir und Sharon (1990) die wesentlichen Ziele einer Replikationsstudie ohne Erweiterungen der Originalstudie.²³⁰ Werden empirische Ergebnisse nicht durch Replikationen bestätigt bzw. widerlegt, stellen sie nur die Aussagen einzelner Forscher dar. Einschränkungen der Ergebnisse oder methodische Schwächen werden gegebenenfalls nicht erkannt.²³¹

Die Branchenzugehörigkeit und der Grad der Diversifikation wurden in Kapitel 2.3.2, zumindest in den Studien für mehrere Länder weltweit und Deutschland, als Einflussfaktoren identifiziert. Dabei sind beide Faktoren sowohl als Einflussgrößen für einen Diversification Discount als auch für ein Diversification Premium bestimmt worden. Daher bleibt zu untersuchen, ob die Branchenzugehörigkeit und der Diversifikationsgrad eher zu einem Discount oder zu einem Premium führen.

²²⁷ Vgl. Beckmann (2006); Lins und Servaes (1999); Fauver, Houston und Naranjo (1999).

²²⁸ Vgl. Hubbard/Armstrong (1994), S. 233 f.; Lindsay/Ehrenberg (1993), S. 217; Furchtgott (1984), S. 1315.

²²⁹ Vgl. Eden (2002), S. 842.

²³⁰ Vgl. Lindsay/Ehrenberg (1993), S. 218 f.; Amir/Sharon (1990), S. 52 ff.

²³¹ Vgl. Tsang/Kwan (1999); S. 761 ff.; Hubbard/Vetter/Little (1998); S. 244 ff.

Wie bereits in Kapitel 2.2.2 herausgestellt, sind die Einflüsse des Managements, von Managementsynergien sowie von strategischen Entscheidungen und Ausrichtungen für deutsche diversifizierte Unternehmen noch unerforscht. Folglich stellt sich die Frage, inwiefern das strategische Management, Strategieentscheidungen und das Management den Diversification Discount deutscher Unternehmen beeinflussen, die zu füllende Forschungslücke dar.

Dazu ist als Ausgangspunkt zunächst das in Kapitel 2.2.1 angesprochene Modell der synoptischen Planung wieder aufzugreifen. Dabei stellt dieses Modell die Strategieformulierung als systematischen Prozess dar. Dieser basiert auf einem strategischen Plan, aus dem Maßnahmenpakete abgeleitet werden. Sämtliche Entscheidungen werden nur vom Management bzw. der Unternehmensleitung beschlossen.²³² Das Planungsmodell ist im strategischen Management der älteste Ansatz und geht von folgenden Voraussetzungen aus:

1. Die Entwicklung von Strategien basiert auf einer Zweck-Mittel-Analyse, aufgrund derer bei der strategischen Entscheidungsfindung der Fokus auf dem Erreichen der obersten Unternehmensziele liegt.²³³
2. Es existiert eine ganzheitliche strategische Planung, die die Ausrichtung des Unternehmens und die Struktur sämtlicher Führungs- und Organisationssysteme bestimmt.²³⁴
3. Ausschließlich das Management bzw. die Unternehmensleitung entwickelt und kommuniziert die Unternehmensstrategie.²³⁵

²³² Vgl. Schreyögg (1984), S. 133 f.

²³³ Vgl. Chaffee (1985), S. 90.

²³⁴ Vgl. Chandler (1962), S. 13 ff.

4. Die Zielformulierung, die Analyse des Unternehmens selbst wie auch dessen Umwelt, die Identifikation und anschließende Strategiebewertung bis hin zur Auswahl der Strategie stellen die Phasen der Strategieentwicklung dar.²³⁶
5. Wissenschaftliche Methoden werden über den gesamten Planungsprozess sowie in der nachfolgenden Wirksamkeitskontrolle verwendet.²³⁷

Das synoptische Planungsmodell ist im Gegensatz zum Inkrementalmodell weder theoretisch noch empirisch ausreichend fundiert. Dennoch wird es in der unternehmerischen Praxis präferiert, wohingegen das Inkrementalmodell kaum Beachtung findet. Das synoptische Planungsmodell legt die gesamte Verantwortung für die Planung und das Treffen strategischer Entscheidungen in den Aufgabenbereich des Topmanagements. Diese Zuordnung deckt sich mit den Kernaufgaben einer Unternehmensleitung, die u. a. die sogenannten Entscheidungshandlungen, zu denen Richtungs-, Infrastruktur- und Einzelentscheidungen zählen, umfassen. Unter die Richtungsentscheidungen fallen die Auswahl des obersten Unternehmensziels und Strategieentscheidungen hinsichtlich des Geschäftsfelds, der geografischen Ausdehnung der Unternehmenstätigkeiten, der Wettbewerbsstrategie zur Erhaltung und Generierung von Wettbewerbsvorteilen ebenso wie die Festlegung der Strategien für die einzelnen Unternehmensfunktionen. Die Infrastrukturentscheidungen lassen sich in die Festlegung von Strukturen und Systemen untergliedern. Als Strukturen sind die Rechtsstruktur und die Organisationsstruktur zu definieren, die letztlich das Planungs- und Kontrollsystem des Unternehmens bestimmen. Die Einzelentscheidungen, die vom Topmanagement zu treffen sind, können nicht so deutlich aufgezeigt werden. Sie entstehen aufgrund der Entwicklungen und Ereignisse der operativen Tätigkeiten und der damit einhergehenden Probleme. Neben den Entscheidungshandlungen

²³⁵ Vgl. Schreyögg (1984), S. 246.

²³⁶ Vgl. Picot/Lange (1979), S. 570.

²³⁷ Vgl. Schreyögg (1984), S. 135.

gen gehören die Realisations- und Überwachungshandlungen zu den Kernaufgaben des Topmanagements.²³⁸

Sowohl das synoptische Planungsmodell als auch die Darstellung der Kernaufgaben des Topmanagements heben dessen Bedeutung für die strategische Ausrichtung einer Unternehmung hervor. Infolgedessen liegt eine nähere Betrachtung des Einflusses des Topmanagements bei der strategischen Entscheidungsmacht nahe. Eine derartige Untersuchung sollte praxisnah gestaltet sein und den Forschungsschwerpunkt auf gegenwärtig relevante Problemstellungen bzw. Interessen legen. Die Erforschung der Strategieauswahlmechanismen in Bezug zum Diversification Discount ist daher nicht zielführend. Vielmehr von Bedeutung sind die Auswirkungen der strategischen Entscheidungen auf die Unternehmen und deren Bewertung am Kapitalmarkt.

In einer sich immer schneller wandelnden Unternehmensumwelt gewinnen strategische Veränderungen bzw. Wechsel und deren Auswirkungen stetig an Relevanz. Unternehmen sind ständig dazu gezwungen, auf Umweltveränderungen mit Veränderungen ihrer Unternehmensstrategie zu reagieren, um wettbewerbsfähig zu bleiben.²³⁹

Finkelstein und Hambrick definieren einen strategischen Wandel als Veränderung der Allokation der gesamten Unternehmensressourcen in den verschiedenen Strategieebenen, wobei bei einer Untersuchung strategischer Veränderungen zwischen einem Strategiewechsel und einer Strategieänderung bzw. -abweichung differenziert werden muss.²⁴⁰ Für die Untersuchung der vorliegenden Arbeit ergibt sich daraus, dass eine Analyse des Einflusses eines strategischen Wandels auf den Diversification Discount durchzuführen ist. Damit wird erstmalig der Bezug zwischen strategischen Entscheidungen des Manage-

²³⁸ Vgl. v. Werder (2008), S. 26 ff. zu weiteren Ausführungen.

²³⁹ Vgl. Short et al. (2008), S. 1067 f.

²⁴⁰ Vgl. Finkelstein/Hambrick (1990), S. 485 ff.; Carpenter (2000), S. 1179 f.

ments und dem Diversification Discount deutscher diversifizierter Unternehmen hergestellt und auf ihre Abhängigkeit geprüft.

Neben dem strategischen Wandel und seinem Einfluss auf den Excess Value ist auch die implementierte generische Wettbewerbsstrategie als Einflussfaktor noch nicht überprüft worden. Wie in Kapitel 2.2.2 begründet kann die Differenzierungsstrategie dazu führen, dass Anleger durch den Fokus auf Innovationen und damit einhergehende, mutmaßliche Vernachlässigung der Kosten das Unternehmen schlechter bewerten. Ebenfalls kann die Verfolgung einer Kostenführerschaftsstrategie und eine damit eine mögliche eingeschränkte Reaktionsfähigkeit auf Marktveränderungen zu einer schlechteren Bewertung der Wettbewerbsfähigkeit führen. Hierbei drückt sich der drohende Verlust der Wettbewerbsfähigkeit durch einen Bewertungsabschlag aus. Dementsprechend ist in dieser Arbeit zu prüfen, ob eine Differenzierungs- und/oder Kostenführerschaftsstrategie als negativ wirkender Einflussfaktor auf einen Excess Value nachzuweisen ist.

2.5 Hypothesenbildung zur Untersuchung des Diversification Discounts

Aus der im vorangegangenen Kapitel erfolgten Darlegung des Forschungsbedarfs und der in Kapitel 1.1 formulierten Forschungsfragen sind nun die zu untersuchenden Hypothesen abzuleiten. Zunächst hat die Darstellung des Forschungsstands gezeigt, dass weiterhin Uneinigkeit über die Existenz eines Diversification Discounts bzw. Premiums für deutsche diversifizierte Unternehmen am Kapitalmarkt herrscht. Aufgrund dessen ist zunächst eine Überprüfung bisher existierender Untersuchungsergebnisse durchzuführen und der Nachweis eines Excess Values für einen neuen Untersuchungszeitraum zu erbringen. Im nächsten Schritt ist zu überprüfen, ob es sich bei dem Bewertungsunterschied durchschnittlich um einen Diversification Discount oder ein Premium handelt. Die zur Erforschung erforderlichen Hypothesen werden wie folgt abgeleitet:

H1: Deutsche börsennotierte, diversifizierte Unternehmen unterliegen, verglichen mit fokussierten Unternehmen, einem Bewertungsunterschied.

H2: Der Bewertungsunterschied ist im Durchschnitt negativ und somit existiert ein Discount.

Ebenfalls in bisherigen Studien strittig ist die positive oder negative Wirkung der Branchenzugehörigkeit und des Diversifizierungsgrads auf den Diversification Discount. Um einen Wirkungszusammenhang beweisen zu können, erfolgt auch hier eine erneute Untersuchung. Die dazugehörigen Hypothesen lauten:

H3: Der Bewertungsunterschied ist branchenabhängig. Der Discount zeigt je nach Branche einen unterschiedlich hohen durchschnittlichen Wert.

H4: Je höher der Diversifikationsgrad eines diversifizierten Unternehmens, desto höher ist der Discount.

In Kapitel 2.3 wurde die Relevanz strategischer Entscheidungen durch das Topmanagement aufgezeigt. Darüber hinaus wurde der stetige, immer schneller fortschreitende Wandel der Unternehmensumwelt mit den Konsequenzen für die Unternehmen thematisiert. Ein strategischer Wandel wird immer häufiger unabdingbar. Dies zieht die Frage nach sich, inwiefern ein strategischer Wandel Einfluss auf den Diversification Discount eines Unternehmens nimmt. Um erstmals den Zusammenhang zwischen dem strategischen Wandel eines Unternehmens und einem Diversification Discount nachzuweisen, werden für die Untersuchung folgende Hypothesen formuliert:

H5: Findet in einem Unternehmen ein strategischer Wandel statt, ist der Discount durchschnittlich niedriger als bei Unternehmen, die keinen strategischen Wandel vollziehen.

Um die generischen Wettbewerbsstrategien als mögliche Einflussfaktoren auf einen Diversification Discount zu identifizieren, sind ebenfalls Hypothesen herzuleiten. Da in der vorangegangenen Diskussion ein negativer Einfluss von Differenzierungs- und Kostenführerschaftsstrategien auf den Discount gefolgert wurde, lauten die Hypothesen wie folgt:

H6: Verfolgt ein Unternehmen eine Differenzierungsstrategie, ist der Discount durchschnittlich höher als bei Unternehmen, die keine Differenzierungsstrategie verfolgen.

H7: Verfolgt ein Unternehmen eine Kostenführerschaftsstrategie, ist der Discount durchschnittlich höher als bei Unternehmen, die keine Kostenführerschaftsstrategie verfolgen.

Alle hergeleiteten Hypothesen sind in Abbildung 13 in einer Übersicht zusammengestellt.

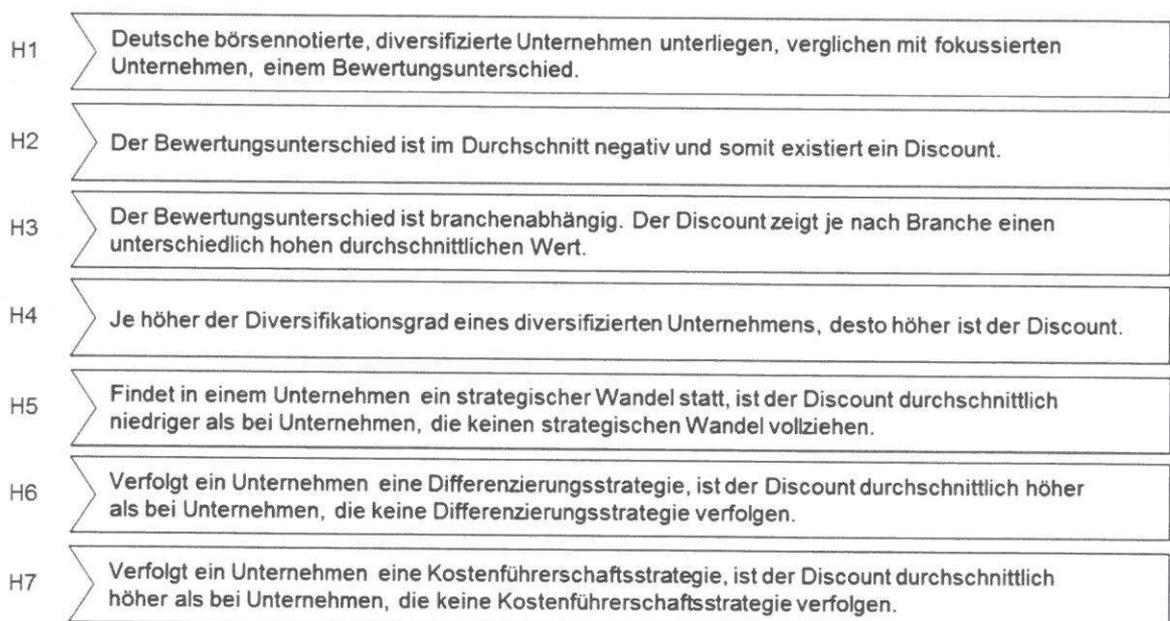


Abbildung 13: Überblick über die Hypothesen der vorliegenden Arbeit²⁴¹

²⁴¹ Eigene Darstellung.

3 Empirische Untersuchung der Existenz eines Bewertungsunterschieds zwischen diversifizierten und fokussierten Unternehmen

Auf der Basis der in Kapitel 2 herausgearbeiteten Hypothesen H1 bis H4 wird in diesem Kapitel die empirische Untersuchung zum Nachweis eines Bewertungsunterschieds bzw. Excess Values in Form einer Replikationsstudie durchgeführt. Dafür wird eingangs die Datenbasis definiert, danach werden die Messkonzepte der Diversifikation erörtert und eine Konzeptauswahl für die nachfolgende Untersuchung vorgenommen. Daran anknüpfend erfolgen eine Datenklassifizierung und -bereinigung sowie die Bestimmung von Performancegrößen und die Auswahl der Untersuchungsmethodik der empirischen Analysen. Abschließend werden die Untersuchungsergebnisse dargestellt.

Die Untersuchung des Nachweises eines (negativen) Excess Values bzw. eines Diversification Discounts dient der Überprüfung und Stützung der Untersuchungsergebnisse von Beckmann,²⁴² Glaser und Müller,²⁴³ Weiner²⁴⁴ sowie Schwetzler und Reimund²⁴⁵. Gleichermassen sollen die Ergebnisse von Lins und Servaes²⁴⁶ sowie von Fauver, Houston und Naranjo²⁴⁷ widerlegt werden. Sie konnten keinen Excess Value bzw. Diversification Discount für deutsche Unternehmen nachweisen. Die erste Forschungsfrage und die dazugehörigen Hypothesen sind noch einmal in Abbildung 14 aufgezeigt.

²⁴² Vgl. Beckmann (2006).

²⁴³ Vgl. Glaser/Müller (2006).

²⁴⁴ Vgl. Weiner (2005).

²⁴⁵ Vgl. Schwetzler/Reimund (2003).

²⁴⁶ Vgl. Lins/Servaes (1999).

²⁴⁷ Vgl. Fauver/Houston/Naranjo (1999).

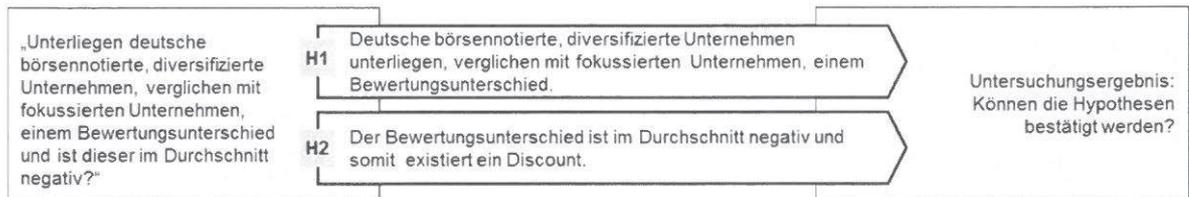


Abbildung 14: Forschungsfrage und Hypothesen H1 und H2 zur Untersuchung eines Bewertungsunterschieds²⁴⁸

Des Weiteren werden die Ergebnisse von Weiner²⁴⁹ überprüft, dass die Höhe des Diversification Discounts von der Zugehörigkeit zu einer Branche und dem Grad der Diversifikation abhängig ist. Die dazu aufgestellten Hypothesen sind in Abbildung 15 zusammengefasst.

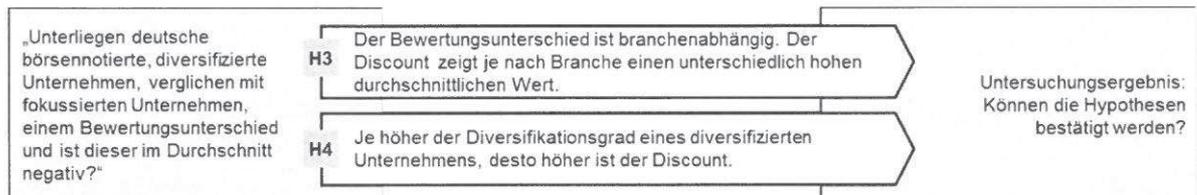


Abbildung 15: Forschungsfrage und Hypothesen H3 und H4 zur Untersuchung der Höhe eines Bewertungsunterschieds²⁵⁰

²⁴⁸ Eigene Darstellung.

²⁴⁹ Vgl. Weiner (2005).

²⁵⁰ Eigene Darstellung.

3.1 Datenbasis für die empirische Untersuchung

Als Datenbasis für die empirische Untersuchung dient der CDAX²⁵¹. Demzufolge wird die Grundgesamtheit aus allen dem CDAX zugehörigen Unternehmen, die vom 01.01.2004 bis zum 31.12.2010 in Frankfurt gelistet waren, gebildet. Die Anzahl der Grundgesamtheit beläuft sich daher auf 554 Unternehmen.

Im ersten Schritt werden die Unternehmen in zwei Gruppen gegliedert, nach denjenigen Unternehmen, die in mehreren Segmenten tätig sind (diversifiziert), und denjenigen, die nur ein Tätigkeitsfeld haben (spezialisiert bzw. fokussiert). Die Datenerhebung erfolgt über die Datenbank Datastream,²⁵² die sowohl über Daten aus den Geschäftsberichten (u. a. nach Segmenten ausgewiesen) wie auch über Aktienkurse (erforderlich für die Marktwertermittlung) verfügt. Um eine Einteilung der Unternehmen in „diversifiziert“ und „fokussiert“ vornehmen zu können, werden nachfolgend zunächst die verschiedenen Messkonzepte des Diversifikationsgrads vorgestellt. So lässt sich die Einteilung der Unternehmen in der vorliegenden Arbeit nachvollziehen.

3.1.1 Messkonzepte des Diversifikationsgrads

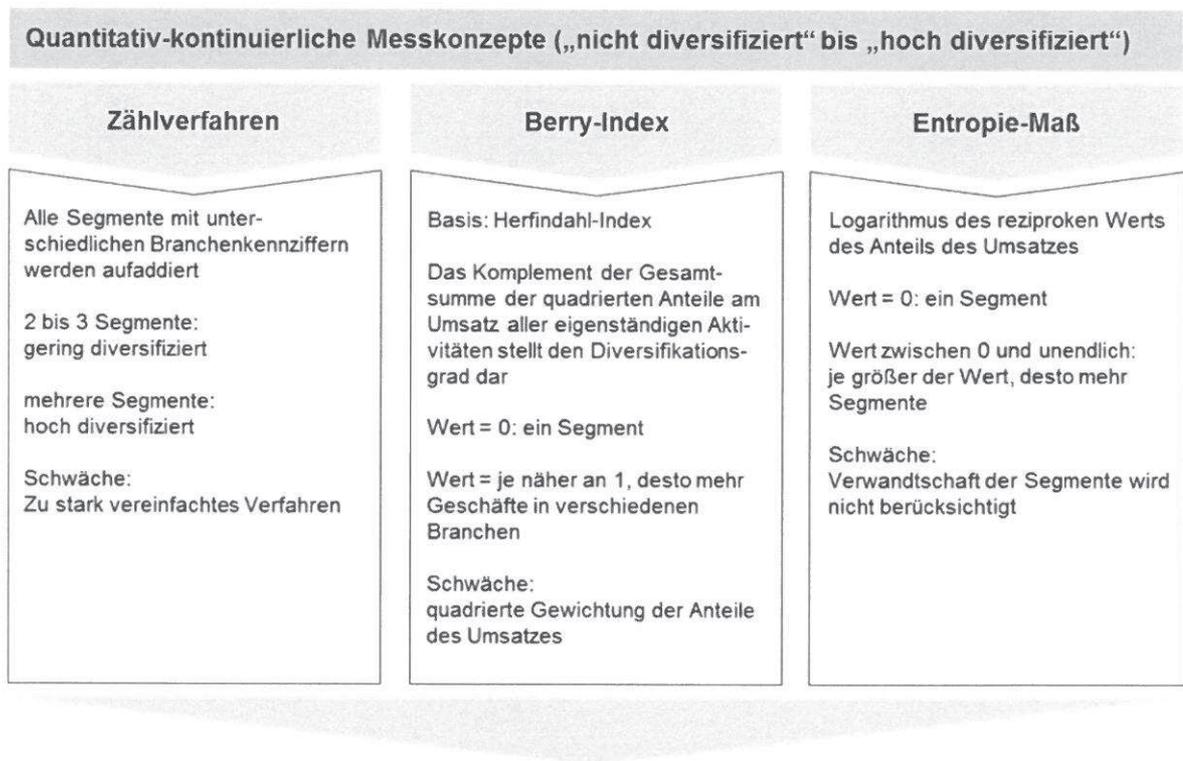
Es kann zwischen zwei Arten von Konzepten zur Messung des Diversifikationsgrads unterschieden werden. Hierbei handelt es sich um diskret-kategoriale und quantitativ-kontinuierliche Konzepte. Letztere bestimmen die Anzahl der verschiedenen

²⁵¹ Der CDAX bildet die Wertentwicklung aller deutschen Aktien im Prime Standard und General Standard ab. Der Index startete 1993 und wird als Kurs- und Performance-Index von der Deutsche Börse AG berechnet. Er präsentiert die gesamte Breite des deutschen Aktienmarkts und gilt als Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung. (Vgl. http://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/de/kir/dbg_nav/about_us/30_Services/40_Know_how/10_Stock_Exchange_A_Z?glossaryWord=pi_glos_cdax, recherchiert am 21.09.2012).

²⁵² Datastream wird von dem Unternehmen Thomson Reuters gepflegt und vertrieben. Es lassen sich vielschichtige Wirtschaftsdaten weltweit in Berichts- und Analyseformaten abrufen. (vgl. http://thomsonreuters.com/products_services/financial/financial_products/a-z/, recherchiert am 21.09.2012).

Geschäftsfelder bzw. Segmente durch eine Klassifizierung der einzelnen Aktivitäten mittels Zuordnung von Branchenkennziffern.

Diese Branchenkennziffern sind in der Regel die sogenannten „Standard Industry Classification-Codes“²⁵³ (SIC-Codes). Die drei am häufigsten angewandten Verfahren, wie in Abbildung 16 aufgezeigt, sind das Zählverfahren, der Berry-Index und das Entropie-Maß.



Allgemein:

Pro: Objektive, einfache und zuverlässige Messung

Contra: Geringere Validität als bei diskret-kategorialen Konzepten

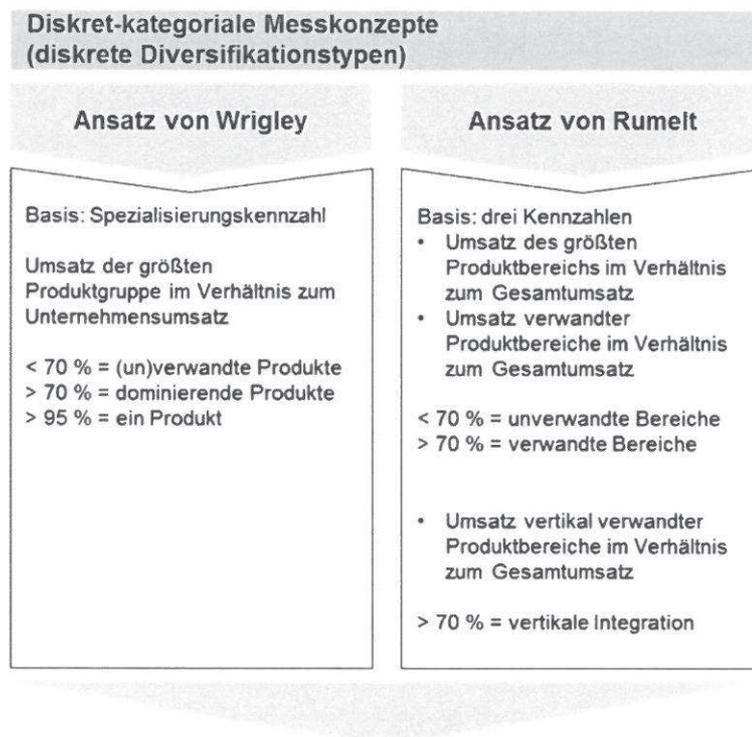
Abbildung 16: Quantitativ-kontinuierliche Messkonzepte²⁵⁴

²⁵³ Die Klassifizierung von Segmenten kann auch durch andere Codes erfolgen, z. B. über das North American Industry Classification System (NAICS). Da die bisherigen Studien zum Diversification Discount jedoch meist den SIC-Code verwenden, wird dieser hier ebenfalls angewandt, um eine höhere Vergleichbarkeit zu schaffen.

²⁵⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Hungenberg (2011), S. 492 ff.

Alle drei Verfahren unterliegen der die zuverlässigen, objektiven und nicht zuletzt einfachen Messung der Anzahl der Segmente bzw. Geschäftsbereiche von Unternehmen. Jedoch werden diese Messkonzepte dafür kritisiert, dass sie die Verwandtschaft von Segmenten gänzlich außer Acht lassen.²⁵⁵

Bei den diskret-kategorialen Konzepten steht der Verwandtschaftsgrad der Aktivitäten im Fokus. Dieser wird durch die Ähnlichkeit der Aktivitäten bei der Marktbearbeitung und beim Leistungsprozess kategorisiert (siehe Abbildung 17).



Allgemein: Verwandtschaft der Segmente steht im Fokus (identifiziert anhand von Kunden, Produkten und Wettbewerbern hinsichtlich der zu bearbeitenden Märkte)
 Pro: Höhere Validität als bei quantitativ-kontinuierlichen Messkonzepten
 Contra: Subjektivität kann nicht vermieden werden

Abbildung 17: Diskret-kategoriale Messkonzepte²⁵⁶

²⁵⁵ Vgl. Hungenberg (2011), S. 492 ff.

²⁵⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Wrigley (1970); Rumelt (1974).

Diese Messkonzepte haben zwar den Vorteil, dass sie allgemein als valider gelten als die quantitativ-kontinuierlichen, dennoch unterliegen sie der Kritik einer gewissen Subjektivität bei der Anwendung.²⁵⁷

Aufgrund der unterschiedlichen Messansätze mit ihren Vor- und Nachteilen entstanden eine Reihe von Untersuchungen, die die Verwendung der Ansätze miteinander vergleichen. Hierbei brachten alle Messkonzepte annähernd gleiche Ergebnisse.²⁵⁸ Demzufolge kann jede Methode zur Bestimmung des Diversifikationsgrads bzw. der Anzahl der Segmente verwendet werden, ohne die Ergebnisse zu verfälschen.

Für die vorliegende Untersuchung wird die Kategorisierung in fokussierte und diversifizierte Unternehmen und die daran anschließende Messung des Diversifikationsgrads mittels des quantitativ-kontinuierlichen Ansatzes vorgenommen. Dies gründet auf der zuvor bestimmten Definition des Diversifikationsbegriffs. Da eine Diversifikation nur dann vorliegt, wenn Unternehmenstätigkeiten in verschiedenen Produkt-Markt-Kombinationen gegeben sind (siehe Kapitel 2.1), ist lediglich die Betrachtung des Diversifikationsgrads anhand der Zählung unverwandter Segmente die folgerichtige Methode. Zudem wird durch diese einfache Art der Messung der Segmentanzahl das Auftreten von Messfehlern vermieden.

3.1.2 Datenklassifizierung und -bereinigung

Für die Unterteilung der Unternehmen in verschiedene Segmente dienen die SIC-Codes der jeweiligen in Datastream ausgewiesenen Geschäftsbereiche als Entscheidungskriterium. Per Definition aus Kapitel 2.1 gelten nur solche Unternehmen als diversifiziert, die in unverwandten Branchen tätig sind. Der SIC-Code besteht aus einer vierstelligen Ziffer,

²⁵⁷ Vgl. Hungenberg (2011), S. 494 f.

²⁵⁸ Vgl. Hoskisson et al. (1993), S. 215 ff.; Bühner (1983), S. 1023 ff.

wobei die erste Zahl den Hauptwirtschaftszweig, die zweite den Wirtschaftszweig, die dritte den Wirtschaftsbereich und die vierte Zahl die Branche angibt. Folglich sind Unternehmen dann diversifiziert, wenn sie in verschiedenen Wirtschaftszweigen tätig sind und sich in den ersten beiden Ziffern des SIC-Codes unterscheiden. Allerdings ist hierbei anzumerken, dass Unternehmen, die in einem Segment 90 % und mehr des Gesamtumsatzes verzeichnen, als spezialisiert gelten. In diesem Fall kann nur von unwesentlichen Nebengeschäften gesprochen werden. Die entsprechende gesetzliche Regelung zu den Größenmerkmalen eines Segments enthält der Deutsche Rechnungslegungsstandard DRS 3.17. Hiernach ist ein operatives Segment immer dann gegeben und als solches auszuweisen, wenn

- „a) seine Segmentumsatzerlöse mit externen Kunden und anderen Segmenten mindestens 10 % der gesamten externen und intersegmentären Umsatzerlöse ausmachen, oder
- b) sein Segmentergebnis mindestens 10 % des zusammengefassten Ergebnisses aller operativen Segmente mit positivem Ergebnis oder aller operativen Segmente mit negativem Ergebnis beträgt, wobei der jeweils größere Gesamtbetrag zugrunde zulegen ist, oder
- c) sein Segmentvermögen mindestens 10 % des gesamten Vermögens aller operativen Segmente ausmacht“²⁵⁹.

Entsprechen Unternehmen dieser Vorschrift in der Datenbank nicht, indem sie Segmente ausweisen, die unterhalb dieser Größenvorschrift liegen, so werden sie fälschlicherweise als diversifiziert bzw. diversifizierter als in der Realität eingestuft. Dies ist zu berichtigen, um eine Verzerrung der Ergebnisse zu vermeiden.

²⁵⁹ Deutscher Rechnungslegungsstandard § 3.17 (Segmentberichterstattung).

Auch wenn die Einordnung in diversifizierte und fokussierte Unternehmen anhand der SIC-Codes erfolgt, ist bei der Datenerhebung eine Prüfung der Konsistenz mit den Geschäftsberichten der Unternehmen unerlässlich, um Fehlallokationen zu vermeiden.

Es ist eine Bereinigung der Grundgesamtheit um diejenigen Unternehmen durchzuführen, deren Daten entweder gar nicht oder nur in inkonsistenter Form in der Datenbank zur Verfügung stehen. Da sich der Untersuchungszeitraum über sieben Jahre erstreckt, fallen hier einige Unternehmen schon alleine wegen ihrer kurzen Listung an der Börse, z. B. über ein oder zwei Jahre des Zeitraums, aus der Untersuchungsgesamtheit heraus.

Zudem sind Unternehmen mit den SIC-Codes 6000 bis 6999 (Finanzinstitute, Versicherungen und Banken) auszuschließen, da diese speziellen Vorschriften der Rechnungslegung unterliegen.²⁶⁰

Um Ergebnisverzerrungen zu vermeiden, werden Unternehmen mit einem Umsatz von weniger als 20 Mio. € p. a. ebenfalls von der Untersuchungsgrundgesamtheit ausgeschlossen. Diese Unternehmen werden häufig mit einem Discount für eine geringe Liquidität belegt, da ihre Aktien ein geringeres Handelsvolumen aufweisen.²⁶¹

Zusätzlich zu den bereits dargelegten Bereinigungen sind manuelle Korrekturen vorzunehmen, um fehlerhafte Einordnungen, die unter strengster Anwendung des SIC-Codes als Entscheidungskriterium eintreten können, zu berichtigen. Ein Beispiel für eine derartige Berichtigung wäre ein Unternehmen, das auf die Produktion von Fensterrahmen spezialisiert ist. Wenn dieses Unternehmen Fensterrahmen aus verschiedenen Materialien herstellt, ist das Kerngeschäft die Produktion von Fenstern, unabhängig von den verwendeten Materialien. Würde man sich jedoch streng an die SIC-Code-Klassifizierung halten,

²⁶⁰ Vgl. hierzu die Rechnungslegungsvorschriften nach DRS 3-10 und DRS 3-20 (Segmentberichterstattung).

²⁶¹ Vgl. Loderer/Roth (2003), S. 3 ff.; Berger/Ofek (1995), S. 43.

wäre das Unternehmen in zwei verschiedenen Geschäften tätig. Denn Fensterrahmen aus Plastik werden mit dem SIC-Code 3089 beschrieben und Fensterrahmen aus Holz mit dem Code 2431. Solchen offensichtlichen Fehlallokationen kann mit einer manuellen Korrektur gegengesteuert werden. Auch wenn die Zuordnung der Branchen aufgrund solcher Korrekturen einen leicht subjektiven Charakter bekommt, ist diese Subjektivität der offensichtlichen Fehlzuordnung von Segmenten, die durch Korrekturen vermeidbar ist, vorzuziehen.

Schließlich sind für die Untersuchung auch diejenigen Unternehmen auszuschließen, deren Geschäftsjahr innerhalb des Kalenderjahrs statt zum Ende des Kalenderjahrs endet. Notwendig ist dies, um einen Vergleich der Unternehmenswerte zu verschiedenen Stichtagen mit verzerrenden Kurseinflüssen, bedingt durch die methodische Aufbereitung in der Datenbank, auszuschließen.²⁶² Nach diesen Bereinigungen bleibt, wie in Abbildung 18 gezeigt, eine Untersuchungsgesamtheit von 232 Unternehmen.

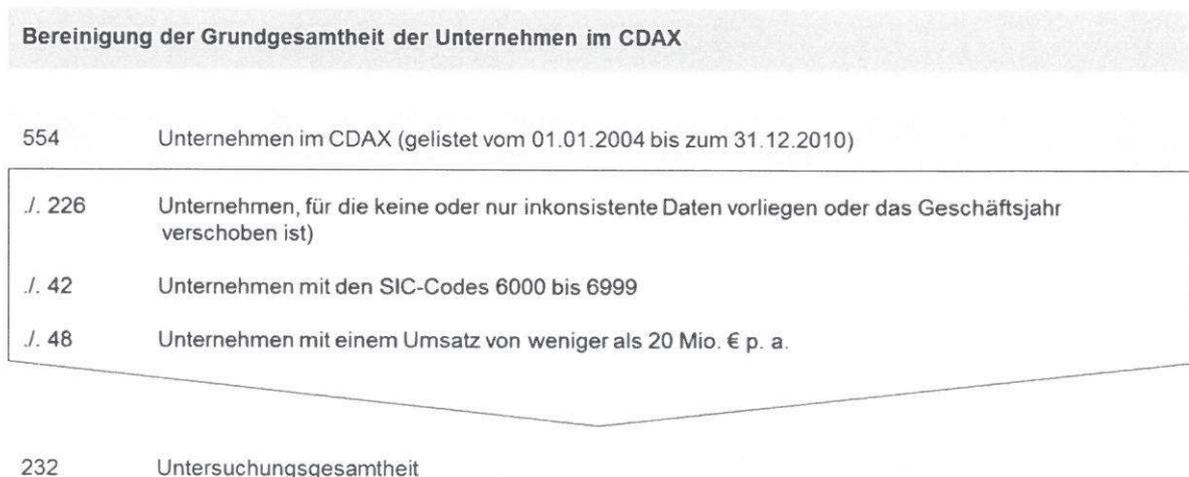


Abbildung 18: Untersuchungsgesamtheit nach Bereinigung der Grundgesamtheit²⁶³

²⁶² Vgl. Beckmann (2006), S. 85 f.

²⁶³ Eigene Darstellung.

Die Verwendung von Unternehmensdaten aus Datenbanken, wie in diesem Falle aus Datastream, unterliegt der Kritik, dass die angegebenen Daten nicht konsistent mit der tatsächlichen Berichterstattung der Unternehmen sind. Hierbei ist beispielsweise die unterschiedliche Angabe der Segmentanzahl in der Datenbank und den Geschäftsberichten angesprochen. Darüber hinaus ist die Anzahl der Segmente in den Datenbanken beschränkt. Es wird eine maximale Anzahl von zehn Segmenten ausgewiesen. Auch wenn die durchschnittliche Anzahl der Segmente weit unter der maximalen Anzahl liegt, so kann diese Limitation im Einzelfall eine widerspruchsfreie Berichterstattung beeinträchtigen.²⁶⁴

Des Weiteren können die Daten in der Datenbank unvollständig sein. Fehlende Datenpunkte sind demzufolge durch die Angaben in den Geschäftsberichten zu ergänzen. Nach dem DRS 3.12 sind mindestens 75 % der Umsatzerlöse eines Unternehmens auf die operativen Segmente zu verteilen bzw. auszuweisen. So heißt es im Gesetzestext: „Wenn die den anzugebenden Segmenten zuzuordnenden externen Umsatzerlöse insgesamt weniger als 75 % der gesamten konsolidierten Umsatzerlöse des Unternehmens ausmachen, sind zusätzliche operative Segmente als anzugebende Segmente zu bestimmen, bis mindestens 75 % der gesamten Umsatzerlöse durch die anzugebenden Segmente erreicht werden“.²⁶⁵ Aufgrund dessen sind fehlerhafte Datensätze, die gegen diese Vorschrift verstoßen, zu korrigieren und, wenn dies anhand der Geschäftsberichte nicht möglich ist, zu entfernen.

Die Anzahl der Segmente sowie die Segmentbezeichnungen bzw. -zuordnungen wurden für alle Unternehmen in allen Jahren überprüft. Ebenso wurde die Konsistenz der Segmente über den gesamten Untersuchungszeitraum kontrolliert. Dies ist notwendig, um auszuschließen, dass Unternehmen die Bezeichnung der Segmente ändern, diese in der

²⁶⁴ Vgl. Villalonga (2004a), S. 480.

²⁶⁵ Deutscher Rechnungslegungsstandard § 3.12. (Segmentberichterstattung).

Datenbank einem anderen SIC-Code zugeordnet werden, das Unternehmen jedoch keinerlei Änderungen der Produkte vorgenommen hat. Diese Überprüfungen sind notwendig, um Fehler in der Branchenzugehörigkeit zu vermeiden, was vor dem Hintergrund der Forschungsfragen eine wesentliche Bedeutung hat.

Vereinzelt können zudem abweichende Zuordnungen der Werte zu den einzelnen Segmenten auftreten. Beispielsweise können die Aktiva, die in Datastream ausgewiesen werden, nicht mit den Aktiva im Geschäftsbericht übereinstimmen. Diese Abweichungen bewegen sich jedoch in einem so geringen Ausmaß, dass die Ergebnisse der Untersuchung hierdurch nicht beeinträchtigt werden. Dennoch werden Unstimmigkeiten, die bei einem Abgleich auffallen, korrigiert.

Um die Vollständigkeit und Konsistenz der Datenbasis zu gewährleisten, sind die erhobenen Daten abschließend mithilfe von Geschäftsberichten, insbesondere von Segmentberichterstattungen der Unternehmen stichprobenartig zu überprüfen. Liegt eine annähernde Übereinstimmung der Segmenteinteilungen und der ausgelesenen Werte über den gesamten Untersuchungszeitraum vor, so gilt dies als gegeben.

In der vorliegenden Arbeit wurden alle Daten überprüft, mit dem Ergebnis einer Übereinstimmung bei nahezu allen Unternehmen. In lediglich neun Fällen konnten Ungenauigkeiten in zumeist geringem Umfang festgestellt und behoben werden. Hierbei handelt es sich um Einzelwerte wie den Umsatz eines Segments in einem Geschäftsjahr. Darüber hinaus wurden abweichende Segmentzuordnungen in lediglich zwei Fällen identifiziert und korrigiert.

Die Untersuchungsgesamtheit setzt sich nach der Klassifizierung in diversifizierte und fokussierte Unternehmen aus 56 diversifizierten und 176 fokussierten Unternehmen zusammen. Die Bildung der Vergleichsgruppen anhand von Branchen und Unternehmensgrößen führt zu einer weiteren Verkleinerung der Untersuchungseinheit. Dies ist durch

das Nichtvorhandensein von Vergleichsunternehmen mit erforderlichen SIC-Codes zurückzuführen. Nach der Bildung der Vergleichsgruppen und der Zuordnung zu den diversifizierten Unternehmen liegt schließlich eine finale Untersuchungsgesamtheit von 32 diversifizierten und 138 fokussierten Unternehmen vor.

Wie in Abbildung 19 aufgezeigt, lassen sich die Unternehmen bestimmten Kernsegmenten bzw. Branchen zuordnen. Hierbei ist festzustellen, dass vier Unternehmen der Branche 28, neun Unternehmen der Branche 35, vier Unternehmen der Branche 36, fünf Unternehmen der Branche 37, drei Unternehmen der Branche 38, ein Unternehmen der Branche 48, ein Unternehmen der Branche 51, vier Unternehmen der Branche 73 und ein Unternehmen der Branche 80 angehören.

Die dazugehörigen fokussierten Unternehmen setzen sich aus den in Abbildung 20 aufgeführten Unternehmen zusammen, die die entsprechenden Vergleichsgruppen bilden. Eine Vergleichsgruppe besteht aus mindestens vier Vergleichsunternehmen. Die Anzahl der in eine Vergleichsgruppe aufzunehmenden Unternehmen ist ein bedeutender Faktor, um die Vergleichbarkeit zwischen den diversifizierten Unternehmen und den entsprechenden Vergleichsgruppen zu gewährleisten. Vorangegangene vergleichbare Untersuchungen aus dem amerikanischen Raum legen eine Mindestanzahl von fünf Unternehmen für eine Vergleichsgruppe als Grundlage der Vergleichbarkeit fest. Die Autoren definieren diese Anzahl für den amerikanischen Raum als angemessen, um eine Vergleichbarkeit und eine ausreichende Datengrundlage sicherzustellen.²⁶⁶

²⁶⁶ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 46.

Diversifizierte Unternehmen (nach Kernsegmenten)

28 Chemikalien und verwandte Produkte	Hansa Group AG Linde AG	Symrise AG WACKER Chemie AG	
35 Allgemeine Maschinenherstellung	Einhell Germany AG Energiekontor AG Höft & Wessel AG	init innovation in traffic AG Jungheinrich AG Masterflex AG	Pfeiffer Vacuum Technology AG Solarworld AG Süss MicroTec AG
36 Elektrische Maschinen und Bauteile	Augusta AG R. Stahl AG	Mühlbauer Holding AG & Co. KGaA LPKF Laser & Electronics AG	
37 Transporteinrichtungen	BMW AG Daimler AG Indus Holding AG	MAN SE Rheinmetall AG	
38 Mess-/Analyse-/Kontrollinstrumente, Fotografie, Uhren	Jenoptik AG Manz AG	Siemens AG	
48 Fernmeldewesen	Wige Media AG		
51 Kurzlebige Verbrauchsgüter	United Labels AG		
73 Kommerzielle Dienstleistungen	Atoss AG Teles AG	Easy Software AG CeWe Color Holding AG	
80 Gesundheitsdienste	Fresenius SE		

Abbildung 19: Zu untersuchende diversifizierte Unternehmen²⁶⁷

Für Untersuchungen im deutschen Raum kann die Mindestanzahl an einzubeziehenden fokussierten Unternehmen in die Vergleichsgruppen verringert werden. Hier ist eine Vergleichsgruppe, die mindestens vier fokussierte Unternehmen umfasst, als adäquate Basis für die Vergleichbarkeit anzusehen.²⁶⁸

²⁶⁷ Eigene Darstellung.

²⁶⁸ Vgl. Beckmann (2006), S. 94 f.

Fokussierte Unternehmen

ADVA	Gfk SE	Rücker AG
Aixtron	GFT Technologies AG	S.A.G. Solarstrom AG
Amadeus Fire AG	Gildemeister AG	Sachsenmilch AG
Analytik Jena AG	Grenkeleasing AG	Saint-Gobain Oberland AG
Andrae-Noris Zahn	H & R AG	SAP AG
Audi	HeidelbergCement AG	Sartorius AG
Balda AG	Heidelberger Druckmaschinen AG	Schaltbau Holding AG
Basler AG	Henkel AG & Co. KG	Schuler AG
Bayer AG	Hymen AG	Schumag AG
Beate Uhse AG	Infineon AG	Schwälbchen Molkerei Jakob Berz AG
Berentzen-Gruppe	Integralis AG	AG
Beta Systems Software AG	Interseroh SE	Schweizer Electronic AG
BHS Tabletop	ISRA Vision AG	Sedo Holding AG
Biolitec AG	IVG Immobilien AG	Sektkellerei Schloss Wachenheim AG
Biotest AG	IVU Traffic Technologies AG	AG
Brillant AG	Koenig & Bauer AG	SGL Carbon SE
Brüder Mannesmann AG	Kontron AG	Simona AG
buch.de	Krones AG	Singulus Technologies AG
CANCOM IT Systeme AG	KSB AG	Sky Deutschland AG
Carl Zeiss Meditec AG	KUKA AG	STADA Arzneimittel AG
Celesio AG	LANXESS AG	Stratec Biomedical Systems
Cenit AG	Lechwerke AG	Südzucker AG
Comarch Software & Beratung	Leica Camera AG	Swarco Traffic Holding AG
Continental AG	Loewe AG	TAG Immobilien AG
COR & FJA AG	Mainova AG	TAKKT AG
DATA Modul AG	Maternus-Kliniken	technotrans AG
Deufol AG	MediClin AG	TOMORROW FOCUS AG
Deutsche Real Estate AG	Medion AG	Turbon AG
Deutsche Steinzug Cremer & Breuer	Merck KGaA	UMS International AG
Deutsche Telekom AG	MME MOVIEMENT AG	United Internet AG
Douglas AG	Mueller die lila Logistik AG	USU Software AG
Drillisch AG	MVV Energie AG	VBH Holding AG
Dürkopp-Adler AG	Nemetschek AG	Villeroy & Boch AG
Dürr AG	Neschen AG	Vivanco Gruppe AG
Dyckerhoff AG	Nordex SE	VK Muehlen AG
E.ON AG	Orbis AG	Volkswagen AG
Eckert & Ziegler Medizin & Strahlentechnik	Paragon AG	Vossloh AG
Elaxis AG	Pilkington Deutschland AG	W.E.T. Automotive Systems AG
Elmos Semiconductor AG	Pironet NDH AG	W.O.M. World of Medicine AG
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	PNE Wind AG	WashTec AG
Euroshop AG	Progress-Werk Oberkirch AG	WMF Württembergische Metallwarenfabrik AG
Evotec AG	PSI AG	Zapf Creation AG
freenet AG	Pulsion Medical Systems SE	
Fresenius Medical Care	Puma SE	
FRIWO AG	PVA TePla AG	
Funkwerk AG	QSC AG	
Garant Schuh + Mode AG	Rational AG	
Gelsenwasser AG	Rhoen-Klinikum AG	
GESCO AG	Röder Zeltsysteme und Service AG	

Abbildung 20: Zu untersuchende fokussierte Unternehmen²⁶⁹

²⁶⁹ Eigene Darstellung.

Zur Prüfung der Reliabilität der Bildung der Vergleichsgruppen wird ein Interrator-Reliabilitätstest durchgeführt. In diesem Test werden Ergebnisse zwischen null und eins erzielt, wobei ein Wert nahe null eine Nichtübereinstimmung ausdrückt und ein Wert nahe eins eine große Übereinstimmung. Nach Landis und Koch (1977) sind die Werteintervalle, wie in Abbildung 21 aufgezeigt, folgendermaßen zu interpretieren: Ein Ergebnis kleiner null zeigt eine mangelhafte, nicht existierende Übereinstimmung. Je mehr sich das Ergebnis einem Wert von 1 annähert, desto höher ist auch die Übereinstimmung. Nimmt das Ergebnis den Wert 1 an, so ist eine vollständige Übereinstimmung gegeben.

Ergebnis-Intervalle des Interrator-Reliabilitätstests	
< 0	Mangelhafte Übereinstimmung
0.0 – 0.20	Schwache Übereinstimmung
0.21 – 0.40	Ausreichende Übereinstimmung
0.41 – 0.60	Mittelmäßige Übereinstimmung
0.61 – 0.80	Wesentliche Übereinstimmung
0.81 – 1.00	Fast vollständige Übereinstimmung

Abbildung 21: Ergebnis-Intervalle des Interrator-Reliabilitätstest²⁷⁰

Der für die vorliegende Arbeit durchgeführte Interrator-Reliabilitätstest bei der Vergleichsgruppenbildung weist ein Ergebnis von 0.91 auf. Wie Abbildung 21 zu entnehmen ist, entspricht dieses Ergebnis einer fast vollständigen Übereinstimmung. Demgemäß ist die Reliabilität der Daten bestätigt und Messfehler, die aus der Bildung der Vergleichsgruppen resultieren könnten, sind nahezu auszuschließen.

²⁷⁰ Landis/Koch (1977).

Exemplarisch wird die Zuordnung der Segmente und Vergleichsgruppen anhand eines Unternehmensbeispiels der Linde AG veranschaulicht. Die Datenbank Datastream weist, wie der Abbildung 22 zu entnehmen ist, für das Unternehmen drei Segmente aus: 2813 (Chemikalien und verwandte Produkte), 3537 (Allgemeine Maschinenherstellung) und 9999 (Nicht zuzuordnende Einrichtungen).

Unternehmensbeispiel Linde:

Segmente laut Datastream:		
2813: Chemikalien und verwandte Produkte	3537: Allgemeine Maschinenherstellung	9999: Nicht zuzuordnende Einrichtungen (wird auf das größte Segment angerechnet)

Verbleibende Segmente:	Zugeordnete Vergleichsgruppen:	
2813: Chemikalien und verwandte Produkte	FOK_28 <i>Eckert & Ziegler Medizin & Strahlentechnik</i> Henkel AG & Co. KG <i>H&R AG</i> STADA Arzneimittel AG <i>Biotest AG</i> Turbon AG LANXESS AG	FOK_35A Gildenmeister AG <i>Schuler AG</i> Dürkopp-Adler AG <i>Heidelberger</i> <i>Druckmaschinen AG</i> Koenig & Bauer AG
3537: Allgemeine Maschinenherstellung		

Abbildung 22: Unternehmensbeispiel Segmentzuordnung Linde AG²⁷¹

In einem ersten Schritt wird der Datensatz um das Segment 9999 bereinigt. Dies wird umgesetzt, indem die Daten demjenigen Segment zugeordnet werden, das als Kernsegment (und somit als größtes Segment gemessen am Umsatz) gilt. Bei der Linde AG stellt das Segment 2813 mit einem Umsatzanteil von 83 % (in 2010) das Kernsegment dar und wird dementsprechend mit den Daten des Segments 9999 verrechnet.

²⁷¹ Eigene Darstellung.

Im nächsten Schritt wird jedem Segment eine Vergleichsgruppe zugeordnet. Für das Segment 2813 wird die Gruppe FOK_28 bestimmt und für das Segment 3537 die Gruppe FOK_35A. Die zugehörigen fokussierten Unternehmen können ebenfalls der Abbildung 22 entnommen werden.

Nach der Veranschaulichung der Segment- und Vergleichsgruppenzuordnung anhand der Linde AG wird nun die Auswahl der Untersuchungsmethodik zur Überprüfung der Hypothese H1 erläutert.

3.2 Methodenauswahl zur Überprüfung der Existenz eines Bewertungsunterschieds

Zur Ermittlung eines Bewertungsunterschieds bzw. Excess Values bedarf es zunächst der Auswahl geeigneter Performancegrößen und eines geeigneten Forschungsmodells. Wie in Kapitel 2.3 im Überblick des Forschungsstands dargelegt, existieren verschiedene Methoden zur Ermittlung eines Bewertungsunterschieds: Ereignisstudien und Vergleichswertermittlungen.

Die Anwendung der Methode der Ereignisstudie zur Ermittlung eines Bewertungsunterschieds setzt gewichtige Transaktionen im Untersuchungszeitraum voraus. Sie ist in der Lage, die Veränderungen des Unternehmenswerts nach einer Transaktion, hin zu einem diversifizierten oder einem fokussierten Unternehmen, aufzudecken. Allerdings birgt sie die Gefahr der Ergebnisverzerrung aufgrund der geringen Anzahl von Transaktionen, die die Untersuchungseinheit darstellen. Zudem müssen die Unternehmen den Grad ihrer Di-

versifikation im Lauf des Untersuchungszeitraums verändern, was zumeist nicht der Fall ist.²⁷²

Die Ermittlung eines Bewertungsunterschieds mittels Vergleichwertstudie erfolgt über die Gegenüberstellung der hypothetischen Unternehmenswerte mit den tatsächlichen Unternehmenswerten. Hier wird die Ergebnisverzerrung durch eine zu kleine Untersuchungseinheit vermieden, da alle diversifizierten Unternehmen, für die Vergleichsgruppen gebildet werden, in die Untersuchung aufgenommen werden können.²⁷³

Für die vorliegende Untersuchung der Hypothese H1 wird die Methodik der Vergleichwertstudie angewendet. Dies liegt zum einen darin begründet, dass die Datenbasis für eine Ereignisstudie nicht ausreichend ist, da es an gewichtigen Transaktionen im Betrachtungszeitraum mangelt. Zum anderen können hypothetische Unternehmenswerte mit adäquaten Vergleichsgruppen nicht nur zu den Zeitpunkten von Transaktionen, sondern über einen kontinuierlichen Zeitraum jährlich ermittelt werden. Darüber hinaus kann mit dieser Methodik eine genaue Überprüfung der Effekte auf der Segmentebene über einen kontinuierlichen Zeitraum durchgeführt werden.²⁷⁴

Das erste Ziel dieser Arbeit ist der Nachweis eines Bewertungsunterschieds für deutsche diversifizierte und am Kapitalmarkt notierte Unternehmen im Vergleich zu fokussierten Unternehmen. Dazu ist es erforderlich, die Maßzahl des Excess Values zu definieren und die benötigten Vergleichsparameter für den Abgleich zwischen den einzelnen Segmenten und den jeweiligen Vergleichsgruppen zu bestimmen.

Der Excess Value gibt an, in welcher Höhe ein diversifiziertes Unternehmen im Vergleich zu einem fokussierten Unternehmen unter- oder überbewertet wird. Die Berechnung des

²⁷² Vgl. Comment/Jarrell (1995), S. 68 ff.

²⁷³ Vgl. Beckmann (2006), S. 26.

²⁷⁴ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 46 f.

Excess Values erfolgt dabei über eine Schätzung der Unternehmenswerte für jedes einzelne Segment eines diversifizierten Unternehmens und den Vergleich mit dem tatsächlichen Unternehmenswert des Konglomerats. Der Überschuss bzw. die Differenz der Unternehmenswerte stellt den Excess Value dar. Der Excess Value kann logarithmisch oder prozentual ermittelt werden.²⁷⁵

Prozentual erfolgt die Berechnung über die Formel:

$$\text{Excess Value} = \left(\frac{\text{tatsächlicher Unternehmenswert}}{\text{hypothetischer Unternehmenswert}} \right) - 1$$

Die logarithmische Ermittlung des Excess Values erfolgt nach folgender Formel:

$$\text{Excess Value} = \ln \left(\frac{\text{tatsächlicher Unternehmenswert}}{\text{hypothetischer Unternehmenswert}} \right)$$

Die Excess Value-Berechnung wird in der vorliegenden Arbeit anhand der logarithmischen Formel vorgenommen, weil sich die logarithmische Form für die im späteren Verlauf der Arbeit durchzuführende Regression besser eignet.²⁷⁶

Jedes einzelne Segment eines Konglomerats ist objektiv zu bewerten, da die einzelnen Segmente nicht am Kapitalmarkt gelistet sind. So kann aus der Summe aller Segmente ein hypothetischer Unternehmenswert eines Konglomerats bestimmt werden. Um die hypothetischen Werte der Segmente mit der Vergleichswertmethode errechnen zu können, sind Vergleichsobjekte, hier fokussierte Unternehmen, zu bestimmen, die vom Kapitalmarkt bewertet wurden. Die Marktwertberechnung der einzelnen Segmente erfolgt dann

²⁷⁵ Vgl. Lins/Servaes (1999), S. 2221 f.; Berger/Ofek (1995), S. 46 ff.

²⁷⁶ Vgl. Wooldridge (2000), S. 653 ff.

nach einer Multiplikatorenberechnung.²⁷⁷ Hierbei werden Bezugsgrößen der Vergleichsobjekte auf die einzelnen Segmente übertragen. Vorausgesetzt wird bei dieser Methodik, dass sich die Vergleichsobjekte und die zu bewertenden Segmente lediglich durch das preisbestimmende Bezugsmaß unterscheiden und sich darüber hinaus linear verhalten.²⁷⁸

3.2.1 Referenzgrößen und Bezugsmaße

Es sind Bezugsmaße bzw. Multiplikatoren sowie eine Referenzgröße auszuwählen, um das Forschungsmodell aufzustellen. Als Referenzgröße wird der Gesamtwert des Unternehmens nach der Entity-Methode definiert, um eine Vergleichbarkeit mit anderen, zuvor durchgeführten Studien zu schaffen. Der Marktwert des Fremd- und Eigenkapitals bildet hierbei den Gesamtwert des Unternehmens. In der vorliegenden Untersuchung wird eine Vereinfachung der Berechnung des Fremdkapitals vorgenommen, um die Aufwand-Nutzen-Relation in Balance zu halten. Dazu wird der Buchwert des Fremdkapitals (anstatt wie vorgesehen der Marktwert) verwendet, weil eine Bewertung des Fremdkapitals zu Marktpreisen aller Unternehmen einen zu hohen Aufwand für eine nur wenig höhere Genauigkeit darstellt. Etliche Untersuchungen verfahren mit der Berechnung des Gesamtwerts auf die gleiche Weise, da die entstehende geringe Ungenauigkeit den hohen Aufwand der Berechnung nicht rechtfertigt und somit zugelassen werden kann.²⁷⁹

²⁷⁷ Die Multiplikatorenberechnung wird in mehrfacher Hinsicht kritisiert. Zunächst aufgrund der zahlreichen Freiheitsgrade bei der Bestimmung der Vergleichsgruppen. Zudem wird die mangelnde theoretische Fundierung des Berechnungsverfahrens angeführt. Ebenso wird die Übereinstimmung zwischen dem fundamentalen Wert des Unternehmens und dem Marktpreis angezweifelt. Zur ausführlichen Darstellung der Kritik vgl. Herrmann (2002), S. 73, Löhnert/Böckmann (2001), S. 403 f. und Ballwieser (1991), S. 62 f. Um Kritik an der Anwendung der Methodik in dieser Arbeit zu entkräften, wurde bereits in Kapitel 3.1.2 die Notwendigkeit des Interrator-Reliabilitätstests festgestellt und die Ergebnisse für die vorliegende Untersuchung dargelegt.

²⁷⁸ Vgl. Coenenberg/Schultze (2002), S. 698.

²⁷⁹ Vgl. Vartanian (2003), S. 122.

Die Auswahl der Multiplikatoren ist der nächste Schritt beim Aufbau des Forschungsmodells. Hierbei sind Bezugsgrößen auszuwählen, die die Beständigkeit und Qualität der Ergebnisse der Excess Value-Berechnung gewährleisten. Als Multiplikatoren werden, wie in Abbildung 23 zusammengefasst, der Umsatz, das operative Ergebnis und das Aktiva gewählt.

Der Umsatz wird gewählt, auch wenn dieser keine bzw. kaum Rückschlüsse auf die zukünftige Leistung des Unternehmens erlaubt. Er dient dennoch als geeigneter Multiplikator, da er eine große Robustheit bei der Betrachtung aus der Bilanzierungs- und Rechnungslegungssicht aufweist.²⁸⁰

Das operative Ergebnis wird aufgrund der Möglichkeit, die auf Kostenstrukturen basierenden Verzerrungen auszuschalten, gewählt. Es spiegelt die Ertragskraft des Unternehmens und ist in der Praxis einer der am häufigsten verwendeten Multiplikatoren, wengleich Verzerrungen, ausgelöst durch bilanz- und abschreibungspolitische Möglichkeiten, auftreten können.²⁸¹

Als dritter Multiplikator dient das Aktiva. Die bis dato durchgeführten Studien zum Diversification Discount verwenden diesen Multiplikator häufig,²⁸² um durch den Buchwert aller Aktiva das Unternehmenswachstum in der Zukunft schätzen zu können. Daher wird er auch in dieser Untersuchung angewendet, obwohl eine geringe Ergebnisverzerrung durch die Berechnung des Unternehmenswerts denkbar ist. Denn dieser wird mit dem Buchwert

²⁸⁰ Vgl. Seppelfricke (2003), S. 156.

²⁸¹ Vgl. Givoly/Hayn/D'Souza (1993).

²⁸² Beispiele sind Graham/Lemmon/Wolf (2002), S. 700; Campa/Kedia (2002), S. 1736 f.; Lins/Servaes (1999), S. 2220 f.

des Fremdkapitals und dem Marktwert des Eigenkapitals errechnet. Dieses Vorgehen sichert die Vergleichbarkeit mit den vorangegangenen Studien.²⁸³

Die Berechnung der einzelnen Multiplikatoren erfolgt durch die Bildung des Medians über die gesamte Vergleichsgruppe. Die Verwendung des Medians ist hier der Anwendung des arithmetischen Mittels vorzuziehen, da bei der Medianberechnung Ergebnisverzerrungen durch mögliche Ausreißer minimiert werden können.²⁸⁴

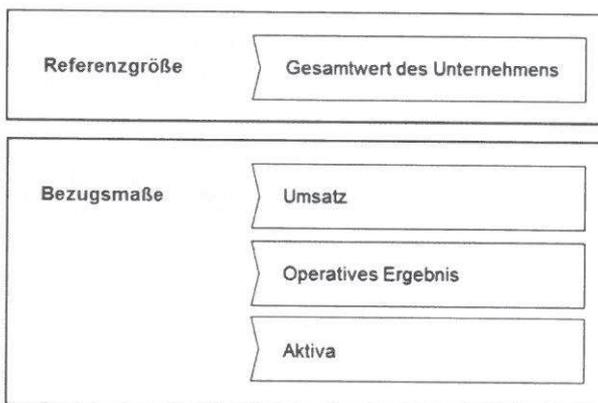


Abbildung 23: Referenz- und Bezugsgrößen²⁸⁵

Die Multiplikatoren, errechnet aus den Vergleichsgruppen, werden anschließend mit dem Aktiva, dem Umsatz und dem operativen Ergebnis der einzelnen Segmente multipliziert. Der hypothetische Unternehmenswert ergibt sich aus der Summe dieser Einzelwerte.²⁸⁶

Die Formel zur Berechnung des Multiplikators M lautet wie folgt:

²⁸³ Vgl. Beckmann (2006), S. 93.

²⁸⁴ Vgl. Loderer/Jörg/Pichler/Zgraggen (2002), S. 785.

²⁸⁵ Eigene Darstellung.

²⁸⁶ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 40.

$$Mv = \text{Median} \left(\frac{\text{Gesamtwert UN1}}{\text{Kenngröße UN1}}; \frac{\text{Gesamtwert UN2}}{\text{Kenngröße UN2}}; \dots; \frac{\text{Gesamtwert UNx}}{\text{Kenngröße UNx}} \right)$$

Um den Excess Value bestimmen zu können, ist in einem weiteren Schritt die Differenz zwischen dem hypothetischen und dem tatsächlichen Unternehmenswert zu ermitteln. Werte der Multiplikatoren, die nicht einzelnen Segmenten zugeordnet sind (z. B. SIC 9999), werden dem Segment mit dem größten Umsatz zugerechnet.²⁸⁷ Ein negativer Excess Value zeigt einen Diversification Discount, also eine Unterbewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt, an, ein positiver Excess Value ein Diversification Premium (eine Überbewertung).²⁸⁸

Die notwendigen Formeln zur Berechnung des Excess Values schließen die Berechnung des tatsächlichen Unternehmenswerts (actual value) und des hypothetischen Unternehmenswerts (hypothetical value) mit ein.²⁸⁹ Die Berechnung des hypothetischen Unternehmenswerts erfolgt mit folgender Formel:

$$\text{hypothetical value} = \sum_{i=1}^n (\text{Kenngröße Segment } i * Mvi)$$

Die Anzahl der Segmente sind hier durch n angezeigt, i beschreibt die einzelnen Unternehmenssegmente. Der tatsächliche Unternehmenswert setzt sich, wie in nachstehender Formel angegeben, aus dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Buchwert des Fremdkapitals zusammen.

²⁸⁷ Zu diesem Verfahren siehe Berger/Ofek (1995), S. 43 f.

²⁸⁸ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 46.

²⁸⁹ Vgl. Beckmann (2006), S. 95 f.

$$\text{actual value} = \text{market value (equity)} + \text{book value (debt)}$$

Der Excess Value ergibt sich aus der Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem hypothetischen Unternehmenswert:

$$\text{Excess Value} = \ln \frac{\text{actual value}}{\text{hypothetical value}}$$

Für die fokussierten Unternehmen ist ebenfalls ein Excess Value zu errechnen. Dies erfolgt wie bei den diversifizierten Unternehmen. Es existiert, im Gegensatz zu den diversifizierten Unternehmen, jedoch nur ein Segment, das verglichen wird.²⁹⁰

3.2.2 Überprüfung der Existenz eines Bewertungsunterschieds

Nach der mathematischen Herleitung des Excess Values erfolgt nun die Überprüfung der Hypothese H1 anhand der Excess Value-Ermittlung. Die Hypothese H1 („Deutsche börsennotierte, diversifizierte Unternehmen unterliegen, verglichen mit fokussierten Unternehmen, einem Bewertungsunterschied.“) mit μ_{div} als Median der Excess Values der diversifizierten und μ_{fok} als Excess Values der fokussierten Unternehmen lautet:

$$H1: \mu_{\text{div}} \neq \mu_{\text{fok}}$$

Die errechneten Mediane²⁹¹ der Excess Values der diversifizierten und fokussierten Unternehmen über den gesamten Untersuchungszeitraum von 2004 bis 2010 sind der Abbildung 24 zu entnehmen. Festzustellen ist, dass der Median der Excess Values der diversi-

²⁹⁰ Vgl. Beckmann (2006), S. 97.

²⁹¹ In der vorliegenden Arbeit wird der Median dem arithmetischen Mittel vorgezogen. Dies ist damit zu begründen, dass der Median gegenüber extrem abweichenden Werten robuster ist als das arithmetische Mittel. Für weitere Ausführungen zum Median und dem arithmetischen Mittel vgl. Litz (2003) S. 80 ff.

fizierten Unternehmen über die gesamten sieben Jahre ungleich von denen der fokussierten Unternehmen ist.

Ferner zeigt Abbildung 24, dass es sich bei den errechneten Excess Values für die Gesamtheit der diversifizierten Unternehmen konstant um einen Diversification Discount handelt und kein Premium vorzufinden ist. Dies zeigen die negativen Abweichungen, die zwischen den Werten -0,01 und -0,34 variieren.

Jahr	Median EV UNdiv	Median EV UNfok
2004	-0,30	0,00
2005	-0,01	0,00
2006	-0,12	0,00
2007	-0,11	0,00
2008	-0,34	0,00
2009	-0,24	0,00
2010	-0,16	0,00

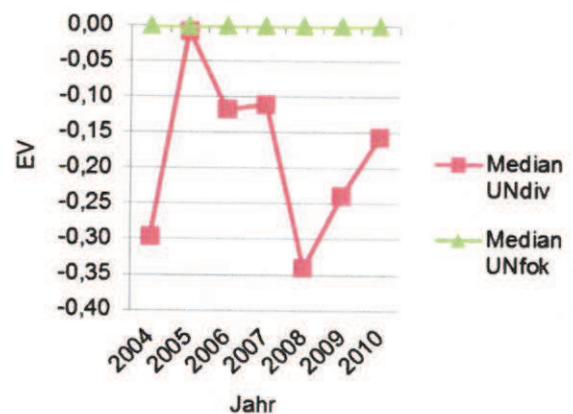


Abbildung 24: Mediane der Excess Values der diversifizierten und fokussierten Unternehmen von 2004 bis 2010²⁹²

Die Ergebnisse zeigen, dass die Hypothese H1 bestätigt werden kann. Demnach existiert ein Bewertungsunterschied zwischen deutschen börsennotierten, diversifizierten und fokussierten Unternehmen.

Nachdem die erste Hypothese überprüft und bestätigt werden konnte, erfolgt in Kapitel 3.3 die Auswahl der Testmethodik zur Überprüfung der Hypothese H2 („Der Bewertungsunterschied ist im Durchschnitt negativ und somit ein Discount.“).

²⁹² Eigene Darstellung.

3.3 Methodenauswahl zur Überprüfung der Existenz eines Diversification Discounts

Zur Überprüfung der Hypothese H2 wird zunächst eine deskriptive Analyse der Daten (hier die Excess Values) durchgeführt, um eine Übersicht über die Daten gewinnen zu können. Dazu werden ein Boxplot sowie Quantile-Quantile-Plots für jedes Jahr des Untersuchungszeitraums bestimmt und betrachtet.

Ein schneller erster Überblick über die Lage der Datenwerte lässt sich in einem Boxplot erfassen. Der Boxplot ist eine grafische Darstellung, mit der ein unmittelbarer Eindruck über verschiedene robuste Streuungs- und Lagemaße einer Verteilung, wie die Symmetrie und Schiefe, aber auch die Anzahl und Lage extremer Beobachtungen gewonnen werden kann. Zur Darstellung des Medians der Datenwerte wird eine Linie in der Mitte der Box bezeichnet. Die Länge der Box zeigt die Spannweite vom kleinsten Datenwert des Datensatzes bis zum größten Datenwert an.²⁹³

Dem Boxplot in Abbildung 25 lässt sich die Lage der Mittelwerte der Excess Values über den Untersuchungszeitraum von 2004 bis 2010 entnehmen. Nahezu alle Mittelwerte liegen nahe null und sind annähernd zentral. Es lassen sich zwei Extremwerte in den Jahren 2004 und 2009 identifizieren. Diese liegen mit einem Wert kleiner -2 auffällig weit von den übrigen Datenwerten entfernt.

Mit dem Boxplot konnten bisher die Lage und Schiefe der Datenwerte sowie zwei Extremwerte identifiziert werden. Ob eine Normalverteilung der Datenbasis vorliegt, kann mit diesem Diagramm jedoch nicht beurteilt werden.

²⁹³ Vgl. Tukey (1977) für tiefergehende Erläuterungen zum Boxplot.

Aufgrund dessen werden Quantile-Quantile-Plots (Q-Q-Plot) für die Excess Values jedes Jahres zur weiteren Betrachtung herangezogen. Dies ist notwendig, da für die nachfolgende empirische Untersuchung eine Normalverteilung der Daten vorausgesetzt wird.

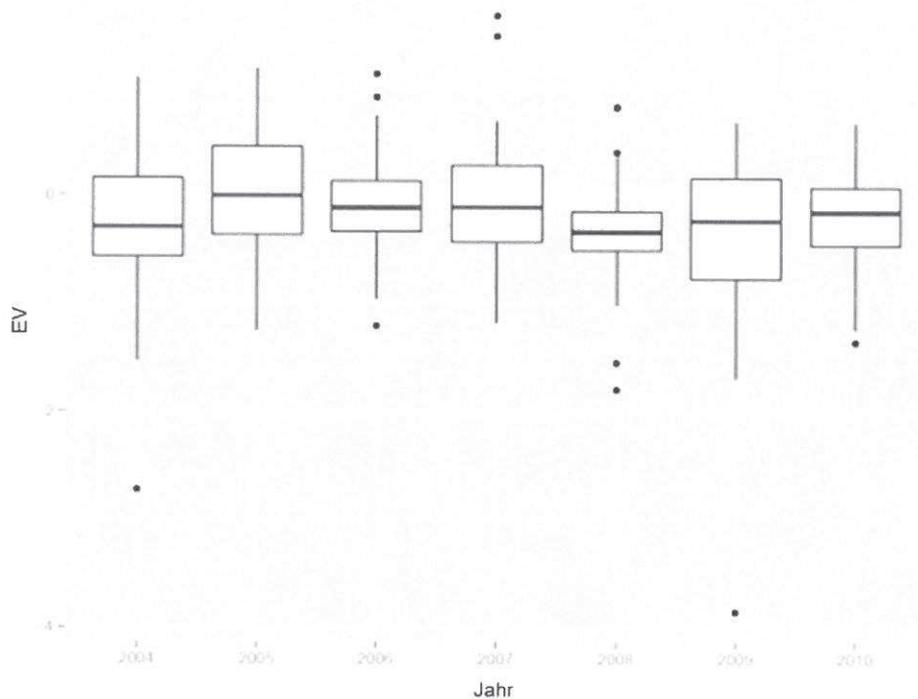


Abbildung 25: Boxplot über die Lage der Excess Values²⁹⁴

Ein Q-Q-Plot dient der grafischen Überprüfung einer empirischen Verteilung von Daten auf eine theoretische Verteilungsannahme. Im vorliegenden Fall handelt es sich bei der Verteilungsannahme um eine Normalverteilung. Im Q-Q-Plot werden die Quantile der Normalverteilung auf der x-Achse und die empirischen Quantile auf der y-Achse in einem Koordinatensystem abgetragen. Falls die Daten aus einer Normalverteilung stammen, liegen die Datenpunkte im Koordinatensystem auf der Diagonalen (Ursprungsgeraden). Die

²⁹⁴ Eigene Darstellung.

Normalverteilungsannahme gilt nicht, wenn die Datenpunkte zu stark von der Diagonalen abweichen.²⁹⁵

In Abbildung 26 sind die Q-Q-Plots für die ermittelten Excess Values für die einzelnen Jahre von 2004 bis 2010 abgebildet. Am Rand der Datenwerte können einige Datenpunkte identifiziert werden, die stärker von den übrigen Datenpunkten abweichen. Diese stellen Extremwerte dar und treten, wie zuvor auch im Boxplot beobachtet, in den Jahren 2004 und 2009 auf. Abgesehen von den festzustellenden Extremwerten spiegeln die übrigen Datenpunkte im Allgemeinen eine Normalverteilungsannahme wider.

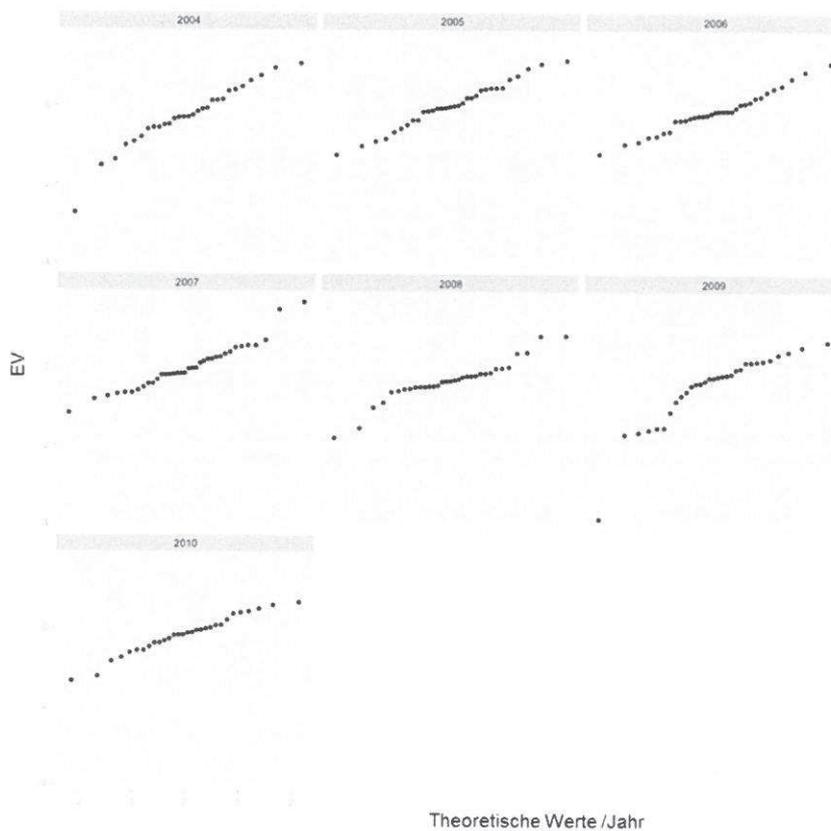


Abbildung 26: Q-Q-Plot zu den Excess Values²⁹⁶

²⁹⁵ Vgl. Chambers et al. (1983) zur Vertiefung der Thematik.

Es existiert noch eine Reihe weiterer Verfahren zum Testen der Normalverteilung von Datenpunkten. Die Betrachtung der Lage und Verteilung der Datenwerte der Excess Values soll an dieser Stelle mit dem Boxplot und den Q-Q-Plots abgeschlossen werden. Nach der Überprüfung der Normalverteilung der Daten als Testvoraussetzung ist nun das Testmodell zur Überprüfung der Hypothese H2 zu definieren.

Das Testproblem besteht aus n unabhängigen Stichprobenvariablen $X_1, \dots, X_n \sim N(\mu, \sigma^2)$ mit unbekannter Varianz σ^2 .²⁹⁷ Für das Testproblem stellt der einseitige Student-t-Test, ein parametrischer Test, die adäquate Teststatistik dar. Für das Testproblem folgt die Nullhypothese:

$H_{20}: \mu \geq 0$ und $H_{21}: \mu < 0$, die zum Niveau α verworfen wird.

Die verwendete Teststatistik, bei der das Niveau α von 5 % gewählt wird, lautet:

$$T = \sqrt{n} \cdot \frac{\bar{X} - \mu_0}{S}$$

3.3.1 Überprüfung der Existenz eines Diversification Discounts

Nach der Definition der Teststatistik erfolgt nun die Überprüfung der Hypothese H2 („Der Bewertungsunterschied ist im Durchschnitt negativ und somit existiert ein Discount.“).

²⁹⁶ Eigene Darstellung.

²⁹⁷ Die Menge der Beobachtungen n-1 entspricht der Menge der Freiheitsgrade. Falls X_1, \dots, X_n nicht normalverteilt sind, gilt die Verteilungsaussage lediglich approximativ (vgl. Genschel/Becker (2005), S. 239).

Diese lautet mathematisch:

$H_{2_0}: \mu_0 \geq 0$ und $H_{2_1}: \mu_0 < 0$.

Mit Hilfe der Nullhypothese H_{2_0} wird das Signifikanzniveau überprüft. Dabei besagt H_{2_0} , dass der Bewertungsunterschied im Durchschnitt positiv ist. Daher gilt es, diese Nullhypothese abzulehnen. Die Signifikanz kann anhand von Signifikanzwerten, den sogenannten p-Werten, abgelesen werden. Der p-Wert zeigt an, mit welcher Wahrscheinlichkeit das Berechnungsergebnis indiziert, ob die Nullhypothese abgelehnt werden kann. Die Nullhypothese ist eher dann abzulehnen, wenn der p-Wert niedrig ist, da die Irrtumswahrscheinlichkeit in diesem Fall umso geringer ist.²⁹⁸ Laut Genschel und Becker (2005) gilt ein p-Wert $\leq 0,001$ als sehr starke Beweislast gegen H_{2_0} , ein Wert zwischen 0,001 und 0,01 als starke Beweislast und ein Wert zwischen 0,01 und 0,05 als moderate Beweislast. Als mäßige Beweislast gelten Werte zwischen 0,05 und 0,1 und als schwache Beweislast Werte $> 0,1$.²⁹⁹

Abbildung 27 zeigt die p-Werte zu der Nullhypothese $H_{2_0}: „\mu \geq 0“$ für den Untersuchungszeitraum der Jahre 2004 bis 2010. Es ist abzulesen, dass H_{2_0} für die Jahre 2004, 2008, 2009 und 2010 signifikant abgelehnt werden kann. Für 2004 kann die Nullhypothese mit einer 96 %igen Wahrscheinlichkeit abgelehnt werden, für 2008 und 2009 mit einer nahezu 100 %igen Wahrscheinlichkeit und für 2010 mit einer Wahrscheinlichkeit von 98%.

²⁹⁸ Vgl. (auch für weitere Ausführungen) Backhaus et al. (2011), S. 340 f.

²⁹⁹ Vgl. Genschel/Becker (2005), S. 189 f.

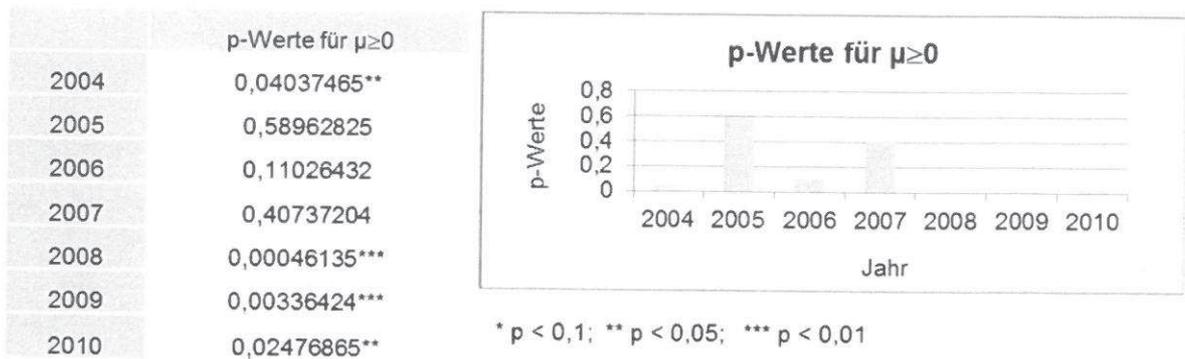


Abbildung 27: p-Werte für $H_{20}: \mu \geq 0$ ³⁰⁰

Für die Jahre 2005 bis 2007 kann die Nullhypothese aufgrund der für alle Jahre vorliegenden durchschnittlich negativen Excess Values abgelehnt werden, jedoch nicht signifikant. Im Jahr 2005 kann H_{20} mit einer 41 %igen Wahrscheinlichkeit, 2006 mit einer Wahrscheinlichkeit von 89 % und 2007 mit einer 60 %igen Wahrscheinlichkeit abgelehnt werden.

Zusammengefasst zeigen die Ergebnisse, wie auch in Abbildung 28 dargestellt, dass zwar ein eindeutiger Excess Value vorliegt, dieser jedoch nur für vier der betrachteten Jahre durchschnittlich negativ und somit ein Discount ist. Für drei der überprüften Jahre lässt sich hingegen kein eindeutiger durchschnittlicher Discount nachweisen, sondern es ist lediglich ein eindeutiger Excess Value dokumentiert.

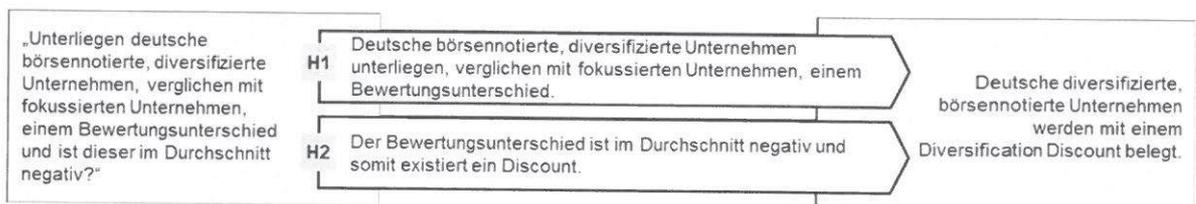


Abbildung 28: Ergebnis der Überprüfung der Hypothesen H1 und H2³⁰¹

³⁰⁰ Eigene Darstellung.

Die Ergebnisse der Excess Value-Berechnung können weiter aufgespalten werden, um die kalkulierten Werte tiefergehend zu betrachten. Die Werte in Abbildung 29 zeigen, dass der Excess Value im Durchschnitt negativ ist. Er ist in die Excess Values des Umsatzes, des Aktivas und des operativen Ergebnisses aufgeschlüsselt dargestellt.

	Median EV UN div	EV oper. Ergebnis	EV Umsatz	EV Aktiva
2004	-0,30	-0,39	-0,23	-0,23
2005	-0,01	0,21	-0,01	-0,10
2006	-0,12	-0,32	0,01	-0,14
2007	-0,11	-0,10	0,06	-0,05
2008	-0,34	-0,49	-0,28	-0,41
2009	-0,24	-0,33	-0,12	-0,20
2010	-0,16	-0,37	0,08	-0,10

Abbildung 29: Median der Excess Values, differenziert nach den einzelnen Excess Values der Multiplikatoren operatives Ergebnis, Umsatz und Aktiva der diversifizierten Unternehmen³⁰²

Diese Aufschlüsselung in Abbildung 30 zeigt einen parallelen Verlauf der Excess Values des Umsatzes und des Aktivas. Lediglich der Excess Value des operativen Ergebnisses nimmt in den Jahren 2004 bis 2006 einen abweichenden Wert, sogar bis zu 21 % in den positiven Bereich, an. Dennoch liegt der Excess Value als Summe der Excess Values der drei Multiplikatoren im negativen Bereich und zeigt somit einen kontinuierlichen, wenn auch in seiner Ausprägung schwankenden Diversification Discount an. Der durchschnittliche Discount reicht von -1 % bis zu einem Wert von -34 %.

³⁰¹ Eigene Darstellung.

³⁰² Eigene Darstellung.

Im Jahr 2004 zeigt die Grafik einen durchschnittlichen Discount in Höhe von -30 %. Von 2004 auf 2005 vermindert sich der Discount zunächst auf -1 %, bis in den darauffolgenden Jahren bis 2007 wieder ein leichter Anstieg auf -11 % abzulesen ist. Von 2007 auf 2008 ist ein weiterer, plötzlich auftretender Anstieg des Discounts auf bis zu -34 %, dem gemessenen Höchstwert der vorliegenden Studie, festzustellen.

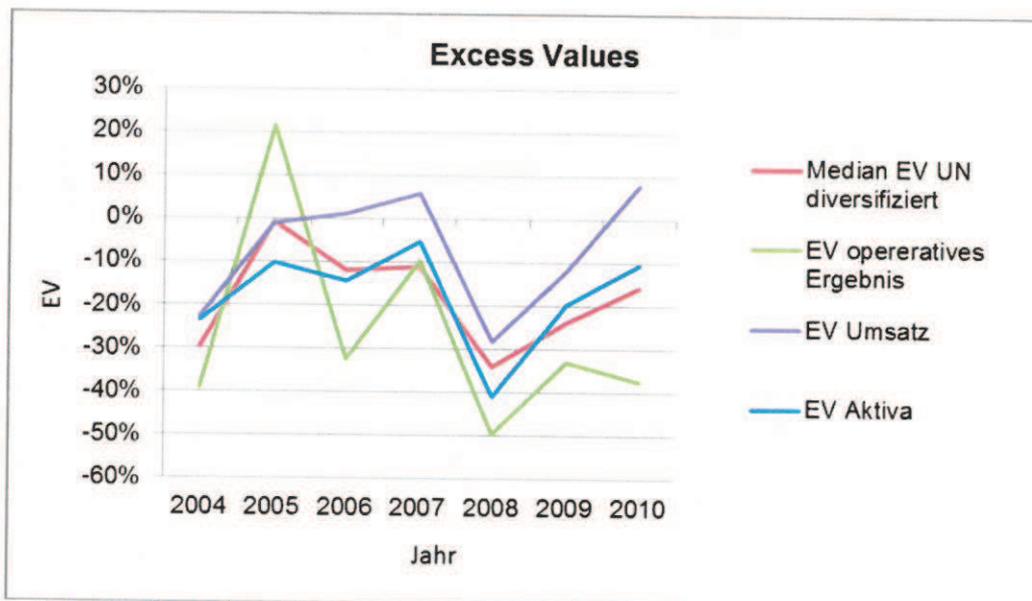


Abbildung 30: Excess Values der diversifizierten Unternehmen, untergliedert in die Excess Values des operativen Ergebnisses, des Umsatzes und des Aktivas³⁰³

Eine mögliche Erklärung für die hohen Discounts in 2003/2004 und 2008/2009, die von den Unternehmen nicht beeinflussbar ist, liefert die Betrachtung des Bruttoinlandsproduktes (BIP) in Abbildung 31. Es ist ein niedriges BIP parallel zu den hohen Diversification Discounts festzustellen.

³⁰³ Eigene Darstellung.

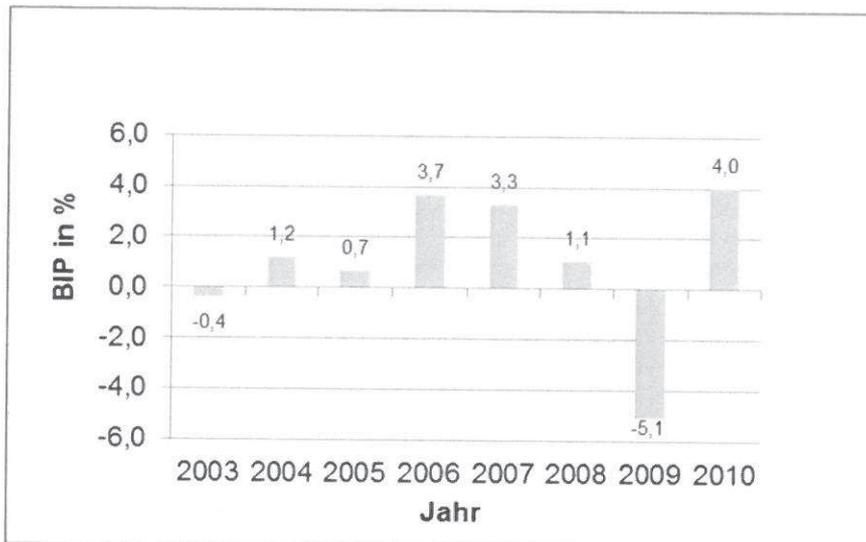


Abbildung 31: Wirtschaftswachstum (BIP) Deutschland gegenüber dem Vorjahr in %³⁰⁴

Das BIP zeigt den Gesamtwert aller Dienstleistungen und Waren an, die dem Endverbraucher dienen und innerhalb eines Jahres hergestellt wurden. Insbesondere in 2003 und 2008/2009 lässt sich ein niedriges bzw. sinkendes BIP feststellen. Dies bedeutet, dass in diesen Jahren eine geringe bzw. geringere wirtschaftliche Leistungsfähigkeit vorliegt als in den übrigen Jahren.³⁰⁵ Mögliche Auswirkungen der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des gesamten Landes auf die Entwicklungen am Kapitalmarkt können von den einzelnen Unternehmen nicht beeinflusst werden, um einen Diversification Discount zu vermeiden oder zu verringern.

Zudem zeichnete sich in 2007/2008 eine weltweite Finanzkrise ab, von der sich die Finanzmärkte erst nach 2008 langsam wieder erholten. Die Finanzkrise führte zu einem mangelnden Vertrauen in den Interbankenmarkt, zur Zahlungsunfähigkeit einiger Länder

³⁰⁴ Statistisches Bundesamt Wiesbaden.

³⁰⁵ Vgl. Felderer/Homburg (2005), S. 40 f.

der Europäischen Union und beeinflusste zudem die Realwirtschaft.³⁰⁶ Insbesondere börsennotierte Unternehmen standen vor der Herausforderung, Zukunftsprognosen für ihre Märkte abzugeben, obwohl sich diese in einem unstabilen Zustand befanden. Die zuge-spitzte Situation am Kapitalmarkt, ausgelöst durch die Finanzkrise, lässt sich deutlich an der Entwicklung des Deutschen Aktienindex ablesen. Hier zeigt sich anhand der Wert-entwicklung von 8.067,32 Punkten am 28.12.2007 auf 6.439,21 Punkte am 23.01.2008 der dramatische Kursrückgang der 30 umsatzstärksten deutschen Unternehmen.³⁰⁷

Aufgrund der neuen Herausforderungen veröffentlichten zahlreiche Unternehmen mehre-re Zukunftsszenarien, um den Kapitalgebern eine möglichst hohe Transparenz zu ge-währleisten. Der vorherrschenden Unsicherheit unter den Kapitalgebern konnte auf diese Weise jedoch nur bedingt entgegengewirkt werden. Denn auch führende Wirtschaftsver-bände prognostizierten Liquiditätsengpässe für Unternehmen, die auf neue Kredite ange-wiesen waren. Dies folgte aus der Risikovermeidung der Kreditgeber und einem damit einhergehenden verschlechterten Zugang zu Krediten.³⁰⁸

Nach 2008 verringert sich der Discount stetig, bis er in 2010 mit einem Wert von -16 % annähernd den Bereich vor der Finanzkrise erreicht. Dementsprechend stellt der Excess Value über den gesamten Untersuchungszeitraum einen Diversification Discount dar.

Um die Ergebnisse noch deutlicher herauszustellen, sind in Abbildung 32 die durch-schnittlichen Excess Values der einzelnen diversifizierten Unternehmen abgebildet.

³⁰⁶ Vgl. Bloss et al. (2009), S. 24.

³⁰⁷ http://www.boerse-frankfurt.de/de/aktien/indizes/dax+DE0008469008/kurs_und_umsatzhistorie/historische+kursdaten (recherchiert am 16.09.2013).

³⁰⁸ http://www.kfw.de/kfw/de/III/Download_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente_Unternehmensbefragung/Ubef2009_22-05_internet.pdf, S. 4 f. (recherchiert am 04.03.2013).

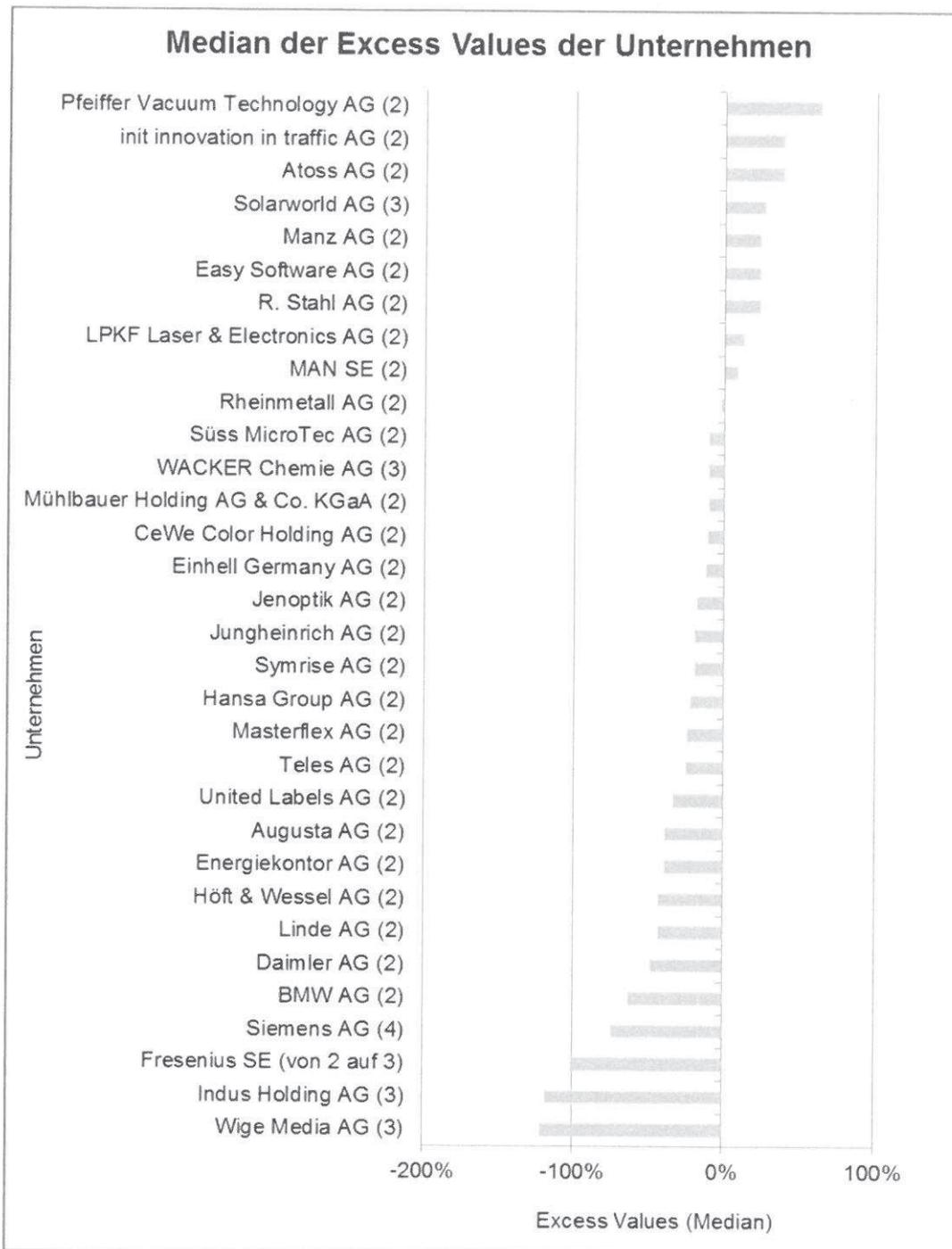


Abbildung 32: Durchschnittliche Excess Values der diversifizierten Unternehmen³⁰⁹

³⁰⁹ Eigene Darstellung.

Neun Unternehmen, was einem Anteil von 28,125 % entspricht, weisen ein Diversification Premium auf, das sich zwischen 9 % und 64 % bewegt. Demgegenüber werden 23 Unternehmen (71,875 %) mit einem Discount belegt, der zwischen -2 % und -121 % liegt. Dies deckt sich mit den Untersuchungsergebnissen Beckmanns. Auch ihm gelang der Nachweis eines Discounts für 70 % der Unternehmen und dementsprechend der Nachweis eines Premiums für 30 % der Unternehmen.³¹⁰

Betrachtet man die vier Unternehmen mit dem höchsten Discount, so fällt auf, dass sie auch die höchste Anzahl an Segmenten besitzen. Zwei Ausnahmen sind hier festzustellen: die WACKER Chemie AG und die Solarworld AG mit jeweils drei Segmenten. Erstere weist trotz der Segmentanzahl lediglich einen niedrigen Discount auf und die Solarworld AG zeigt sogar ein Premium. Die Aussage, eine höhere Anzahl von Segmenten führe zu einem höheren Discount, unterstützt die Ergebnisse von Berger und Ofek³¹¹ und wird im weiteren Verlaufe dieser Arbeit empirisch überprüft.

In Abbildung 33 werden einige Kennzahlen mit dem Excess Value verglichen. Die Grafik zeigt, dass das Unternehmen, das einen durchschnittlichen Diversification Discount von -121 % aufweist (hier: Wige Media AG), einen durchschnittlichen Total Shareholder Return³¹² (TSR), eine durchschnittliche Profitabilität³¹³ und einen durchschnittlichen Return on invested capital³¹⁴ (ROIC) um die 0 % aufweist. Das Unternehmen mit dem durchschnittlich größten Diversification Premium von +64 % (hier: Pfeiffer Vacuum Technology)

³¹⁰ Vgl. Beckmann (2006), S. 103.

³¹¹ Vgl. Berger/Ofek (1995).

³¹² Der Total Shareholder Return stellt die Aktienrendite dar und wird bestimmt durch: $((\text{Aktienkurs am Ende des Jahres} \cdot \text{Aktienkurs am Anfang des Jahres}) + \text{Dividenden}) / \text{Aktienkurs am Anfang des Jahres}$. Vgl. auch zu weiteren Ausführungen Copeland/Koller/Murrin (2005), S. 55 ff.

³¹³ Die Profitabilität wird folgendermaßen berechnet: $\text{EBIT} / \text{Umsatz}$. Vgl. hierzu Krause/Arora (2010), S. 35 ff.

³¹⁴ Der Return on invested capital stellt die Kapitalrendite dar und setzt sich zusammen aus: $\text{NOPAT} / \text{investiertes Kapital}$. Vgl. hierzu Krause/Arora (2010), S. 48 ff.

weist einen durchschnittlichen TSR von 33 %, eine durchschnittliche Profitabilität von 25 % und einen durchschnittlichen ROIC von 21 % auf.

Wie die Grafik zeigt, kann kein mit dem Anstieg des Excess Values paralleler Verlauf der drei Kennzahlen identifiziert werden. Die Aktienrendite (TSR), die Anleger generieren können, sowie die Profitabilität und die Kapitalverzinsung (ROIC) zeigen demnach keinen erkennbaren Einfluss auf die Bewertung am Kapitalmarkt und den daraus resultierenden Diversification Discount oder ein Premium.

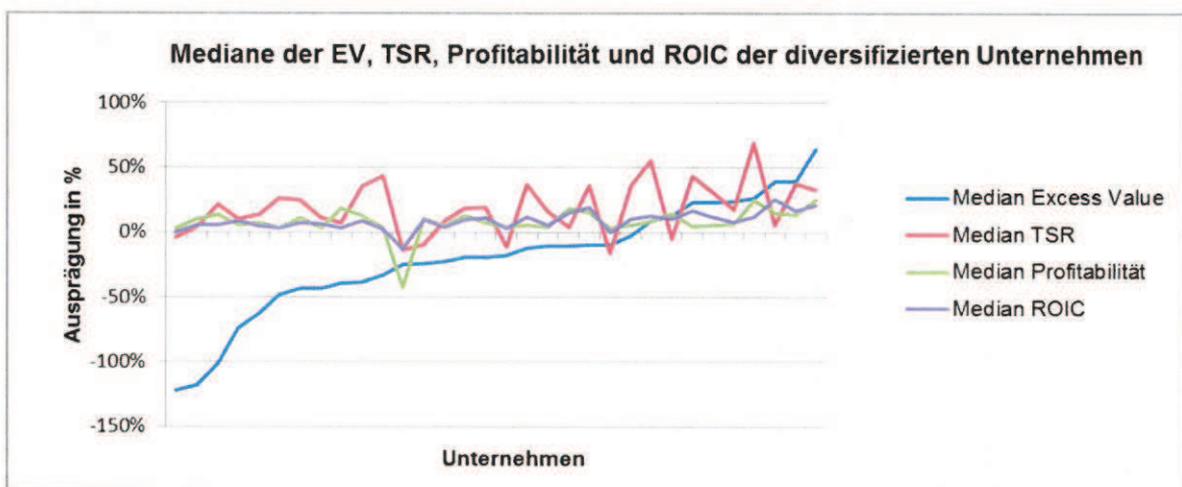


Abbildung 33: Mediane der EV, TSR, Profitabilität und ROIC der diversifizierten Unternehmen³¹⁵

Um die Untersuchungsergebnisse mit einem Beispiel zu untermauern, sollen die Ergebnisse auch hier am Beispiel der Linde AG demonstriert werden. Die Ergebnisse der Excess Value-Berechnung für die Jahre 2004 bis 2010 sind in Abbildung 34 aufgezeigt.

³¹⁵ Eigene Darstellung.

Dargestellt sind der Excess Value des Multiplikators „operatives Ergebnis“ (EVOI), der Excess Value des Multiplikators „Umsatz“ (EVS) und der Excess Value des Multiplikators „Aktiva“ (EVA). Aus diesen setzt sich der Excess Value für das gesamte Unternehmen zusammen, hier als „EV“ abgebildet. Auffällig ist die Konstanz des EVS und des EVA im Gegensatz zum EVOI. Der EV zeigt für alle Jahre einen Discount, außer für das Jahr 2009, in dem ein Premium vorliegt. Hier zeigt sich auch der bedeutsamste Anstieg des Multiplikators EVOI. Das operative Ergebnis stellt die Differenz aus den Einnahmen und Ausgaben der operativen Geschäftstätigkeit dar und identifiziert den Erfolg aus dem operativen Kerngeschäft.³¹⁶

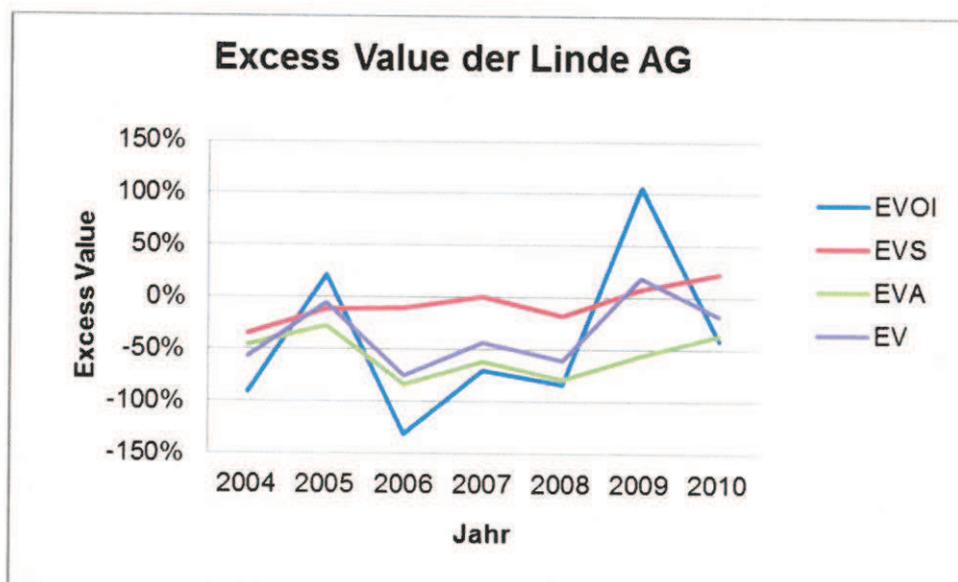


Abbildung 34: Excess Value der Linde AG im Zeitraum 2004 bis 2010³¹⁷

Nach dem Nachweis eines durchschnittlichen Excess Values bzw. Diversification Discounts für deutsche diversifizierte Unternehmen werden im Folgenden mögliche Einflussfaktoren auf den Excess Value betrachtet.

³¹⁶ Vgl. zur Thematik des operativen Ergebnisses Krause/Arora (2010) S. 25 ff.

³¹⁷ Eigene Darstellung.

3.4 Methodenauswahl zur Überprüfung der Branchenabhängigkeit als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Die Hypothese H3 lautet: „Der Bewertungsunterschied ist branchenabhängig. Der Discount zeigt je nach Branche einen unterschiedlich hohen durchschnittlichen Wert.“ Zur Überprüfung der Hypothese werden die Mediane der Excess Values nach Branchen aufgeschlüsselt, um diese vergleichen zu können.

3.4.1 Überprüfung der Branchenabhängigkeit als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Zur Überprüfung der Hypothese H3 werden die Mediane, dargestellt in Abbildung 35, betrachtet. Die Abbildung zeigt die Verläufe der durchschnittlichen Excess Values, aufgeschlüsselt nach den Branchen, denen die untersuchten diversifizierten Unternehmen angehören. Einbezogen sind alle Branchen, die mindestens drei der untersuchten Unternehmen umfassen. Aufgrund dessen fallen drei Unternehmen, jeweils einer Branche zugehörig, aus dieser Betrachtung heraus. Es handelt sich hierbei um die Branchen Fernmeldewesen (Wige Media AG), kurzlebige Verbrauchsgüter (United Labels AG) und Gesundheitsdienste (Fresenius SE).

Die Branchen „Chemikalien und verwandte Produkte“ (28) wie auch „Transporteinrichtungen“ (37) weisen über den gesamten Untersuchungszeitraum einen negativen Excess Value und dementsprechend einen Diversification Discount auf. Die Unternehmen der Branche „Chemikalien und verwandte Produkte“ zeigen ebenso wie der Excess Value aller Unternehmen einen starken Anstieg des Discounts von 2007 auf 2008, der Zeit der Finanzkrise. Abgesehen von diesem Anstieg ist im allgemeinen Verlauf allerdings eine konstante Abnahme des Discounts zu erkennen. Die Branche „Transporteinrichtungen“ zeigt eine ähnliche Entwicklung, wobei sich der Discount von 2007 auf 2008 weniger stark erhöht,

jedoch nach der Finanzkrise stetig ansteigt. Er erreicht im Jahr 2010 mit einem Wert von -58 % den höchsten Discount im Vergleich zu den anderen Branchen, die alle unter einem Wert von -20 % bleiben.

Excess Value	Median 2004	Median 2005	Median 2006	Median 2007	Median 2008	Median 2009	Median 2010	Median 2004-10	Mittelwert 2004-10
(28) Chemikalien & verwandte Produkte	-0,57	-0,27	-0,48	-0,19	-0,60	0,00	-0,18	-0,27	-0,32
(35) Allgemeine Maschinenherstellung	-0,28	0,21	-0,12	-0,19	-0,28	-0,24	-0,13	-0,19	-0,15
(36) Elektrische Maschinen & Bauteile	-0,19	0,17	0,02	0,14	-0,32	-0,38	0,07	0,02	-0,06
(37) Transporteinrichtungen	-0,48	-0,36	-0,63	-0,53	-0,22	-0,32	-0,58	-0,48	-0,45
(38) Mess-/Analyse-/Kontrollinstrumente, Fotografie, Uhren	-0,71	-0,32	-0,53	-0,18	-0,15	-0,44	0,08	-0,32	-0,32
(73) Kommerzielle Dienstleistungen	0,77	-0,04	0,19	0,28	-0,30	-0,24	-0,05	-0,04	0,07

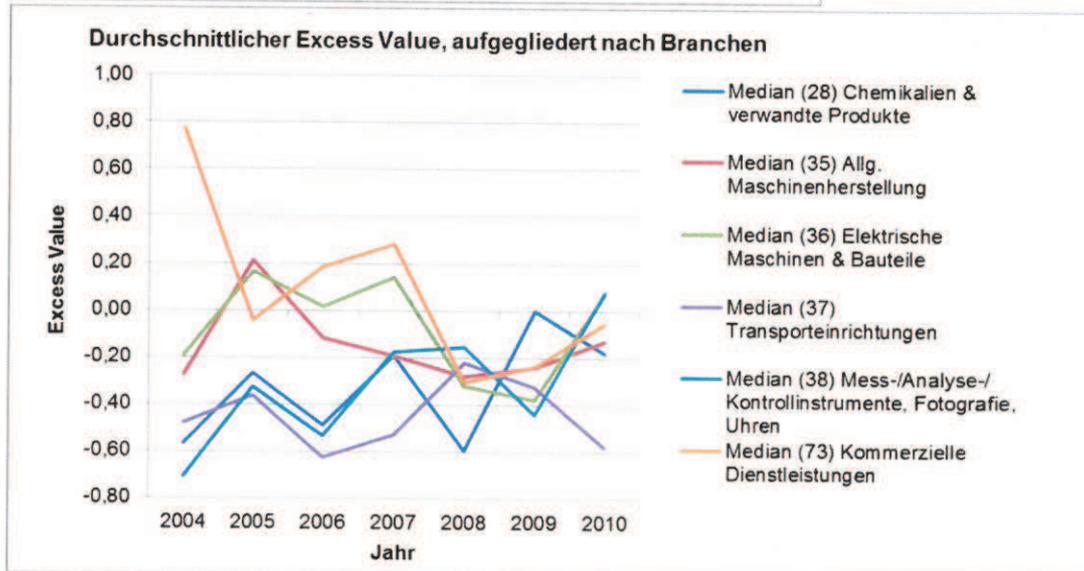
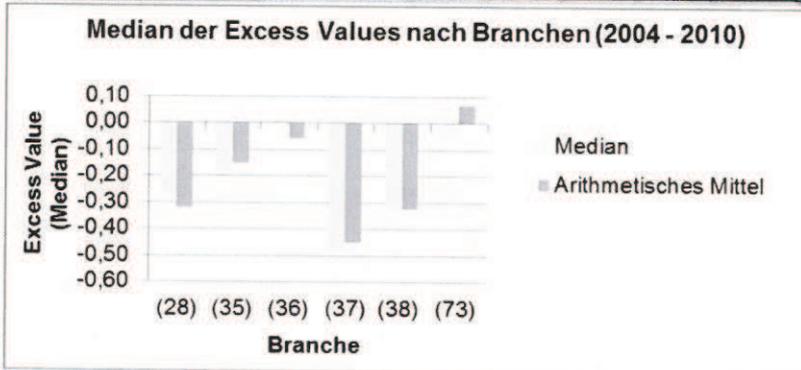


Abbildung 35: Durchschnittlicher Excess Value, aufgliedert nach Branchen³¹⁸

³¹⁸ Eigene Darstellung.

Die Branche „Mess-/Analyse-/Kontrollinstrumente, Fotografie und Uhren“ (38) zeigt einen ähnlichen Verlauf wie die Branche „Chemikalien und verwandte Produkte“. Der Unterschied besteht in der weniger hohen Ausprägung des Discounts nach 2007 und dem Wechsel von einem Discount in ein Premium im Jahr 2010 mit einem Wert von +8 %.

Die Branchen „Allgemeine Maschinenherstellung“ (35) und „Elektrische Maschinen und Bauteile“ (36) weisen in 2004 zunächst einen Discount auf, bevor sie in 2005 ein Premium um die 20 % zeigen. Der Excess Value der Branche „Allgemeine Maschinenherstellung“ (35) sinkt nach 2005 von einem Premium kontinuierlich zu einem immer weiter ansteigenden Discount bis zum Jahr 2008. In den darauffolgenden beiden Jahren verringert sich der Discount bis auf einen Wert von -13 %. Die Branche „Elektrische Maschinen und Bauteile“ (36) verzeichnet nach 2005 zunächst einen Rückgang des Premiums, danach wieder einen Anstieg auf das Niveau von 2005. Nach 2007 wechselt der Excess Value von einem Diversification Premium in einen Discount. Dieser Discount steigt in den folgenden Jahren an, bis er sein Maximum von -38 % in 2009 erreicht. Im Jahr 2010 wechselt der Discount wieder in ein Premium und erreicht einen Wert von +7 %.

Die Branche „Kommerzielle Dienstleistungen“ (73) zeigt die größten Schwankungen hinsichtlich der Ausprägungen der Werte und der Zeiträume, in denen die Werte sich signifikant verändern. Im Jahr 2004 wurde die Branche mit einem durchschnittlichen Premium von +77 % belegt, wobei ein Jahr später ein Discount von -4 % dokumentiert wurde. In den folgenden beiden Jahren wechselt der Excess Value erneut in ein Premium mit einem Wert von +28 % in 2007. Mit dem Beginn der Finanzkrise sinkt der Excess Value in 2008 erneut signifikant ab und verzeichnet für den Untersuchungszeitraum einen maximalen Discount von -30 % für die Branche. In den folgenden Jahren sinkt der Discount kontinuierlich, bis die Branche im Jahr 2010 mit einem Discount von -5 % belegt wird.

Dabei weisen die verschiedenen Branchen unterschiedliche Entwicklungen und Ausprägungen des Excess Values auf. Es existieren Branchen, die über den gesamten Untersuchungszeitraum einem Discount unterliegen, und andere, die einen Wechsel von einem Premium in einen Discount oder vice versa verzeichnen. Eine Branche, die über den gesamten Zeitraum von 2004 bis 2010 ein Premium aufweist, ist nicht vorhanden. Zudem ist aus den Ergebnissen ersichtlich, dass der Excess Value branchenübergreifend Schwankungen unterliegt. Ein evidenter Trend innerhalb einer Branche, ausgenommen der Feststellung, dass einige Branchen kontinuierlich mit einem Discount belegt werden, ist nicht abzulesen.

Die vorliegenden Ergebnisse stützen die Aussage Weiners.³¹⁹ Demnach ist die Höhe des Discounts bzw. Premiums abhängig von der Branchenzugehörigkeit. Wie zuvor beschrieben, können auch in dieser Arbeit Branchen identifiziert werden, die durchschnittlich mit einem höheren Discount über den Untersuchungszeitraum belegt werden als andere.

Auch wenn eine Branchenabhängigkeit des Excess Values nachgewiesen werden konnte, ist dennoch darauf hinzuweisen, dass die Relevanz dieses Einflussfaktors in nachfolgenden Studien weiter zu erörtern ist. Wie Abbildung 35 zeigt, liegt zu Beginn des Untersuchungszeitraums (2004) eine Spanne von +77 % bis -71 % der Ausprägungen des Excess Values vor. Diese Spanne verringert sich fortwährend, bis sie im Jahr 2010 zwischen +8 % und -58 % liegt. Alle Branchen außer „Transporteinrichtungen“ (37) bewegen sich allerdings lediglich in einer Spanne von +8 % bis -18 %. Diese Ergebnisse lassen die Schlussfolgerung zu, dass die Relevanz der Branchenzugehörigkeit als Einflussfaktor auf den Excess Value im Jahr 2004 am höchsten ist und über den gesamten Zeitraum bis 2010 stetig abnimmt. Es sollte eine Überprüfung der Fortsetzung dieses Trends nach

³¹⁹ Vgl. Weiner (2005).

2010 erfolgen, um den Nachweis der Bedeutung der Branchenzugehörigkeit als Einflussfaktor noch einmal zu stützen oder für zukünftige Jahre zu widerlegen.

Nach dem Nachweis unterschiedlicher Excess Values in verschiedenen Branchen und der Erkenntnis der unterschiedlichen Höhe des Diversification Discounts in verschiedenen Branchen soll nun der Diversifikationsgrad als Einflussfaktor auf den Excess Value untersucht werden.

3.5 Methodenauswahl zur Überprüfung des Diversifikationsgrads als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Zur Überprüfung der Hypothese H4 („Je höher der Diversifikationsgrad eines diversifizierten Unternehmens, desto höher ist der Discount“) ist, wie auch bei den zuvor erfolgten Untersuchungen, eine Methode zu bestimmen. In diesem Fall wird eine Regression³²⁰ durchgeführt, bei der die unabhängige Variable „Diversifikationsgrad“ auf ihre Signifikanz zu der abhängigen Variable „Excess Value“ getestet wird.

3.5.1 Unabhängige Variable „Diversifikationsgrad“

Als unabhängige Variable zur Überprüfung der Signifikanz des Diversifikationsgrads wird die „Anzahl der Segmente“ gewählt. Sie wird durch die Klassifizierung mittels SIC-Codes bestimmt.

³²⁰ Zur Thematik der Regressionsanalyse vgl. Backhaus et al. (2011), S. 61 ff.

3.5.2 Kontrollvariablen

Als Kontrollvariablen werden auf der Unternehmensebene die Größe und die Performance des Unternehmens und auf der Branchenebene das „durchschnittliche Marktwachstum“ sowie die „Marktkonzentration“ gewählt. Die „durchschnittliche Marktwachstumsrate“ ist als prozentualer Anteil des Umsatzes definiert. Die „durchschnittliche Marktkonzentration“ wird durch den Herfindahl-Index³²¹ abgebildet. Die Größe des Unternehmens wird durch den „Umsatz“ beschrieben, während die Performance durch die „Gesamtkapitalrendite“ (Return on Assets) definiert ist. Alle Kontrollvariablen wurden standardisiert, um eine Multikollinearität zu verringern.³²²

3.5.3 Überprüfung des Diversifikationsgrads als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Zunächst wurde eine Regression durchgeführt. Daran anknüpfend erfolgten einige Tests zur Modellvalidierung. In einer ersten Überprüfung wurden die Variablen auf eine Multikollinearität getestet. Dabei wurden keine Variablen identifiziert, die eine Multikollinearität zeigen. Folglich kann das Verfahren zur Schätzung der Regressionskoeffizienten als stabil beurteilt werden, da in dem Modell keine unabhängigen Variablen existieren, die stark miteinander korrelieren.

In einem weiteren Schritt wurde das Regressionsmodell auf Autokorrelation sowie auf Heteroskedastizität getestet, um die Unabhängigkeit der verwendeten Variablen untereinander zu gewährleisten.³²³ Diese Tests ergaben, dass sowohl eine Autokorrelation als auch eine Heteroskedastizität vorzufinden war. Aufgrund dessen ist eine einfache lineare

³²¹ Zu näheren Ausführungen zum Herfindahl-Index siehe Hirschman (1964).

³²² Vgl. hierzu Aiken/West (1991).

³²³ Zu ausführlichen Erörterungen des Testverfahrens auf Autokorrelation vgl. Wooldridge (2002) und zum Test auf Heteroskedastizität siehe Greene (2003).

Regression nicht zulässig und es bedurfte einer Transformation des Regressionsmodells.³²⁴ Es wurde ein GLS-Schätzer³²⁵ für das Testmodell gewählt. Die Ergebnisse der Regression sind Abbildung 36 zu entnehmen.

	Diversifikationsgrad b/se
Anzahl Segmente	-0.833*** (0.02)
Unternehmensgröße	-0.098* (0.04)
Unternehmensperformance	0.069 (0.06)
Marktwachstumsrate	0.021 (0.07)
Marktkonzentration	0.219 (0.38)
Constant	1.562*** (0.04)
R-sqr	0.056
dfres	31
BIC	251.5

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Abbildung 36: Ergebnis der Regressionsanalyse zur Signifikanz des Diversifikationsgrads³²⁶

An der Grafik ist mit $b = 0.833$ negativ und $p < 0.001$ eine hohe Signifikanz des Regressionskoeffizienten abzulesen. Demnach kann die Hypothese H4 („Je höher der Diversifikationsgrad, desto höher ist der Discount“) mit einer 99,9 %igen Wahrscheinlichkeit (und einer Fehlerwahrscheinlichkeit von 0,1 %) bestätigt werden. Zudem zeigt die Darstellung eine Korrelation der Kontrollvariable „Unternehmensgröße“, d. h. je höher der Umsatz des

³²⁴ Vgl. Ballinger (2004), S. 129 f.

³²⁵ Zur Schätzung des Modells als verallgemeinerte Kleinstquadratmethode („Generalized Least Squares“, GLS) siehe Börsch/Simon (1887).

³²⁶ Eigene Darstellung.

Unternehmens, desto höher auch der negative Einfluss der Anzahl der Segmente auf den Excess Value.

Dieses Ergebnis soll in Abbildung 37 grafisch veranschaulicht werden. Dabei wird der prognostizierte lineare Verlauf des Zusammenhangs von Diversifikationsgrad und Excess Value mit den tatsächlichen Werten verglichen.

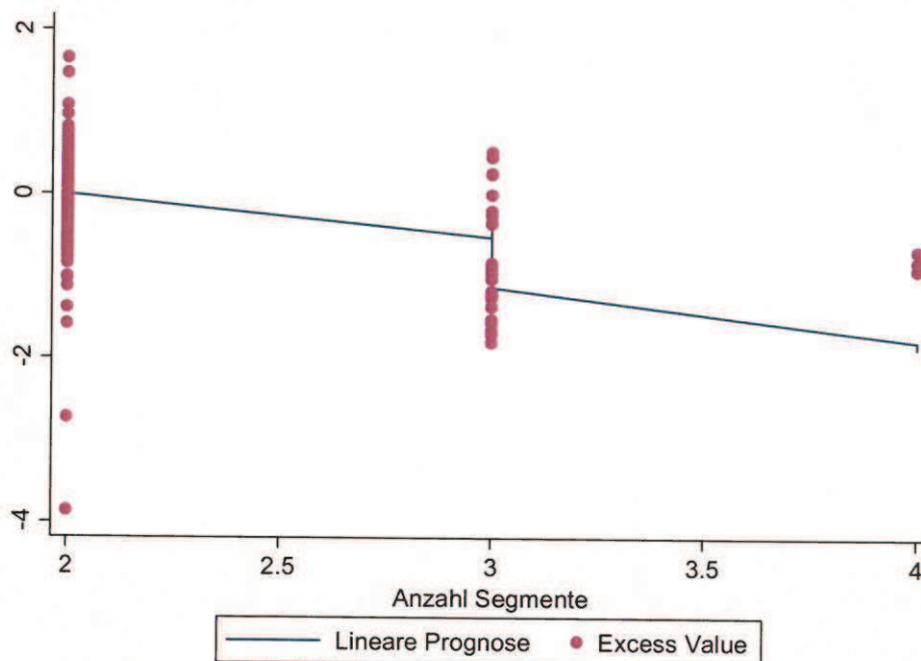


Abbildung 37: Der Excess Value im Verhältnis zur Anzahl der Segmente³²⁷

Wie Abbildung 37 zu entnehmen ist, liegen die Excess Values der diversifizierten Unternehmen mit zwei Segmenten um den Wert von null. Daher können sowohl Discounts (negative Excess Values), als auch Premiums (positive Excess Values) beobachtet werden. Die Excess Values befinden sich innerhalb einer großen Spannweite. Daraus folgernd hat

³²⁷ Eigene Darstellung.

eine Anzahl von zwei Segmenten weniger Einfluss auf den Bewertungsunterschied als eine höhere Anzahl von Segmenten.

Bei einer Segmentanzahl von drei verschiebt sich die Häufung der Excess Values weiter in den negativen Bereich. Demnach steigt die Zahl der Discounts an und es gibt weniger Premiums. Bei einer Anzahl von vier Segmenten werden alle untersuchten Unternehmen mit einem Discount belegt. Ein Premium ist nicht zu identifizieren. Die Hypothese H4, mit einem steigenden Diversifikationsgrad, d. h. mit einer steigenden Anzahl von Segmenten, erhöhe sich der Diversification Discount, kann bestätigt werden.

Weiner³²⁸ sowie Lang und Stulz³²⁹ haben bereits den Einfluss des Diversifikationsgrads auf den Bewertungsunterschied deutscher diversifizierter Unternehmen nachgewiesen. Offen blieb jedoch, ob es sich um eine negative oder positive Wirkung handelt. In der vorliegenden Arbeit ist es gelungen, eine negative Wirkung des Diversifikationsgrads auf den Excess Value nachzuweisen. Dieses Ergebnis bedeutet für deutsche Unternehmen, dass sie mit der Entscheidung über die Anzahl der Segmente Einfluss auf die Bewertung am Kapitalmarkt nehmen können. Insbesondere für Unternehmen mit einem hohen Umsatz verstärkt sich die negative Wirkung einer hohen Segmentanzahl.

Im Anschluss an die vorgenommene Überprüfung der Hypothese H4 werden die Bestätigungen der Hypothesen H3 und H4 in Abbildung 38 noch einmal grafisch dargestellt. Demnach beeinflussen beide Faktoren die Ausprägung des Excess Values diversifizierter deutscher Unternehmen, die am Kapitalmarkt gelistet sind.

³²⁸ Vgl. Weiner (2005).

³²⁹ Vgl. Lang/Stulz (1994).

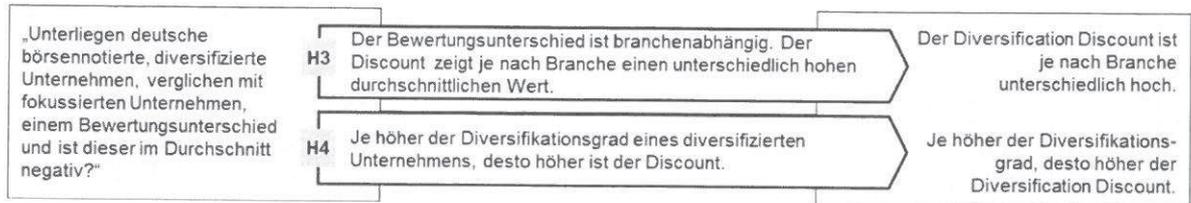


Abbildung 38: Ergebnis der Überprüfung der Hypothesen H3 und H4³³⁰

Bevor in einem weiteren Analyseschritt der Einfluss der strategischen Ausrichtung eines Unternehmens auf den Excess Value erforscht wird, erfolgt in Kapitel 3.6 zunächst eine Zusammenfassung der bisher erzielten Ergebnisse.

3.6 Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse der Hypothesen H1 bis H4

Die bisher durchgeführten Untersuchungen dienten der Überprüfung von in anderen Studien betrachteten Forschungsfragen und Hypothesen. Die bisherigen Ergebnisse der vorliegenden Arbeit können wie folgt zusammengefasst werden:

1. Im Untersuchungszeitraum von 2004 bis 2010 existiert in Deutschland ein Bewertungsunterschied zwischen börsennotierten diversifizierten und fokussierten Unternehmen.
2. Der Bewertungsunterschied stellt für vier der sieben betrachteten Jahre einen eindeutigen durchschnittlichen Discount dar. Für drei der betrachteten Jahre konnte zwar ein Bewertungsunterschied identifiziert werden, der jedoch nicht als eindeutiger Discount nachgewiesen werden kann. Dennoch zeigen die Untersuchungsergebnisse einen durchschnittlich negativen Excess Value über den gesamten Be-

³³⁰ Eigene Darstellung.

trachtungszeitraum. Zudem konnte durchschnittlich für 71,825 % der diversifizierten Unternehmen ein Diversification Discount sowie für 28,125 % der Unternehmen ein Diversification Premium identifiziert werden.

3. Der Bewertungsunterschied ist in verschiedenen Branchen unterschiedlich hoch. Es existieren Branchen, die über den gesamten Untersuchungszeitraum mit einem Discount belegt sind. Ebenso enthält die Untersuchungseinheit Branchen, in denen der Bewertungsunterschied von einem Diversification Discount in ein Premium wechselt und vice versa. Eine Branche, die konstant mit einem Diversification Premium belegt ist, konnte nicht identifiziert werden.
4. Mit dem Beginn der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 wurden alle Branchen mit einem Discount belegt.
5. Der Diversifikationsgrad der Unternehmen konnte als weiterer Einflussfaktor auf den Excess Value identifiziert werden. Je höher die Anzahl der Segmente, desto höher ist auch der Excess Value.

4 Empirische Untersuchung des Zusammenhangs zwischen einem Bewertungsunterschied und einem strategischen Wandel

Nachdem die Branchenzugehörigkeit sowie der Diversifikationsgrad als Einflussfaktoren auf einen Diversification Discount für deutsche börsennotierte Unternehmen nachgewiesen werden konnten, erfolgt in diesem Kapitel die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen dem Excess Value und dem strategischem Wandel. Hierzu lauten die Forschungsfrage und die dazugehörige Hypothese H5 wie in Abbildung 39 aufgezeigt:

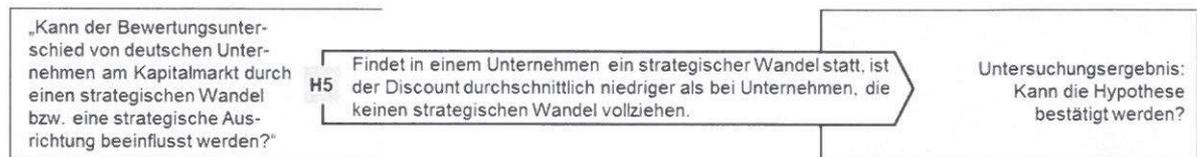


Abbildung 39: Forschungsfrage und Hypothese H5 zur Untersuchung eines Bewertungsunterschieds³³¹

Die Datenbasis bleibt unverändert und deckt sich mit der der vorangegangenen Untersuchungen. Ferner entspricht das weitere Vorgehen zur Untersuchung von Hypothese H5 den zuvor durchgeführten Analysen der Hypothesen H1 bis H4. Demzufolge ist im nächsten Schritt die Methodenauswahl zur Überprüfung von H5 vorzunehmen.

4.1 Methodenauswahl zur Überprüfung des strategischen Wandels als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Um den Zusammenhang zwischen einem strategischen Wandel und dem Excess Value zu untersuchen und demnach die Hypothese H5 („Findet in einem Unternehmen ein stra-

³³¹ Eigene Darstellung.

tegischer Wandel statt, ist der Discount durchschnittlich niedriger als bei Unternehmen, die keinen strategischen Wandel vollziehen“) zu bestätigen, wird die Variable „strategischer Wandel“ als unabhängige Variable definiert. Mittels einer Regressionsanalyse erfolgt der Test dieser Variable sodann auf ihre Signifikanz bezüglich der abhängigen Variablen „Excess Value“.

4.2 Unabhängige Variable „strategischer Wandel“

Es wird die Messgröße „strategischer Wandel“ definiert, um zu überprüfen, ob sich ein strategischer Wandel positiv auf die Bewertung von Unternehmen am Kapitalmarkt auswirkt und dementsprechend den Diversification Discount senkt oder zu einem Premium führt. Finkelstein und Hambrick³³² bilden eine derartige Variable aus mehreren (Finanz-) Kennzahlen des Unternehmens, während beispielsweise Gordon³³³ et al. eine Messung anhand der Unternehmensstrategie und -struktur vornehmen.

Für die vorliegende Arbeit wird die Variable „strategischer Wandel“ (SW) aus sechs Kennzahlen, ausgehend von der Arbeit von Finkelstein und Hambrick, gebildet. Sie umfasst die „Intensität der Werbeausgaben“ (IW), die „Intensität der Verwaltungskosten“ (IV), die „Intensität der Forschungs- und Entwicklungskosten“ (IFE), die „Intensität der Ausgaben für Betriebs- und Geschäftsausstattung“ (IBGA), die „Höhe des Lagerbestands“ (IL) und den „Verschuldungsgrad“ (VG).

Diese Kennzahlen eignen sich zur Messung eines strategischen Wandels aus mehreren Gründen. Zunächst ergänzen sie sich in der Hinsicht, dass sie gemeinsam ein strategisches Profil eines Unternehmens darlegen. Jede der sechs Größen zeigt dabei eine spe-

³³² Vgl. Finkelstein und Hambrick (1990).

³³³ Vgl. Gordon et al. (2000).

zifische strategische Komponente und die jeweilige Ausgestaltung durch das Unternehmen. Die Kennzahlen sind über verschiedene Datenbanken und Veröffentlichungen der Unternehmen, insbesondere durch deren Geschäftsberichte, allgemein zugänglich. Darüber hinaus ermöglichen sie einen zuverlässigen Vergleich von Unternehmen innerhalb der verschiedenen Branchen und wurden bereits mehrfach in wissenschaftlichen Studien verwendet.³³⁴ Die einzelnen Kennzahlen werden wie folgt bemessen:³³⁵

Die „Intensität der Forschungs- und Entwicklungsausgaben“ setzt sich aus den Ausgaben für Forschungs- und Entwicklungskosten dividiert durch den Umsatz zusammen. Es ist davon auszugehen, dass ein Unternehmen, das offen für neue Produkte und Produktionsverfahren ist, durch hohe Ausgaben für Forschung und Entwicklung einen strategischen Wandel unterstützt.

Die „Intensität der Werbeausgaben“ errechnet sich anhand der Ausgaben für Werbemaßnahmen dividiert durch den Umsatz. Um neue Produkte angemessen vermarkten zu können, erfordert dies entsprechende Aufwendungen für Werbemaßnahmen.

Die Vertriebs- und Verwaltungskosten dividiert durch den Umsatz stellen die „Intensität der Verwaltungskosten“ dar. Neuartige Produkte, für die neue Werbemaßnahmen durchgeführt werden, verursachen dementsprechend höhere Vertriebs- und Verwaltungskosten, beispielsweise für den Zugang zu neuen Ansatzkanälen.

Aus den Ausgaben für die Betriebs- und Geschäftsausstattung im Verhältnis zum Umsatz errechnet sich die „Intensität der Ausgaben für Betriebs- und Geschäftsausstattung“. In dieser Kennzahl spiegelt sich die Bereitschaft eines Unternehmens, Investitionen zu tätigen, wider. Dabei deutet ein großer Anteil der Investitionskosten auf eine Reaktion des

³³⁴ Vgl. Finkelstein/Hambrick (1990), S. 491, Schendel/Patton (1978), S. 1611 ff.; Schoeffler/Buzzell/Heany (1974), S. 139 f.

³³⁵ Vgl. Zhang/Rajagopalan (2009), S. 343 ff.; Wenig/Lin (2012), S. 11 ff.

Unternehmens auf Marktstrukturveränderungen oder Veränderungen bzw. Neuerungen in der Nachfrage hin. Auch diese Aktivität kann einen strategischen Wandel begründen.

Die „Höhe des Lagerbestands“ wird anhand des Vorratsvermögens dividiert durch den Umsatz berechnet. Diese Kennzahl gibt Aufschluss über das Management des Betriebsvermögens und die Länge des Produktionszyklus.

Mittels Division des Fremdkapitals durch das Eigenkapital wird der „Verschuldungsgrad“ bestimmt. Das Ausmaß des strategischen Wandels im Unternehmen spiegelt sich in der Höhe des Verschuldungsgrads wider. Annahmegemäß finanzieren Unternehmen die Investitionen mit Fremdkapital, d. h. durch die Aufnahme von Krediten.

Dies basiert auf der Annahme, dass eine hohe Verschuldung zeigt, dass ein Unternehmen zur Finanzierung neuer Investitionen Kredite aufnimmt. Neue Investitionen wiederum sind ein Indikator für strategische Veränderungen, wie bereits unter der Kennzahl „Intensität der Ausgaben für Betriebs- und Geschäftsausstattung“ erläutert wurde.

Die Variable „strategischer Wandel“ setzt sich aus den erläuterten Kennzahlen zusammen. Sie ergeben sich jeweils aus der Differenz der Kennzahl des aktuellen Jahres minus der Kennzahl im vorangegangenen Jahr.

$$SW = (IW t_0 - IW t_{-1}) + (IV t_0 - IV t_{-1}) + (IFE t_0 - IFE t_{-1}) + (IBGA t_0 - IBGA t_{-1}) \\ + (IL t_0 - IL t_{-1}) + (VG t_0 - VG t_{-1})$$

4.3 Kontrollvariablen

Für das Forschungsmodell bedarf es einiger Kontrollvariablen, sowohl auf der Unternehmens- als auch auf der Branchenebene. Auf der Branchenebene werden die durchschnittliche „Marktwachstumsrate“ sowie die durchschnittliche „Marktkonzentration“ verwendet.

Die durchschnittliche „Marktwachstumsrate“ ist als prozentualer Anteil des Umsatzes definiert. Die durchschnittliche „Marktkonzentration“ hingegen wird durch den Herfindahl-Index abgebildet.³³⁶

Auf der Unternehmensebene wird die Unternehmensgröße verwendet. Darunter zählen laut Gordon et al. die Kennzahl „Mitarbeiteranzahl“ und laut Kelly und Amburgey das „Vermögen des Unternehmens“.³³⁷ Die beiden Kennzahlen werden als Kontrollvariablen verwendet, da sie im direkten Zusammenhang mit einem strategischen Wandel stehen.³³⁸

4.4 Überprüfung des strategischen Wandels als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Im Anschluss an die Bildung der Variablen „strategischer Wandel“ wurden alle verwendeten unabhängigen Variablen standardisiert, um eine Multikollinearität zu verringern (siehe Kapitel 3.5.2). Aufgrund der Feststellung der Existenz einer Multikollinearität war der Austausch der Kontrollvariablen „Mitarbeiteranzahl“ notwendig. Sie wurde ersetzt durch die Kennzahl „Mitarbeiterleistungsfähigkeit“, berechnet mittels Division der Mitarbeiteranzahl durch das Vermögen.³³⁹ Diese Maßnahme schließt die Existenz unabhängiger Variablen, die stark miteinander korrelieren, aus. Daher kann das Verfahren zur Schätzung der Regressionskoeffizienten nun als stabil beurteilt werden.

Das Regressionsmodell wurde weiteren Tests unterzogen, um zu gewährleisten, dass es in der vorliegenden Form anwendbar ist. Im nächsten Schritt wurde es deshalb auf Autokorrelation und Heteroskedastizität getestet. Diese Tests wiesen sowohl Autokorrelation

³³⁶ Vgl. Finkelstein/Boyd (1998), S. 186.

³³⁷ Vgl. Gordon et al. (2000), S. 924.; Kelly/Amburgey (1991), S. 600 f.

³³⁸ Vgl. Mintzberg (1978), S. 936 ff.

³³⁹ Vgl. Hambrick (1983), S. 237 ff.; Kotha/Nair (1995), S. 499 ff.

als auch Heteroskedastizität nach. Daher musste unter Einbeziehung eines GLS-Schätzers eine Transformation des Modells vorgenommen werden.³⁴⁰

Die Ergebnisse der Regression sind Abbildung 40 zu entnehmen. Gemäß der Grafik weist der Regressionskoeffizient mit $b = -0.000$, und $p > 0.05$ keine Signifikanz auf. Die Marktkonzentration korreliert mit $b = -0.169$. Dies zeigt: Je höher die Marktkonzentration, desto höher ist der negative Einfluss eines strategischen Wandels.

Aufgrund des vorliegenden Ergebnisses kann die Hypothese H5 nicht bestätigt werden. Folglich werden diversifizierte Unternehmen, die keinen strategischen Wandel vollziehen, im Gegensatz zu Unternehmen, die einen strategischen Wandel durchführen, nicht mit einem höheren Diversification Discount belegt.

	Strategischer Wandel b/se
Strategischer Wandel	-0.000 (0.00)
Mitarbeiterleistungsfähigkeit	-0.081 (0.06)
Vermögen	0.115 (0.08)
Marktkonzentration	-0.169* (0.08)
Marktwachstumsrate	0.005 (0.04)
Constant	-0.234** (0.07)
R-sqr	0.014
dfres	31
BIC	375.6
* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$	

Abbildung 40: Ergebnis der Regressionsanalyse zur Signifikanz des strategischen Wandels³⁴¹

³⁴⁰ Literaturverweise zu den Testverfahren siehe Kapitel 3.5.2.

³⁴¹ Eigene Darstellung.

Abbildung 41 zeigt grafisch den Zusammenhang zwischen einem strategischen Wandel und einem Excess Value. Es wird deutlich, dass sich die Excess Values der diversifizierten Unternehmen, unabhängig davon, ob sie ein Premium oder einen Discount darstellen, fast ausschließlich um den Wert null auf der Skala des strategischen Wandels befinden. Demzufolge wird Hypothese H5 mit den Untersuchungsergebnissen der Regression nicht bestätigt.

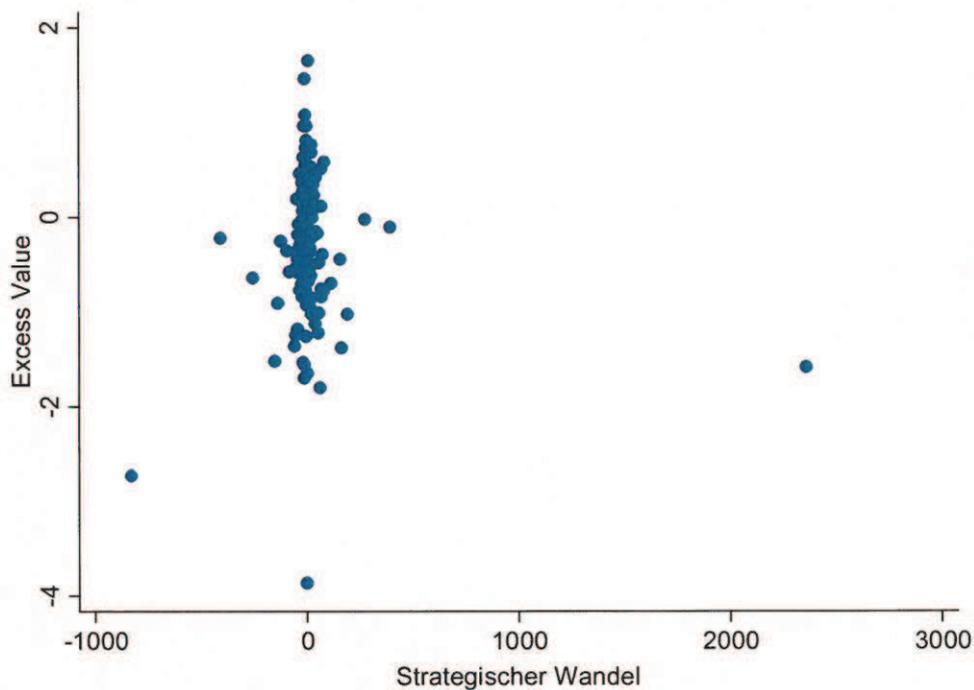


Abbildung 41: Der Excess Value im Verhältnis zum strategischen Wandel³⁴²

Die vorangegangene Forschungsfrage, die Hypothese H5 und das Untersuchungsergebnis sind in Abbildung 42 zusammengefasst.

³⁴² Eigene Darstellung.

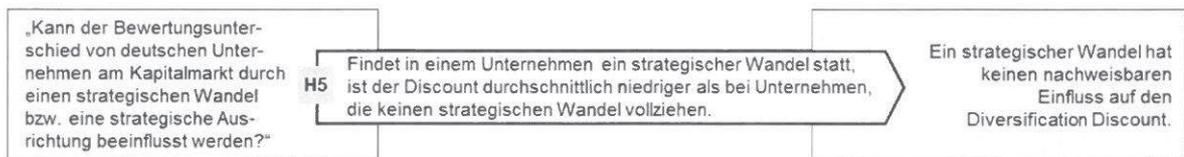


Abbildung 42: Ergebnis der Überprüfung der Hypothese H5³⁴³

Der Stand der Forschung zur Wirkung eines strategischen Wandels umfasst, wie bereits eingangs in Kapitel 1.1 dargelegt, verschiedene Ansätze. Beispielsweise werden Managemententscheidungen von einigen Autoren als kritischer Faktor für den Unternehmenserfolg beurteilt. Dabei steht insbesondere die Wirkung von Entscheidungen bezüglich der strategischen Ausrichtung eines Unternehmens bzw. eines strategischen Wandels auf die Wettbewerbsfähigkeit im Mittelpunkt.³⁴⁴ Hitt et al. legen ebenfalls die Bedeutung strategischer Entscheidungen durch das Management dar und beobachten die Ausnutzung von Marktchancen, den Zugang zu Ressourcen sowie die gewählte Investitionsstrategie als wesentliche Faktoren.³⁴⁵ Nach Klein ist die Rolle des Managements aufgrund der sich schnell wandelnden Umwelt der Unternehmen zwar von zentraler Bedeutung, die tatsächliche Wirkung dieser Rolle und der aus dieser Position getroffenen Entscheidungen konnte bislang jedoch nicht definiert werden.³⁴⁶ Zur Wirkung eines strategischen Wandels auf die Unternehmensleistung existieren konträre Argumentationen verschiedener Forscher, von der Verneinung eines Zusammenhangs,³⁴⁷ über eine positive³⁴⁸ oder negative³⁴⁹ bis hin zu einer gemischten Wirkung.³⁵⁰

³⁴³ Eigene Darstellung.

³⁴⁴ Vgl. Cumming et al. (2009), S. 283; Waddock/Graves (1997), S. 303 f.

³⁴⁵ Vgl. Hitt et al. (2001).

³⁴⁶ Vgl. Klein (2008), S. 175.

³⁴⁷ Vgl. hierzu Kelly/Amburgey (1991), und Zajac/Shortell (1989).

³⁴⁸ Vgl. hierzu Zajac/Kraatz (1993), Haveman (1992) und Hambrick/Schechter (1983).

³⁴⁹ Vgl. hierzu Singh et al. (1986) und Jauch et al. (1980).

³⁵⁰ Vgl. Smith/Grimm (1987).

Die vorliegende Untersuchung unternimmt erstmals den Versuch, einen Zusammenhang zwischen dem strategischen Wandel und einem Bewertungsunterschied herzustellen. Ein Nachweis, dass ein strategischer Wandel zu einem Bewertungsabschlag führt, konnte nicht erbracht werden. Dieses Ergebnis sollte von weiterführenden Studien überprüft werden. Die Untersuchungseinheit in der vorliegenden Arbeit ist relativ klein und beschränkt sich auf deutsche Unternehmen. Bei einer größeren Untersuchungseinheit und einem Ländervergleich ist die Wahrscheinlichkeit einer höheren Anzahl von Unternehmen, die einen strategischen Wandel vollziehen, dementsprechend höher und steigert die Vergleichbarkeit. Zudem sollte die Betrachtung der Marktkonzentration in nachfolgenden Untersuchungen Berücksichtigung finden, da sie, wie oben aufgezeigt, eine negative Wirkung aufweist.

Nachdem ein strategischer Wandel für deutsche diversifizierte Unternehmen im betrachteten Untersuchungszeitraum nicht als Einflussfaktor auf den Excess Value nachgewiesen wurde, werden im Folgenden die Kostenführerschaftsstrategie und die Differenzierungsstrategie auf ihren Einfluss auf den Excess Value erforscht.

5 Empirische Untersuchung des Zusammenhangs zwischen einem Bewertungsunterschied und einer Kostenführerschafts- bzw. Differenzierungsstrategie

Es erfolgt die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen dem Excess Value und der strategischen Ausrichtung bzw. der Strategiewahl eines Unternehmens. Die Forschungsfrage sowie die dazugehörigen Hypothesen H6 und H7 sind in Abbildung 43 dargestellt.

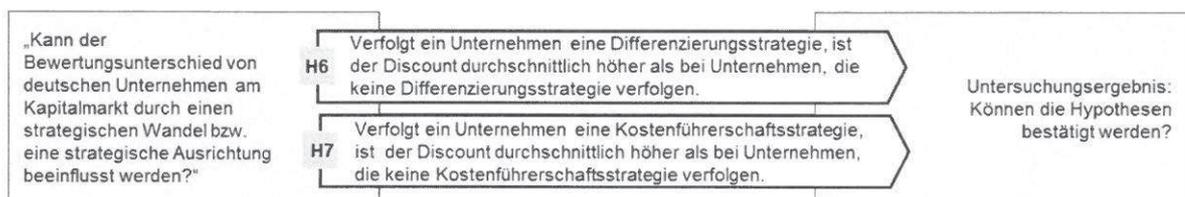


Abbildung 43: Forschungsfrage sowie die Hypothesen H6 und H7 zur Untersuchung eines Bewertungsunterschieds³⁵¹

Die Datenbasis und das weitere Vorgehen zur Untersuchung der Hypothesen H6 und H7 entsprechen denen der bereits durchgeführten Betrachtungen. Aufgrund dessen erfolgt nun die Methodenauswahl zur Überprüfung der beiden Hypothesen.

5.1 Methodenauswahl zur Überprüfung der Kostenführerschafts- und Differenzierungsstrategie als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Es wird die Variable „Differenzierung“ als unabhängige Variable für das Forschungsmodell generiert, um die Differenzierungsstrategie als Einflussfaktor auf den Excess Value nachweisen und folglich die Hypothese H6 bestätigen zu können.

³⁵¹ Eigene Darstellung.

Analog dazu wird die Variable „Kostenführerschaft“ zur Überprüfung von H7 erzeugt. Durch die Ausführung einer Regression werden diese Variablen anschließend auf ihre Signifikanz für die abhängige Variable „Excess Value“ getestet.

5.1.1 Unabhängige Variable „Differenzierung“

Die Variablen „Differenzierung“ und „Kostenführerschaft“ als Messgrößen werden sowohl von Balsam, Fernando und Tripathy³⁵² als auch von Nair und Filer³⁵³ auf der Basis verschiedener Kennzahlen definiert. Letztere schließen die Unternehmensgröße, das Investitionsvolumen, die Exportgeschäfte und die Kapitalintensität ebenso wie die Kosteneffizienz mit ein. Balsam, Fernando und Tripathy fassen jeweils drei Kennzahlen für jede der beiden Strategien zusammen. In der vorliegenden Arbeit werden die Variablen basierend auf der Arbeit von Balsam, Fernando und Tripathy gebildet.

Die Variable „Differenzierung“ (DIFF) umfasst das Verhältnis von allgemeinen Verwaltungs- und Vertriebskosten zum Umsatz (SGA/Umsatz), das Verhältnis von Forschungs- und Entwicklungskosten zum Umsatz (R&D/Umsatz) sowie das Verhältnis des Umsatzes zu den Herstellungskosten (Umsatz/COGS). Die Kennzahlen spiegeln die Maßnahmen des Unternehmens wider, sich von seinen Wettbewerbern zu differenzieren, und eignen sich demzufolge zur Messung einer Differenzierungsstrategie. Hierbei lässt sich aus hohen Ausprägungen der Kennzahlen eine Differenzierungsstrategie folgern.

Differenzierung wird von Unternehmen mittels hoher Investitionen in Forschung und Entwicklung zur Schaffung neuer, innovativer Produkte und Produkteigenschaften erreicht.³⁵⁴ Darüber hinaus muss das Unternehmen mit hohen Kosten für die Vermarktung und den

³⁵² Vgl. Balsam/Fernando/Tripathy (2011), S. 188 f.

³⁵³ Vgl. Nair/Filer (2003), S. 149.

³⁵⁴ Vgl. David et al. (2002), S. 873.

Vertrieb neuer Produkte bzw. für neuartige Marketingmaßnahmen kalkulieren. Dies dient der Erschaffung bzw. der Verbesserung des Markenimages und somit der Umsetzung der Differenzierungsstrategie.³⁵⁵ Ferner kann ein Unternehmen mit differenzierten Produkten einen Premiumpreis realisieren, da Kunden bereit sind, für spezielle Produkt- oder Serviceleistungen einen höheren Preis zu bezahlen. Die Variable „Differenzierung“ setzt sich wie in der nachstehenden Formel aus der Summe der drei erläuterten Kennzahlen zusammen.³⁵⁶

$$DIFF = (SGA/Umsatz) + (R\&D/Umsatz) + (Umsatz/COGS)$$

5.1.2 Kontrollvariablen

Es sind sowohl Kontrollvariablen auf der Unternehmens- als auch auf der Branchenebene zu bestimmen. Auf der Unternehmensebene werden die drei Kennzahlen „Mitarbeiteranzahl“, „Eigenkapitalquote“ sowie „Unternehmensperformance“ gewählt.

Die „Mitarbeiteranzahl“ wird zum Einbezug der Unternehmensgröße verwendet³⁵⁷ und die „Eigenkapitalquote“ gibt Aufschluss über die Kapitalstruktur. Da das Management des Kapitals laut Porter³⁵⁸ und Gale³⁵⁹ als kritischer Faktor bei strategischen Entscheidungen gilt, wird die Eigenkapitalquote als eine weitere Kontrollvariable auf der Unternehmensebene gewählt. Die „Unternehmensperformance“ wird über die Gesamtkapitalrendite (Return on Assets) gemessen. Die Erzielung einer hohen Rendite des Gesamtkapitals rückt

³⁵⁵ Vgl. Kotha/Nair (1995).

³⁵⁶ Vgl. Balsam/Fernando/Tripathy (2011), S. 188.

³⁵⁷ Vgl. Gordon et al. (2000), S. 924.

³⁵⁸ Vgl. Porter (1980).

³⁵⁹ Vgl. Gale (1980).

bei der Verfolgung der Differenzierungsstrategie in den Hintergrund, da der Fokus auf kostenintensiven Maßnahmen zur Produktdifferenzierung liegt.³⁶⁰

Auf der Branchenebene wird die durchschnittliche „Marktwachstumsrate“ als prozentualer Anteil des Umsatzes gewählt. Außerdem wird die durchschnittliche „Marktkonzentration“, abgebildet durch den Herfindahl-Index, verwendet.³⁶¹ Darüber hinaus wird das „Verhältnis der durchschnittlichen Ausgaben für Forschungs- und Entwicklungskosten zum Umsatz am Markt“ als Kontrollvariable mit aufgenommen. Als einer der Schlüsselfaktoren für Unternehmen, die eine Differenzierungsstrategie implementiert haben, müssten die Ausgaben für Forschung und Entwicklung ein höheres Niveau zeigen als bei Unternehmen, die diese Strategie nicht verfolgen. Die durchschnittlichen Ausgaben für Forschung und Entwicklung am gesamten Markt stellen somit eine geeignete Kontrollvariable dar.³⁶²

5.2 Überprüfung der Differenzierungsstrategie als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Auch in diesem Testmodell, werden wie bei den beiden vorangegangenen, im Anschluss an die Generierung der Variablen „Differenzierung“ die unabhängigen Variablen standardisiert, um eine Multikollinearität zu reduzieren. Die Existenz unabhängiger Variablen, die stark miteinander korrelieren, konnte ausgeschlossen werden. Das lässt die Schlussfolgerung zu, dass das Verfahren zur Schätzung der Regressionskoeffizienten als stabil beurteilt werden kann.

³⁶⁰ Vgl. Balsam/Fernando/Tripathy (2011), S. 191.

³⁶¹ Vgl. Finkelstein/Boyd (1998), S. 186.

³⁶² Vgl. Prescott (1986), S. 335 ff.; Thomas/Litschert/Ramaswamy (1991), S. 515 ff.

Die Tests auf Autokorrelation und Heteroskedastizität zur Überprüfung der Unabhängigkeit der verwendeten Variablen³⁶³ ergeben die Existenz einer Abhängigkeit in beiden getesteten Formen. Deshalb wurde das Regressionsmodell transformiert, um es anwendbar zu machen.³⁶⁴ Dabei wird ein GEE-Schätzer³⁶⁵ für das Testmodell gewählt. Abbildung 44 zeigt die Ergebnisse der Regression.

	Differenzierung b/se
Differenzierung	0.000 (0.00)
Mitarbeiteranzahl	-0.044 (0.06)
Eigenkapitalquote	0.148* (0.07)
Unternehmensperformance	0.049 (0.04)
Marktwachstumsrate	0.008 (0.04)
Marktkonzentration	-0.164* (0.07)
∅ F&E-Ausgaben	0.094 (0.06)
Constant	-0.275*** (0.06)
R-sqr	0.254
dfres	31
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001	

Abbildung 44: Ergebnis der Regressionsanalyse zur Signifikanz der Differenzierungsstrategie³⁶⁶

Die Grafik zeigt einen Regressionskoeffizient mit $b = 0.000$ und keine aussagekräftige Signifikanz mit dem Wert $p > 0.05$. Aufgrund dieses Ergebnisses kann die Hypothese H6

³⁶³ Vgl. Wooldridge (2002); Greene (2003).

³⁶⁴ Vgl. Ballinger (2004), S. 129 f.

³⁶⁵ Zur Schätzung des Modells GEE-Schätzer vgl. Liang/Zeger (1986/1995).

³⁶⁶ Eigene Darstellung.

nicht bestätigt werden. Folglich werden diversifizierte Unternehmen, die eine Differenzierungsstrategie verfolgen, im Gegensatz zu Unternehmen, die dies nicht tun, nicht mit einem höheren Diversification Discount belegt. Grafisch ist dieser Zusammenhang in Abbildung 45 dargestellt.

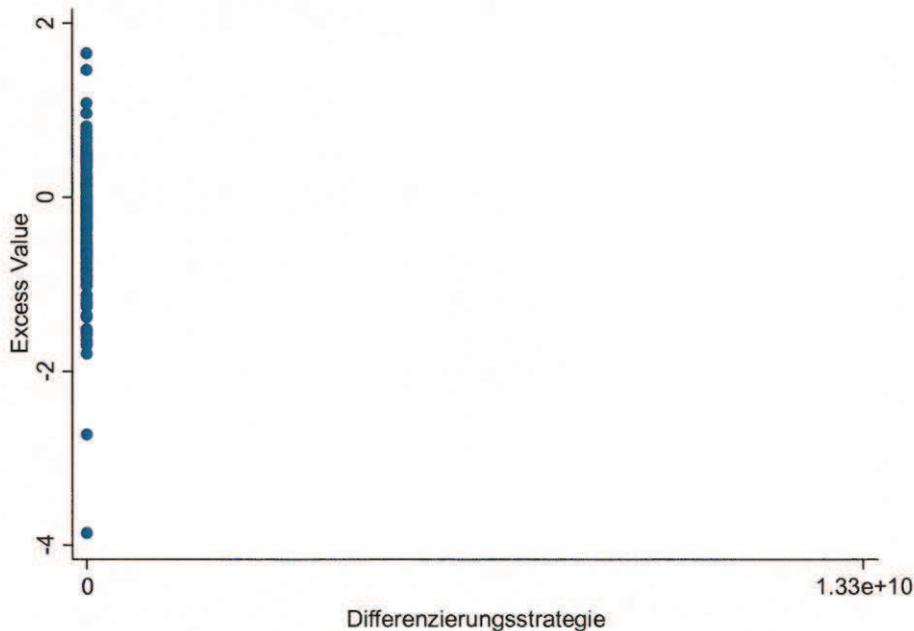


Abbildung 45: Der Excess Value im Verhältnis zur Differenzierungsstrategie³⁶⁷

Abbildung 44 zeigt zusätzlich eine sehr hohe Korrelation mit der Eigenkapitalquote (Regressionskoeffizient $b = 0.148$) und eine Korrelation mit der Marktkonzentration ($b = 0.164$). Dies bedeutet, dass eine hohe Eigenkapitalquote positiv auf den Excess Value wirkt und dementsprechend der Wirkung der Differenzierungsstrategie entgegensteht. Im Gegensatz dazu verstärkt eine hohe Marktkonzentration die Wirkung der Differenzierungsstrategie auf den Diversification Discount.

³⁶⁷ Eigene Darstellung.

Bei der Verfolgung einer Differenzierungsstrategie muss ein Unternehmen zur Generierung eines Wettbewerbsvorteils den Fokus auf permanente Produktinnovationen legen. Dazu sind Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie in neuartige Produktionsprozesse zu leisten. Eine hohe Eigenkapitalquote ist für sehr innovations- und investitionsgetriebene Unternehmen in der Regel nicht zu realisieren.³⁶⁸ Dies begründet, warum eine hohe Eigenkapitalquote einer ausgeprägten Differenzierungsstrategie entgegensteht.

Dass eine hohe Marktkonzentration die negative Wirkung der Differenzierungsstrategie auf den Bewertungsunterschied steigert, liegt im Streben nach einer besseren Wettbewerbsposition mittels Differenzierung begründet. Je weniger Unternehmen am Markt agieren, desto gezielter sind Innovationen gegenüber den Konkurrenten möglich. Die Gefahr der Fokussierung auf ständige Innovationen kann zu einer unzureichenden Berücksichtigung der Kosten führen und folglich die Rentabilität senken.³⁶⁹

Deutsche diversifizierte Unternehmen, die eine Differenzierungsstrategie verfolgen, werden laut der vorliegenden Untersuchungsergebnisse nicht mit einem höheren Bewertungsabschlag belegt, allerdings auch nicht mit einem Premium. Daher können Unternehmen mit der Verfolgung der Differenzierungsstrategie nicht den Excess Value beeinflussen. Nachdem die Differenzierungsstrategie nicht als Einflussfaktor auf den Diversification Discount nachgewiesen werden konnte, wird im Folgenden überprüft, ob die Kostenführerschaftsstrategie Auswirkungen auf den Excess Value hat.

³⁶⁸ Vgl. Barney (2011), S. 193 ff.

³⁶⁹ Vgl. Hinterhuber (1990), S. 77 ff.

5.2.1 Unabhängige Variable „Kostenführerschaft“

Wie bereits in Kapitel 5.1.1 beschrieben, wird die abhängige Variable „Kostenführerschaft“ basierend auf der Arbeit von Balsam, Fernando und Tripathy bestimmt.³⁷⁰ Dementsprechend umfasst die Variable „Kostenführerschaft“ (KOF) das „Verhältnis des Umsatzes zu den Investitionen in langfristige Anlagegüter“ (Umsatz/CAPEX), das „Verhältnis der Mitarbeiteranzahl zum Vermögen“ (Mitarbeiter/Vermögen) und das „Verhältnis des Umsatzes zur Betriebs- und Geschäftsausstattung“ (Umsatz/BGA).

Ein hohes Niveau dieser drei Kennzahlen weist auf eine Kostenführerschaftsstrategie hin, da sie verschiedene Effizienzgrade des Unternehmens widerspiegeln. Denn Unternehmen, die eine Kostenführerschaft anstreben, richten ihre Zielsetzung und den Fokus ihrer Kontrollen auf hohe Mitarbeiterproduktivität, effiziente Nutzung des Kapitals und der Ressourcen sowie eine hohe Kostenkontrolle.³⁷¹ Die Effizienz der Ressourcennutzung durch die Mitarbeiter wird mittels der Kennzahl „Mitarbeiter/Vermögen“ gemessen.³⁷² Eine effiziente Nutzung der Unternehmensressourcen kann anhand der Kennzahlen „Umsatz/CAPEX“ und „Umsatz/BGA“ ermittelt werden.³⁷³ Dabei setzt sich die Kennzahl „Umsatz/CAPEX“ aus dem Verhältnis des Umsatzes und dem Investitionsaufwand in das Anlagevermögen zusammen.³⁷⁴ Das Verhältnis vom Umsatz zum Buchwert der Betriebs- und Geschäftsausstattung bildet die Variable „Umsatz/BGA“.³⁷⁵ Die Variable „Kosten-

³⁷⁰ Vgl. Balsam/Fernando/Tripathy (2011), S. 188 f.

³⁷¹ Vgl. Balsam/Fernando/Tripathy (2011); Berman et al. (1999); Kotha/Nair (1995).

³⁷² Vgl. Hambrick (1983); David et al. (2002).

³⁷³ Vgl. Hambrick/MacMillan/Day (1982).

³⁷⁴ Vgl. Berman et al. (1999); Hambrick (1983); Hambrick/MacMillan/Day (1982); Kotha/Nair (1995).

³⁷⁵ Vgl. David et al. (2002); Miller/Dess (1993); Hambrick (1983); Hambrick/MacMillan/Day (1982).

führerschaft“ setzt sich aus der Summe der drei erläuterten Kennzahlen zusammen, wie nachstehend aufgezeigt wird.³⁷⁶

$$KOF = \text{Umsatz}/\text{CAPEX} + \text{Mitarbeiter}/\text{Vermögen} + \text{Umsatz}/\text{BGA}$$

5.2.2 Kontrollvariablen

Auch für dieses Forschungsmodell sind Kontrollvariablen zu definieren. Die hier verwendeten Variablen decken sich mit denen des vorangegangenen Modells zur Differenzierungsstrategie. Die Kontrollvariablen auf der Unternehmensebene umfassen die Kennzahlen „Mitarbeiteranzahl“, „Eigenkapitalquote“ und „Unternehmensleistung“. Auf der Branchenebene schließen sie die durchschnittliche „Marktwachstumsrate“, die durchschnittliche „Marktkonzentration“ und das „Verhältnis der durchschnittlichen Ausgaben für Forschungs- und Entwicklungskosten zum Umsatz“ ein. Die Argumentation bezüglich der letztgenannten Variablen ist entgegengesetzt zu der zur Differenzierungsstrategie. Folglich müssten die Forschungs- und Entwicklungs-Ausgaben bei Unternehmen, die eine Kostenführerschaftsstrategie verfolgen, ein niedrigeres Niveau abbilden als bei Unternehmen, die diese Strategie nicht verfolgen. Im Gegensatz zur Differenzierungsstrategie liegt der Schwerpunkt bei einer Kostenführerschaft auf der Realisierung einer hohen Gesamtkapitalrendite. Demzufolge müsste die Rendite entsprechend hoch ausfallen.³⁷⁷

³⁷⁶ Vgl. Balsam/Fernando/Tripathy (2011), S. 188.

³⁷⁷ Zur Bildung der Variablen und der Erörterungen zur Auswahl siehe Kapitel 5.1.2.

5.3 Überprüfung der Kostenführerschaftsstrategie als Einflussfaktor auf den Diversification Discount

Das Vorgehen bei der Überprüfung der Hypothese H7 entspricht dem in Kapitel 5.2 zur Überprüfung der Differenzierungsstrategie als Einflussfaktor auf den Diversification Discount.

Nach der Generierung der Variablen „Kostenführerschaft“ werden die unabhängigen Variablen standardisiert und notwendige Tests durchgeführt. Eine Multikollinearität konnte ausgeschlossen werden. Allerdings war es aufgrund einer Autokorrelation und einer Heteroskedastizität erforderlich, das Regressionsmodell zu transformieren. Dabei wurde ein GEE-Schätzer³⁷⁸ für das Testmodell gewählt. Abbildung 46 zeigt die Ergebnisse der Regression.

Die Hypothese H7 kann mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % bestätigt werden. Dazu zeigt die Grafik einen Regressionskoeffizient mit $b = -0.002$ und eine Signifikanz von $p < 0.05$. Dementsprechend werden diversifizierte Unternehmen, die eine Kostenführerschaftsstrategie verfolgen, im Gegensatz zu Unternehmen, die dies nicht tun, mit einem höheren Diversification Discount belegt.

Darüber hinaus zeigen sowohl die Eigenkapitalquote (Regressionskoeffizient $b = 0.180$) als auch die Marktkonzentration ($b = -0.175$) eine Korrelation. D. h. eine hohe Eigenkapitalquote wirkt positiv auf den Excess Value und wirkt dem negativen Einfluss der Kostenführerschaft entgegen. Infolgedessen werden Unternehmen mit einer hohen Eigenkapitalquote mit einem geringeren Discount belegt. Dem gegenüber wirkt eine hohe Marktkonzentration verstärkend auf den negativen Einfluss der Kostenführerschaftsstrategie auf

³⁷⁸ Zur Schätzung des Modells GEE-Schätzer vgl. Liang/Zeger (1986/1995).

den Excess Value. Je höher die Marktkonzentration, desto größer ist die negative Auswirkung auf den Diversification Discount.

	Kostenführerschaft b/se
Differenzierung	-0.002* (0.00)
Mitarbeiteranzahl	-0.050 (0.06)
Eigenkapitalquote	0.180** (0.07)
Unternehmensperformance	0.026 (0.04)
Marktwachstumsrate	0.016 (0.04)
Marktkonzentration	-0.175** (0.07)
∅ F&E-Ausgaben	0.087 (0.06)
Constant	-0.199** (0.07)
Wald chi 2	32.78

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Abbildung 46: Ergebnis der Regressionsanalyse zur Signifikanz der Kostenführerschaftsstrategie³⁷⁹

Das Untersuchungsergebnis ist in Abbildung 47 grafisch dargestellt. Es ist abzulesen, dass bei einer geringen Ausprägung einer Kostenführerschaftsstrategie sowohl negative als auch positive Excess Values vorliegen. Dabei ist eine höhere Anzahl negativer Excess Values bzw. Diversification Discounts zu beobachten als von Premiums. Bei einer geringer ausgeprägten Kostenführerschaft ist demnach kein eindeutiger negativer Zusammenhang zwischen einem Bewertungsunterschied und der Verfolgung der Kostenführerschaftsstrategie zu erkennen.

³⁷⁹ Eigene Darstellung.

Bei einer steigenden Ausprägung der Kostenführerschaft treten verstärkt Diversification Discounts auf und weisen einen negativen Zusammenhang nach. Demnach bestätigt sich die Hypothese, dass Unternehmen, die eine Kostenführerschaft verfolgen, durchschnittlich mit einem höheren Diversification Discount belegt werden als solche Unternehmen, die diese Strategie nicht verfolgen.

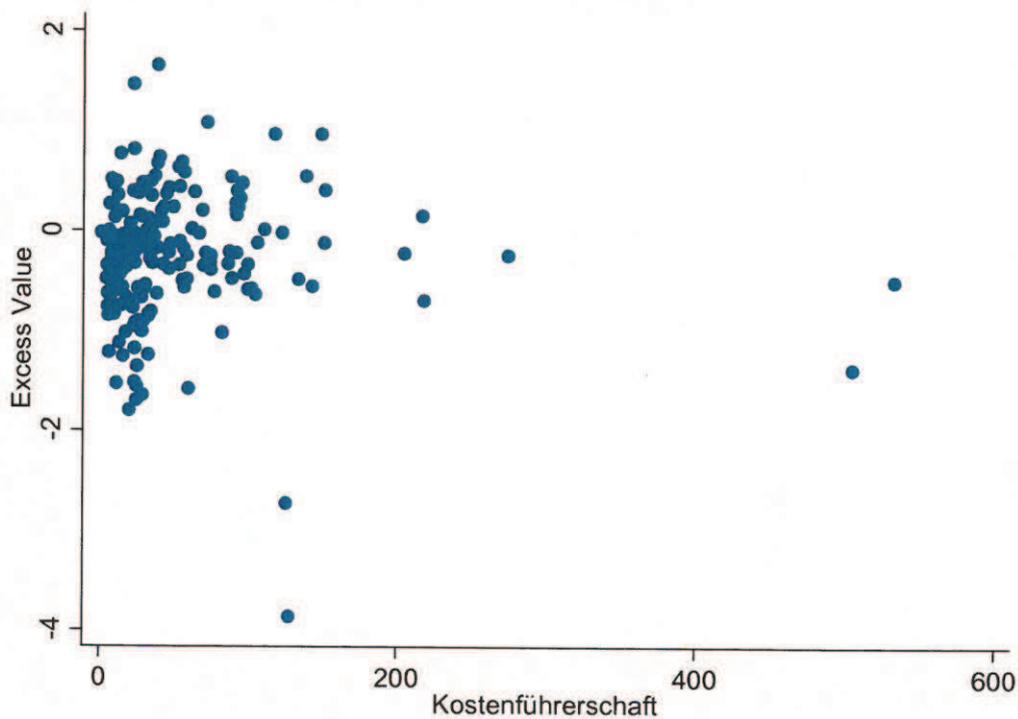


Abbildung 47: Der Excess Value im Verhältnis zur Differenzierungsstrategie³⁸⁰

Um eine Kostenführerschaftsstrategie erfolgreich verfolgen zu können, sind die Ausnutzung des Erfahrungskurvenkonzepts, eine kontinuierliche Kostenkontrolle sowie Kapazitätserweiterungen erforderlich.³⁸¹ Dies wiederum setzt die modernste Technologie voraus, die laufende Investitionen erfordert. Das Investitionsvolumen ist jedoch nicht so hoch aus-

³⁸⁰ Eigene Darstellung.

³⁸¹ Vgl. Barney (2011), S. 210 ff.

geprägt wie bei einer Differenzierungsstrategie. Der Fokus liegt auf einer möglichst kostengünstigen Produktion und einer stetigen Senkung der Kosten. Dies führt zu Einschränkungen in der Flexibilität sowie zu einer eingeschränkten Möglichkeit der Anpassung an veränderte Marktbedingungen.³⁸² Eine hohe Eigenkapitalquote steht daher nicht im völligen Gegensatz zu der Kostenführerschaftsstrategie, wirkt aber dennoch positiv auf den Excess Value, obgleich diese Strategie den Bewertungsunterschied negativ beeinflusst.

Aufgrund des fortwährenden Kostensenkungsdrucks lässt sich die negative Wirkung der hohen Marktkonzentration erklären. Je weniger Unternehmen am Markt agieren, desto geringer der Kostendruck für die einzelnen Marktteilnehmer, da der Preis von wenigen Marktteilnehmern bestimmt wird. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Unternehmen keine Kosteneinsparungsmaßnahmen durchführen.³⁸³ Fraglich für Anleger ist jedoch, ob ein möglichst optimales Kosten-Nutzen-Verhältnis realisiert werden kann.

Die Untersuchungsergebnisse zeigen auf, dass für deutsche diversifizierte Unternehmen die Verfolgung einer Kostenführerschaft zu einem erhöhten Bewertungsabschlag führen kann. Das Management ist durch die Verfolgung dieser Strategie in der Lage, den Excess Value zu beeinflussen. Dieses Ergebnis sollte allerdings von weiterführenden Studien mit einer größeren Untersuchungseinheit und einem Ländervergleich gestützt werden. An dieser Stelle ist es nur möglich, eine Aussage für deutsche diversifizierte Unternehmen zu treffen. Der Nachweis des Zusammenhangs eines Bewertungsunterschieds und einer strategischen Ausrichtung, in diesem Falle der Implementierung der Kostenführerschaftsstrategie, erfolgte in dieser Arbeit erstmals und bedarf daher weiterer Validierung.

Die Zusammenfassung der vorangegangenen Forschungsfrage, der Hypothesen und die Untersuchungsergebnisse zeigt Abbildung 48.

³⁸² Vgl. Grant (2005), S. 257; Hinterhuber (1990), S. 77 ff.; Stein (1988), S. 406 ff.

³⁸³ Vgl. Grant (2005), S. 257; Hinterhuber (1990), S. 77 ff.; Stein (1988), S. 406 ff.

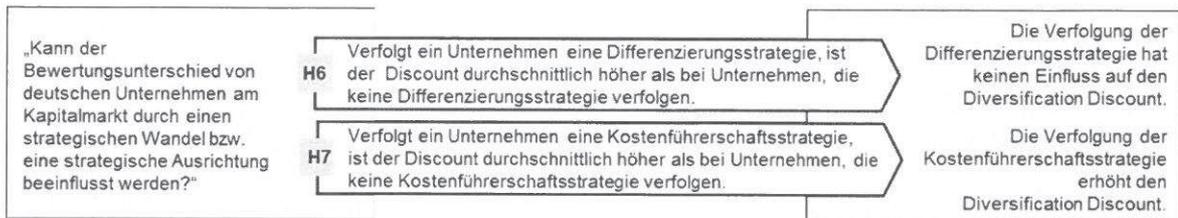


Abbildung 48: Ergebnis der Überprüfung der Hypothesen H6 und H7³⁸⁴

Nachdem alle aus der aktuellen Forschung zum Excess Value bzw. zum Diversification Discount hergeleiteten Hypothesen überprüft und die Untersuchungsergebnisse dargestellt wurden, findet in Kapitel 6 eine abschließende Diskussion statt.

³⁸⁴ Eigene Darstellung.

6 Diskussion

In der vorliegenden Arbeit wurden zwei wesentliche Forschungsfragen beantwortet. Zum einen, ob deutsche diversifizierte Unternehmen mit einem durchschnittlich negativen Bewertungsunterschied belegt werden. Zum anderen, ob der Bewertungsunterschied durch einen strategischen Wandel oder eine strategische Ausrichtung beeinflusst werden kann.

Zunächst wurden bereits bestehende Forschungsergebnisse zur Existenz eines Excess Values bzw. Diversification Discounts für deutsche diversifizierte Unternehmen, die an der Börse gelistet sind, bestätigt und erweitert. In einem zweiten Schritt erfolgte die Schließung der Forschungslücke des Zusammenhangs eines strategischen Wandels bzw. einer strategischen Ausrichtung mit dem Excess Value bzw. Diversification Discount.

In der vorliegenden Arbeit wurde dazu eine Einführung in die Themenfelder Diversifikation, Bewertungsunterschied und strategisches Management gegeben. Daran anknüpfend erfolgte die Darlegung eines theoretischen Bezugsrahmens und der Erklärungsansätze aus der Industrieökonomie, dem strategischen Management und der Finanzliteratur. Eine Darstellung und Zusammenfassung bisheriger empirischer Befunde fand in einem weiteren Schritt statt, woran anknüpfend der Forschungsbedarf aufgezeigt und Hypothesen für die Untersuchung formuliert wurden.

Die erste Untersuchung zur Existenz eines Bewertungsunterschieds wurde eingeleitet von der Erläuterung der Datenbasis sowie den Erörterungen zur Datenklassifizierung und Datenbereinigung. Anschließend erfolgte die Auswahl der Untersuchungsmethode, der Referenzgröße und der Bezugsmaße. Darauf bauten die anschließende Überprüfung der Hypothese und eine Ergebnisdarstellung auf. Die weiteren Untersuchungen folgten diesem Ablauf der Auswahl der Untersuchungsmethode, der Bestimmung relevanter Variablen, der Überprüfung der Hypothese und der abschließenden Ergebnisdarstellung. Anhand

dieses Vorgehens wurden als mögliche Einflussfaktoren auf den Excess Value bzw. Diversification Discount folgende Kriterien überprüft: die Branchenzugehörigkeit, der Diversifikationsgrad, ein strategischer Wandel, die Differenzierungsstrategie und die Kostenführerschaftsstrategie.

Im Folgenden werden die gewonnenen Ergebnisse zusammengefasst, die Untersuchungsmethoden sowie die Datenqualität kritisch hinterfragt und schließlich der weitere Forschungsbedarf aufgezeigt.

6.1 Zusammenfassung der Erkenntnisse der Arbeit

Das Ziel dieser Arbeit bestand darin, zunächst mittels einer Replikationsstudie den Nachweis über einen durchschnittlichen Diversification Discount für deutsche diversifizierte Unternehmen zu erbringen. Ferner sollte ermittelt werden, ob die Branchenzugehörigkeit und der Diversifikationsgrad als negative oder positive Einflussfaktoren zu bestätigen sind. Anschließend wurde der erstmalige Nachweis des Zusammenhangs zwischen dem Excess Value und der strategischen Ausrichtung angestrebt. Hierbei sollten der strategische Wandel sowie die Differenzierungs- und die Kostenführerschaftsstrategie als Einflussfaktoren identifiziert werden.

Die Ergebnisse der vorgenommenen Untersuchungen über den Zeitraum von 2004 bis 2010 sind in Abbildung 49 aufgezeigt. Es ist gelungen, einen Bewertungsunterschied für deutsche diversifizierte Unternehmen, die am Kapitalmarkt gelistet sind, nachzuweisen. Überdies konnte ein durchschnittlich negativer Bewertungsunterschied, ein Diversification Discount, festgestellt werden. Bei der Betrachtung der Ergebnisse ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Finanzkrise innerhalb des Untersuchungszeitraums liegt, deren negativer Einfluss auf den durchschnittlichen Excess Value zu beobachten ist. Durchschnittlich konnte für 71,825 % der diversifizierten Unternehmen ein Diversification Discount und für

28,125 % der Unternehmen ein Diversification Premium identifiziert werden.

Des Weiteren wurden unterschiedlich hohe Diversification Discounts für verschiedene Branchen aufgedeckt. Beispielsweise waren die Branchen „Chemikalien und verwandte Produkte“ sowie „Transporteinrichtungen“ über den gesamten Untersuchungszeitraum mit einem Discount belegt. Andere Branchen wiesen zumeist ein Premium aus oder unterlagen einem Wechsel von einem Discount hin zum Premium oder umgekehrt. Ein konstantes Premium für eine Branche über den gesamten Untersuchungszeitraum konnte nicht identifiziert werden. Die Untersuchungsergebnisse zeigten allerdings auch, dass die Bedeutung der Branchenzugehörigkeit als Einflussfaktor auf den Excess Value über den Zeitraum der Untersuchung stetig abnimmt. Eine Prüfung der Fortsetzung bzw. Entwicklung der Relevanz der Branchenzugehörigkeit ist hier vorzunehmen.

Als Einflussfaktor mit negativer Wirkung auf den Diversification Discount konnte der Diversifikationsgrad bestimmt werden. Unternehmen werden mit einem höheren Diversifikationsabschlag belegt, je höher die Anzahl ihrer Segmente ist. Ferner ist der negative Einfluss eines hohen Diversifikationsgrads umso größer, je höher der Umsatz des Unternehmens ist.

Die Überprüfung des strategischen Wandels als Einflussfaktor auf den Diversification Discount unternahm erstmals den Versuch, einen Zusammenhang zwischen einem Bewertungsunterschied und dem strategischen Management herzustellen. Die Untersuchung ergab jedoch keinen nachweislichen Zusammenhang. Dennoch sollte das Ergebnis in weiteren Studien erneut überprüft werden, da sich die Untersuchungseinheit in der vorliegenden Arbeit auf deutsche Unternehmen beschränkt. Außerdem sollten weitere Betrachtungen die Marktkonzentration berücksichtigen, weil sie bei der vorliegenden Untersuchung eine negative Wirkung aufweist.



Abbildung 49: Zusammenfassung der Ergebnisse der Untersuchungen³⁸⁵

Die letzten Untersuchungen überprüften die Wirkung der Differenzierungs- und der Kostenführerschaftsstrategie auf den Excess Value. Die Verfolgung einer Differenzierungsstrategie zeigte keinen Einfluss auf den Bewertungsunterschied, d. h. diversifizierte Unternehmen mit einer Differenzierungsstrategie werden wie auch Unternehmen ohne Differenzierungsstrategie nicht mit einem höheren Diversification Discount belegt. Des Weiteren wurde nachgewiesen, dass eine hohe Eigenkapitalquote dieser Unternehmen positiv auf den Excess Value wirkt und der Wirkung der Differenzierungsstrategie entgegensteht. Eine hohe Marktkonzentration hingegen würde die Wirkung der Differenzierungsstrategie auf den Diversification Discount verstärken.

³⁸⁵ Eigene Darstellung.

Im Gegensatz zur Differenzierungsstrategie wirkt die Verfolgung einer Kostenführerschaftsstrategie negativ auf den Excess Value. Diversifizierte Unternehmen, die eine Kostenführerschaftsstrategie verfolgen, werden im Gegensatz zu Unternehmen, die dies nicht tun, mit einem höheren Diversification Discount belegt. Eine hohe Eigenkapitalquote der Unternehmen mit einer solchen Strategie beeinflusst den Excess Value positiv und wirkt dem negativen Einfluss der Kostenführerschaft entgegen.

Infolgedessen werden Unternehmen mit einer hohen Eigenkapitalquote mit einem geringeren Discount belegt. Dagegen verstärkt eine hohe Marktkonzentration den negativen Einfluss der Kostenführerschaftsstrategie auf den Excess Value. Dies bedeutet: Je höher die Marktkonzentration, desto größer ist die negative Auswirkung auf den Diversification Discount.

6.2 Qualität der Datenbasis und Informationen

Als Ausgangspunkt für die Datenbasis dieser Arbeit diente der gesamte CDAX. Dabei basierten die verwendeten Daten auf der Berichterstattung der Unternehmen (beispielsweise durch ihre Geschäftsberichte) und der Datenbank Datastream. Fehlerhafte Daten innerhalb der Datenbank in Berichten und internen Berechnungen sind demnach nicht auszuschließen. Die verfügbaren Daten können vom Datenbankbetreiber jederzeit verändert werden und werden zudem in regelmäßigen Abständen aktualisiert. Daher ist eine Verfügbarkeit der gleichen Datenbasis über einen längeren Zeitraum nicht ohne Weiteres möglich. Die erhobenen Daten sind nur zu dem Zeitpunkt aktuell, an dem sie in der Datenbank abgerufen werden.

Mansi und Reeb³⁸⁶ sowie Villalonga³⁸⁷ stellen eine fehlerhafte Datenbasis als kritischen Faktor für die Untersuchung des Excess Values mit seinen Einflussfaktoren heraus. Dies führe häufig zu Verzerrungen der Ergebnisse. Villalonga kritisiert insbesondere die mangelnde Genauigkeit der Segmentdaten. Diversifizierte Unternehmen berichten ihre Zahlen und Segmenteinteilungen. Die jeweiligen SIC-Codes werden allerdings von den Datenbanken zugeordnet. Hier liegt eine Quelle von Inkonsistenzen in der Segmentzuordnung. Erschwerend kommt hinzu, dass von Unternehmen teilweise veränderte Daten zu Segmenten berichtet werden, obgleich keine tatsächliche Veränderung der Geschäftstätigkeiten vorliegt.³⁸⁸

Um die Genauigkeit der Daten gewährleisten zu können sowie mögliche Inkonsistenzen in der Berichterstattung aufzudecken und zu eliminieren, wurden die abgerufenen Daten wie in Kapitel 3.1 beschrieben überprüft. Unternehmen, die als diversifiziert ausgewiesen wurden, jedoch in einem Segment 90 % oder mehr des Gesamtumsatzes verzeichneten, wurden als fokussiert eingestuft. Die Zuordnung der SIC-Codes durch Datastream wurden durch einen Abgleich mit den Segmenteinteilungen in den Geschäftsberichten überprüft. Es wurden Unternehmen aus der Untersuchungseinheit ausgeschlossen, für die inkonsistente oder keine Daten vorlagen, die einen Umsatz von weniger als 20 Mio. € p. a. ausweisen, und Unternehmen, deren Geschäftsjahresende innerhalb des Kalenderjahres lagen. Aufgrund der speziellen Rechnungslegungsvorschriften wurden Finanzinstitute, Versicherungen und Banken ebenfalls ausgeschlossen. Darüber hinaus wurden fehlerhafte Einordnungen aufgrund strengster Anwendung der SIC-Codes berichtigt.

Die Segmentzuordnungen, die Anzahl und die Konsistenz der Segmente wurden für alle Unternehmen in allen Jahren überprüft. Anhand von Geschäftsberichten, insbesondere

³⁸⁶ Vgl. Mansi/Reeb (2002).

³⁸⁷ Vgl. Villalonga (2004), S. 479 ff.

³⁸⁸ Vgl. Villalonga (2004), S. 479 ff.

durch die Segmentberichterstattungen, wurden alle Daten auf ihre Übereinstimmung überprüft. Durch die vorgenommenen Datenüberprüfungen und -korrekturen wurden Inkonsistenzen sowie Fehlzuordnungen von Zahlen und Segmentdaten minimiert.

6.3 Methodenkritik

Zunächst wurde für die Kategorisierung in fokussierte und diversifizierte Unternehmen sowie für die Messung des Diversifikationsgrads der quantitativ-kontinuierliche Ansatz mit dem Zählverfahren gewählt. Untersuchungen, die die verschiedenen Methoden zur Bestimmung des Diversifikationsgrads verglichen haben, ergaben, dass alle Messverfahren annähernd gleiche Ergebnisse hervorbringen.³⁸⁹ Daher kann eine Verfälschung der Ergebnisse durch die gewählte Methode ausgeschlossen werden.

Bei der Bildung der Vergleichsgruppen für die Excess Value-Berechnung ist im deutschen Raum eine Mindestanzahl von vier Unternehmen je Vergleichsgruppe angemessen.³⁹⁰ Diese Mindestanzahl ist in der vorliegenden Arbeit gewährleistet. Darüber hinaus wurde zur Prüfung der Reliabilität der Vergleichsgruppenbildung ein Interrator-Reliabilitätstest durchgeführt.

Die Berechnung der Excess Values stützt sich auf die in der Forschung bewährte Methode einer Vergleichswertstudie von Berger und Ofek.³⁹¹ Eine Untersuchung anhand einer Ereignisstudie wäre aufgrund der kleinen Datenbasis mit zu wenig gewichtigen Transaktionen nicht durchführbar.

³⁸⁹ Vgl. Hoskisson et al. (1993), S. 215 ff.; Bühner, R. (1983), S. 1023 ff.

³⁹⁰ Vgl. Beckmann (2006).

³⁹¹ Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 46 f.

Bei der Ausgestaltung eines Regressionsmodells ist die Auswahl der verwendeten Variablen von zentraler Bedeutung. Hier unterliegen die Modelle einer gewissen Subjektivität. Um diese zu minimieren, wird für die vorgenommenen Untersuchungen auf in der Forschung bereits angewendete Modelle zurückgegriffen. Dies gilt sowohl für die Generierung der Variablen „strategischer Wandel“, „Differenzierung“ und Kostenführerschaft“ als auch für die gewählten Kontrollvariablen. Es erfolgten für alle Forschungsmodelle eine Prüfung auf Autokorrelation, Multikollinearität, Heteroskedastizität sowie ein Reliabilitätstest (Cronbachs Alpha) und gegebenenfalls eine Transformation des Modells.

Im Allgemeinen ist die Untersuchungsgrundgesamtheit von 232 Unternehmen relativ klein, wobei für die Untersuchung 32 diversifizierte und 138 fokussierte Unternehmen verwendet wurden. Dies vermindert die Aussagekraft der Ergebnisse und könnte in nachfolgenden Untersuchungen durch die Auswahl einer größeren Untersuchungseinheit gesteigert werden. Hier wäre eine Ausweitung auf ein internationales Untersuchungsfeld denkbar.

Der Einbezug der Jahre, in denen die Finanzkrise Einfluss auf die Finanzmärkte ausübte, birgt die Gefahr einer Verzerrung der Untersuchungsergebnisse. Daher wären Folgeuntersuchungen ohne Einbezug derartiger Sondereinflüsse anzustreben. Eine Analyse der tatsächlichen Auswirkungen der Finanzkrise auf diversifizierte Unternehmen und einen Diversification Discount bleibt ebenfalls offen.

6.4 Ausblick/Weiterer Forschungsbedarf

Für deutsche diversifizierte Unternehmen konnte ein Diversification Discount nachgewiesen werden. Eine erneute Betrachtung der Wirkung der Branchenzugehörigkeit auf den Discount und des beobachteten Trends ist durchzuführen. Dabei gilt es nachzuweisen, dass die Wirkung bzw. Relevanz der Branchenzugehörigkeit nach dem Jahr 2010 weiter

kontinuierlich abnimmt.

In dieser Arbeit wurde erstmals das strategische Management in die Excess Value- bzw. Diversification Discount-Analyse einbezogen. Ein strategischer Wandel konnte wie auch eine Differenzierungsstrategie nicht als Einflussfaktor auf den Diversification Discount identifiziert werden – im Gegensatz zur Kostenführerschaftsstrategie. Aufgrund des erstmaligen Versuches, den Zusammenhang zwischen einem Bewertungsunterschied und dem strategischen Management herzustellen, bedarf es einer Überprüfung der Wirkung in anderen Ländern, da sich die bisherigen Ergebnisse auf deutsche diversifizierte Unternehmen beschränken. Insbesondere die Forschung im amerikanischen Raum ist, wie in Kapitel 2.3.1 aufgezeigt, weit fortgeschritten. Dennoch wurde der Einfluss eines strategischen Wandels oder der Implementierung einer der generischen Wettbewerbsstrategien auf den Excess Value bislang nicht untersucht.

Bisherige Studien betrachteten jeweils einzelne Einflussfaktoren auf den Excess Value. Ein Forschungsansatz, der alle bislang nachgewiesenen Einflussfaktoren einbezieht, könnte ein ganzheitliches Bild über deren Zusammenspiel und die gebündelte bzw. kombinierte Wirkung auf den Excess Value bzw. den Diversification Discount geben.

Abschließend ist anzumerken, dass das Forschungsfeld um den Excess Value noch nicht für alle möglichen Einflussfaktoren und deren kombinatorische Wirkung analysiert ist. Auch sind die Auswirkungen der Einflussfaktoren noch nicht in einem ausreichenden Ländervergleich betrachtet worden. Die vorliegende Arbeit hat Anregungen und Ansatzpunkte für weiterführende Studien gegeben.

7 Literaturverzeichnis

Abell, D. F. (1980): Defining the Business. The Starting Point of Strategic Planning, Englewood Cliffs, NY: Prentice-Hall.

Ahn, S./Denis, D. J./Denis, D. K. (2006): Leverage and investment in diversified firms, in: Journal of Financial Economics, Vol. 79, Nr. 2, S. 317-337.

Aiken, L. S./West, S. G. (1991): Multiple regression: Testing and interpreting interactions, Newbury Park, CA: Sage Publications.

Amit, R./Livnat J. (1988): Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance, in: Strategic Management Journal, Nr. 9, S. 99-110.

Amit, R./Schoemaker P. J. H. (1993): Strategic Assets and Organizational Rent, in: Strategic Management Journal, Jg. 14, S. 33-46.

Amihud, Y./Lev, B. (1981): Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, in: Bell Journal of Economics, Vol. 12, 1981, S. 605-617.

Amir, Y./Sharon, I. (1990): Replication Research: A "Must" for the Scientific Advancement of Psychology, in: Handbook of Replication Research in Social Science (Special Issue), hrsg. von Neuliep, J. W., in: Journal of Social Behavior and Personality, Vol. 5, S. 51-69.

Andrews, K. R. (1951): Product Diversification and the public interest, in: Harvard Business Review, Vol. 29 (1951), Nr. 4, S. 91-107.

Andrews, K. (1971): The Concepts of Corporate Strategy, Homewood, IL: Dow Jones-Irwin.

Ansoff, H. I. (1957): Strategies for Diversification, in: Harvard Business Review, Sept./Okt. 1957, S. 113-124.

Ansoff, H. I. (1965): Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion, New York: McGraw Hill.

Arbeitskreis (1973): „Diversifizierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Diversifizierungsprojekte, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 1973, S. 293-335.

Backhaus, K./Erichson, B./Plinke, W./Weiber, R. (2011): Multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung, 13. Aufl., Berlin, Heidelberg: Springer.

Bain, J. (1968): Industrial Organization, 2. Aufl., New York: John Wiley.

Ballinger, G. A. (2004): Using generalized estimating equations for longitudinal data analysis, in: Organizational research methods, Vol. 7, Nr. 2, S. 127-150.

Ballwieser, W. (1991): Unternehmensbewertung mit Hilfe von Multiplikatoren, in: Aktuelle Fragen der Finanzwirtschaft und der Unternehmensbesteuerung, hrsg. von Ruckle, D.; Festschrift für Erich Loitlsberger zum 70. Geburtstag, Wien: Linde, S. 47-66.

Balsam, S./Fernando, G. D./Tripathy, A. (2011): The impact of firm strategy on performance measures used in executive compensation, in: Journal of Business Research, Vol. 64, S. 187-193.

Barnard, C. (1938): The Functions of the Executive, Cambridge: Harvard University Press.

Barney, J. B. (1991): Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, in: Journal of Management, Nr. 17, S. 99-120.

Barney, J.B. (2011): Gaining and Sustaining Competitive Advantage, 4. Aufl., New York: Pearson.

Beckmann, P. (2006): Der Diversification Discount am deutschen Kapitalmarkt. Eine empirische Untersuchung des Bewertungsunterschieds zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen und seine Einflussfaktoren, Dissertation, Wiesbaden: Gabler.

Berger, P. G./Ofek, E. (1995): Diversification's effect on firm value, in: Journal of Financial Economics, Vol. 37, S. 39-65.

Berger, P. G./Ofek, E. (1999): Causes and effects of corporate refocusing programs, in: Review of Financial Studies, Vol. 12, S. 311-345.

Berman, S. L./Wicks, A. C./Kotha, S./Jones, T. M. (1999): Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance, in: Academy of Management Journal, Vol. 42, Nr. 5, S. 488-506.

Best, R. W./Hodges, C. W./Lin, B. X. (2004): Does information asymmetry explain the diversification discount?, in: The Journal of Financial Research, Vol. 27, Nr. 2, S. 235-249.

Billett, M./Mauer, D. (2003): Cross subsidies, external financing constraints, and the contribution of the internal capital market to firm value, in: Review of Financial Studies, Vol. 16, 2003, S. 1167-1201.

Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./Eil, N. (2009): Von der Wall Street zur Main Street. Die Weltwirtschaft nach der Finanzkrise, München: Oldenbourg.

Boston Consulting Group (2006): Managing for Value – How the World's Top Diversified Companies Produce Superior Shareholder Returns, Boston: The Boston Consulting Group, S. 1-28.

- Bühner, R. (1983):** Portfolio-Risikoanalyse der Unternehmensdiversifikation von Industrieaktiengesellschaften, in: ZfB, 53. Jg., 1983, S. 1023 ff.
- Bühner, R. (1989):** Bestimmungsfaktoren und Wirkungen von Unternehmenszusammenschlüssen, in: WiSt, 18. Jg., Nr. 4, S. 158-166.
- Campa, J./Kedia, S. (2002):** Explaining the diversification discount, in: Journal of Finance, Vol. 57, Nr. 4, 2002, S. 1731-1762.
- Carpenter, M. A. (2000):** The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms, in: Journal of Management, Vol. 26, Nr. 6, S. 1179-1198.
- Chaffee, E. E. (1985):** Three Models of Strategy, in: Academy of Management Review, Vol. 10., Nr. 1, S. 89-98.
- Chambers, J. M./Cleveland, W. S./Kleiner, B./Tukey, P. A. (1983):** Graphical Methods for Data Analysis, Belmont: Wadsworth.
- Chandler, A. D. (1962):** Strategy and Structure: Chapters in the history of the industrial enterprise, Cambridge: MIT Press.
- Chandler, A. D. (1969):** Strategy and structure: chapters in the history of industrial enterprise, Cambridge: MIT Press.
- Chevalier, J. (2004):** What do we know about cross-subsidization? Evidence from the investment policies of merging firms, in: Advances in Economic Analysis & Policy, Vol. 4, Issue 1: Article 3, S. 1-29.
- Coenenberg, A. G./Schultze, W. (2002):** Das Multiplikator-Verfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik, in: Finanzbetrieb, 4. Jg., Nr. 12, S. 697-703.

- Collis, D. J./Montgomery C. A. (2005):** Corporate Strategy: Resources and the Scope of the firm, 2. Aufl., Chicago, IL: Irwin.
- Collis, D. J./Montgomery C. A. (1998):** Creating Corporate Advantage, in: Harvard Business Review, Jg. 76, Nr. 3, S. 71-83.
- Comment, R./Jarrell, G. (1995):** Corporate focus and stock returns, in: Journal of Financial Economics, Vol. 37, S. 67-87.
- Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (2005):** Valuation – Measuring and managing the value of companies, 4. Aufl., New York.
- Cordes, J. (1992):** Der Erfolg von Mischkonzernen aus theoretischer und empirischer Sicht, Bergisch Gladbach: Joseph Eul.
- Cumming, D./Sapienza, H. J./Siegel, D. S./Wright, M. (2009):** International Entrepreneurship: Managerial and policy implications, Vol. 3, S. 283-296.
- Daley, L./Mehrotra, V./Sivakumar, R. (1997):** Corporate focus and value creation, evidence from spinoffs, in: Journal of Financial Economics, Vol. 45, S. 257-281.
- D'Aveni, R./Ravenscraft, D./Anderson, P. (2004):** From Corporate Strategy to Business-level Advantage: Relatedness as Resource Congruence, in: Managerial and Decision Economics, 25. Jg., Nr.6/7, S. 365-381.
- David, J. S./Hwang, Y./Pei, B. K. W./Reneau, J. H. (2002):** The performance effects of congruence between product competitive strategies and purchasing management design, in: Management Science, Vol. 48, Nr. 7, S. 866-885.
- Dembe, A. E./Boden, L. I. (2000):** Moral Hazard: A Question of Morality?, in: New Solutions, Vol. 10, Nr. 3, S. 257-279.

Denis, D. J./Denis, D. K./Sarin, A. (1997): Agency problems, equity ownership, and corporate diversification, in: *The Journal of Finance*, Vol. 52, Nr. 1, S. 135-160.

Döhmen, H. P. (1991): Anlässe, Ziele und Methodik der Diversifikation, Bergisch Gladbach, Köln: Eul Verlag.

Donaldson, G. (1990): Voluntary restructuring: The Case of General Mills, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Nr. 1, S. 117-141.

Doukas, J. A./Holmén, M./Travlos, N. G. (2002): Diversification, ownership, and control of Swedish corporations, in: *European Financial Management*, Vol. 8, 2002, S. 281-314.

Eden, D. (2002): From the Editors, Replication, Meta-Analysis, Scientific Progress, and AMJ's Publication Policy, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 45, Nr. 5, S. 841-846.

Fauver, L./Houston, J./Naranjo, A. (1999): Capital Market Development, Legal Systems and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis, CIBER Working Paper 02-10, University of Florida.

Felderer, B./Homburg, S. (2005): Makroökonomik und neue Makroökonomik, 9. Aufl., Berlin, Heidelberg: Springer.

Finkelstein, S./Boyd, B. K. (1998): How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 41, Nr. 2, S. 179-199.

Finkelstein, S./Hambrick, D. C. (1990): Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, Nr. 3, S. 484-503.

Furchtgott, E. (1984): Replicate, again and again, in: American Psychologist, Vol. 39, Nr.11, S. 1315-1316.

Gale, B. T. (1980): Can more capital buy higher productivity?, in: Harvard Business Review, Vol. 58, Nr. 4, S. 78-86.

Ganz, M. (1991): Die Erhöhung des Unternehmenswertes durch die Strategie der externen Diversifikation, Dissertation, Universität St. Gallen, Stuttgart: Paul Haupt.

Gauss, P./Stankiewicz, P. (Hrsg.) (1887): Abhandlungen zur Methode der kleinsten Quadrate, hrsg. in deutscher Fassung von Börsch, A./Simon, P., Berlin 1887.

Gebert, F. (1983): Diversifikation und Organisation, Frankfurt a. M.: Peter Lang Verlag.

Genschel, U./Becker, C. (2005): Schließende Statistik. Grundlegende Methoden, Berlin, Heidelberg: Springer.

Givoly, D./Hayn, C./D'Souza, J. (1993): The Quality and Information Content of Segment Reporting, Working Paper, Northwestern University.

Göbel, E. (2002): Neue Institutionenökonomik – Konzeption und betriebswirtschaftliche Anwendungen, Stuttgart: Verlag Lucius & Lucius.

Gordon, S./Stewart Jr. W. H./Sweo, R./Luker, W. A. (2000): Convergence versus strategic reorientation: The antecedents of fastpaced organizational change in: Journal of Management, Vol. 26, Nr. 5, S. 911-945.

Gort, M. (1962): Diversification and Integration in American Industry, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Graham, J./Lemmon, M./Wolf, J. (2002): Does corporate diversification destroy value?, in: Journal of Finance, Vol. 57, S. 695-720.

Grant, R. M. (1991): The Resource-Based Theory of Competitive Advantage, in: California Management Review, Vol. 33, Nr. 3, S. 114-135.

Grant, R. M. (2005): Contemporary Strategy Analysis, 5. Aufl., Malden: Blackwell Publishers.

Greene, W. H. (2003): Econometric analysis, New Jersey: Prentice Hall.

Günther, T. (1997): Unternehmenswertorientiertes Controlling, München: Vahlen.

Hambrick D. (1983): Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types, in: Academy of Management Journal, Vol. 26, Nr. 1, S. 5-26.

Hambrick, D. (1994): Top management groups: a conceptual integration and reconsideration of the team label, in: Research in Organizational Behavior, Vol. 16, Staw, B., Cummings, L. (eds.), Greenwich CT: JAI Press, S. 171-213.

Hambrick, D./Schechter, S. M. (1983): Turnaround strategies for mature industrial-product business units, in: Academy of Management Journal, Vol. 26, Nr. 2, S. 231-248.

Hatten, K. J./Hatten, M. L. (1988): Effective Strategic Management, Englewood Cliffs: Prentice-Hall.

Haveman, H. A. (1992): Between a rock and a hard place: Organizational change and performance under conditions of fundamental environmental transformation, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 37, S. 48-75.

Herrmann, V. (2002): Marktpreisschätzung mit kontrollierten Multiplikatoren, Lohmar: Josef Eul.

Hinterhuber, H.H. (1990): Wettbewerbsstrategie, 2. Aufl., Berlin: de Gruyter.

Hirschman, A. O. (1964): The Paternity of an Index, in: The American Economic Review, Jg. 54, Nr. 5, 1964, S. 761-762.

Hitt, M./Ireland, R./Camp, S./Sexton, D. (2001): Strategic entrepreneurship: entrepreneurial strategies for wealth creation, in: Strategic Management Journal, Vol. 22, Special Issue, S. 479-491.

Hoskisson, R./Hitt, M./Johnson, R./Moesel, D. (1993): Construct Validity of an Objective (entropy) Categorical Measure of Diversification Strategy, in: Strategic Management Journal, Vol. 14, S. 215 ff.

Hubbard, R./Armstrong, S. J. (1994): Replications and Extensions in Marketing: Rarely Published but Quite Contrary, in: International Journal of Research in Marketing, Vol. 11, S. 233-248.

Hubbard, G./Palia, D. (1999): A re-examination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital market view, in: Journal of Finance, Vol. 54, 1999, S. 1131-1152.

Hubbard, R./Vetter, D. E./Little, E. L. (1998): Replication in Strategic Management: Scientific Testing for Validity, Generalizability, and Usefulness, in: Strategic Management Journal, Vol. 19, S. 243-254.

Hungenberg, H. (2011): Strategisches Management in Unternehmen, Ziele – Prozesse – Verfahren, 6. Aufl., Wiesbaden: Gabler.

Hutschenreuter, T./Sonntag, A. (1998): Erklärungsansätze für die Diversifikation von Unternehmen, HHL Arbeitspapier Nr. 13, hrsg. von der Handelshochschule Leipzig, Leipzig.

Jacobs, S. (1992): Strategische Erfolgsfaktoren der Diversifikation, Diss., Wiesbaden: Gabler.

Jansen, S. A. (2008): Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, Wiesbaden.

Jauch, L. R./Osborne, R. N./Gleuck, W. F. (1980): Short-term financial success in large business organizations: The environment-strategy connection, in: Strategic Management Journal, Vol. 1, S. 49-63.

Jensen, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: American Economic Review, Nr. 76, S. 323-329.

Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Nr. 3, S. 305-360.

Jensen, M./Murphy, K. (1990): Performance pay and top management incentives, in: Journal of Political Economy, Vol. 98, S. 225-264.

Jensen, M. C./Ruback, R. (1983): The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence, in: Journal of Financial Economics, Nr. 11, S. 5-50.

John, K./Ofek, E. (1995): Asset sales and increase in focus, in: Journal of Financial Economics, Vol. 37, S. 105-126.

- Kelly, D./Amburgey, T. L. (1991):** Organizational inertia and momentum: A dynamic model of strategic change, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 34, Nr. 3, S. 591-612.
- Klein, P. (2001):** Were the Acquisitive Conglomerates Inefficient?, in: *RAND Journal of Economics*, Vol. 32, S. 745-761.
- Klein, P. G. (2008):** Opportunity Discovery, Entrepreneurial Action, and Economic Organization, in: *Strategic Entrepreneurship Journal*, Vol. 2, S. 175-190.
- Kotha, S./Nair, A. (1995):** Strategy and environment as determinants of performance: evidence from the Japanese machine tool industry, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 16, Nr. 7, S. 497-518.
- Krause, H.-U./Arora, D. (2010):** Controlling-Kennzahlen. Key Performance Indicators, 2. Aufl., München: Oldenbourg.
- Landis, J. R./Koch, G. G. (1977):** The Measurement of observer agreement for categorical Data, in: *Biometrics*, Nr. 33, S. 159-174.
- Lang, L./Stulz, R. (1994):** Tobin's q, corporate diversification, and firm performance, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 102, S. 1248-1280.
- Lewellen, W. G. (1971):** A Pure Financial Rationale for Conglomerate Merger, in: *The Journal of Finance*, 26. Jg., Nr. 2, S. 521-537.
- Lieberman, M. B./Montgomery, D. B. (1988):** „First-Mover Advantages“, in: *Strategic Management Journal*, Vol.9, Special Issue: Strategy Content Research, S. 41-58.
- Liang, K.-Y./Zeger, S. L. (1986):** Longitudinal Data Analysis using Generalized Linear Models, in: *Biometrika*, Vol. 73, Nr. 1, S. 13-22.

- Liang, K.-Y./Zeger, S. L. (1995):** Inference Based on Estimating Functions in the Presence of Nuisance Parameters, in: *Statistical Science*, Vol. 10, S. 158-173.
- Lindsay, M. R./Ehrenberg, A. S. C. (1993):** The Design of Replicated Studies, in: *American Statistician*, Vol. 47, Nr. 3, S. 217-228.
- Lins, K./Servaes, H. (1999):** International evidence on the value of corporate diversification, in: *The Journal of Finance*, 54. Jg., Nr. 6, S. 2215-2239.
- Litz, H. P. (2003):** *Statistische Methoden in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 3. Aufl., München: Oldenbourg.
- Loderer, C./Jörg, P./Pichler, K./Zgraggen, P. (2002):** *Handbuch der Bewertung*, 2. erweiterte Aufl., Zürich: NZZ-Verlag.
- Loderer, C./Roth, L. (2003):** The pricing discount for limited liquidity: Evidence from SWX Swiss Exchange and the Nasdaq, in: *Journal of Empirical Finance*, Vol. 12, Nr. 2, S. 239-268.
- Löhnert, P./Böckmann, U. (2001):** Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, hrsg. von Peemöller, V. H., Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Kapitel 3: Bewertungsverfahren, Teil E, S. 401-424.
- Maksimovic, V./Phillips, G. (2002):** Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and evidence, in: *Journal of Finance*, Vol. 57, S. 721-767.
- Mansi, S./Reeb, D. (2002):** Corporate diversification: what gets discounted?, in: *Journal of Finance*, Vol. 57, S. 2167-2183.

- Markides, C. C. (1995):** Diversification, Refocusing and Economic Performance, in: Strategic Management Journal, Vol. 16, Nr. 2, S. 101-118.
- Marris, R. (1964):** The Economic Theory of Managerial Capitalism, London: Macmillan.
- Mason, E. (1939):** Price and Production Policies of Large-Scale Enterprise, in: AER, Vol. 29, Nr. 1, S. 61 ff.
- Matsusaka, J. G. (1993):** Motives during the Conglomerate Merger Wave, in: The RAND Journal of Economics, Vol. 24, Nr. 3, S. 357-379.
- Matsusaka, J. G. (2001):** Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities, in: Journal of Business, Vol. 74, Nr. 3, S. 409-431.
- Miller, A./Dess, G. G. (1993):** Assessing Porter's (1980) model in terms of its generalizability, accuracy and simplicity, in: Journal of Management Studies, Vol. 30, Nr. 4, S. 553-585.
- Mintzberg, H. (1978):** Patterns in strategy formation, in: Management Science, Vol. 24, Nr. 9, S. 934-948.
- Mitton, T./Vorkink, K. (2010):** Why Do Firms with Diversification Discounts Have Higher Expected Returns?, in: Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 45, Nr. 6, S. 1367-1390.
- Montgomery, C. A. (1985):** Product-Market Diversification and Market Power, in: Academy of Management Journal, Vol. 28, S. 789-798.
- Montgomery, C. A./Thomas, A. R. (1988):** Divestment: Motives and gains, in: Strategic Management Journal, Vol. 9, S. 93-97.

Montgomery, C. A./Wernerfelt, B. (1988): Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q , in: RAND Journal of Economics, Vol. 19, S. 623-632.

Myers, S./Majluf, N. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, in: Journal of Financial Economics, Vol. 13, S. 187-221.

N.A. (2012): „Bei Novartis sinkt der Gewinn, in: Handelsblatt am 24.04.2012, recherchiert am 30.05.2013.

N.A. (2012): „Mischkonzerne – geliebt und gehasst“, in: Handelszeitung am 19.07.2012, recherchiert am 30.05.2013.

Nair, A./Filer, L. (2003): Cointegration of firm strategies within groups: a long-run analysis of firm-behavior in the Japanese steel industry, in: Strategic Management Journal, Vol. 24, S. 145-159.

Palepu, K. (1985): Diversification strategy, profit performance and the Entropy measure, in: Strategic Management Journal, Vol. 6, S. 239-255.

Penrose, E. T. (1959): The Theory of Growth of the Firm, Oxford: Oxford University Press.

Picot, A./Lange, B. (1979): Synoptische versus inkrementale Gestaltung des strategischen Planungsprozesses – Theoretische Grundlagen und Ergebnisse einer Laborstudie, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 31. Jg, Nr. 8, S. 569-596.

Porter, M. E. (1980): Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors, New York: Free Press.

Porter, M. E. (1981): The Contributions of Industrial Organization to Strategic

Management, in: Academy of Management Review, Nr. 6, S. 609-620.

Porter, M. E. (1985): Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance, New York: Free Press.

Porter, M. E. (1987): From Competitive Advantage to Corporate Strategy, in: Harvard Business Review, Vol. 65, Nr. 3, 1987, S. 43-59.

Porter, M. E. (2008): Wettbewerbsstrategien. Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten, 11. Aufl., Frankfurt a. M.: Campus.

Porter, M. E. (2010): Wettbewerbsvorteile. Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 7. Aufl., Frankfurt a. M.: Campus.

Prahalad, C. K./Bettis R. A. (1986): The Dominant Logic. A New Linkage Between Diversity and Performance, in: Strategic Management Journal, Nr. 7, S. 485-501.

Prahalad, C. K./Hamel, G. (1990): The Core Competence of the Corporation, in: Harvard Business Review, Jg. 68, Nr. 3, S. 79-91.

Prescott J. E. (1986): Environments as moderators of the relationship between strategy and performance, in: Academy of Management Journal, Vol. 29, Nr. 2, S. 329-346.

Quinn, J. (1978): Strategic Change: Logical Incrementalism, in: SMR, Vol. 20., Nr. 1, S. 7-21.

Rajan, R./Servaes, H./Zingales, L. (2000): The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment, in: Journal of Finance, Vol. 55, S. 35-80.

Ramanujam, V./Varadarajan, P. (1989): Research on Corporate Diversification: A Synthesis, in: Strategic Management Journal, Vol. 10, Nr. 6, S. 523-551.

- Ravichandran, T./Liu, Y./Han, S./Hasan, I. (2009):** Diversification and Firm Performance: Exploring the Moderating Effects of Information Technology Spending, in: Journal of Management Information Systems, Vol. 25, Nr. 4, S. 205-240.
- Ricardo, D. (1817):** Principles of Political Economy and Taxation, London: Batoche Books.
- Ricardo, D. (2006):** Über die Grundsätze der politischen Ökonomie und der Besteuerung, Marburg: Metropolis.
- Richter, R./Furubotin, E. (2010):** Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung, 4. Aufl., Tübingen: Mohr.
- Rumelt, R. P. (1974):** Strategy, Structure, and Economic Performance, Cambridge, Massachussets: Harvard University Press.
- Saigol, L./Politi, J. (2006):** “M&A in 2006 beats tech boom”, in: Financial Times, 21.12.2006.
- Scharfstein, D. (1998):** The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates, Working Paper, Cambridge: NBER.
- Scharfstein, D./Stein, J. (2000):** The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment, in: Journal of Finance, Vol. 55, S. 2537-2564.
- Schendel, D. E./ Patton, G. (1978):** A simultaneous equation model of corporate strategy, in: Management Science, Vol. 24, Nr. 15, S. 1611-1621.
- Scherer, F. (1980):** Industrial Market Structure and Economic Performance, Chicago: Rand McNally.

- Schoeffler, S./Buzzell, R./ Heany, D. (1974):** The impact of strategic planning on profit performance, in: Harvard Business Review, Vol. 52, Nr. 2, S. 137-145.
- Schreyögg, G. (1984):** Unternehmensstrategie – Grundfragen einer Theorie der strategischen Unternehmensführung, Berlin, New York: de Gruyter.
- Schüle, F. (1992):** Diversifikation und Unternehmenserfolg, Wiesbaden: Gabler.
- Schwetzler, B. /Reimund, C. (2003):** Conglomerate Discount and Cash Distortion: New Evidence from Germany, Handelshochschule Leipzig Working Paper.
- Scott, J. T. (1982):** Multimarket Contact and Economic Performance, in: Review of Economics and Statistics, 64. Jg., S. 368-375.
- Selznick, P. (1957):** Leadership in Administration: A Sociological Interpretation, New York: Harper & Row.
- Seppelfricke, P. (2003):** Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, Stuttgart: Schaeffer-Poeschel.
- Servaes, H. (1996):** The value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave, in: The Journal of Finance, Vol. 51, S.1201-1225.
- Shin, H./Stulz, R. (1998):** Are internal capital markets efficient?, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 113, S. 531-552.
- Short, J. C./Payne, G. T. P./Ketchen, D. J. (2008):** Research on organizational configurations: Past accomplishments and future challenges, in: Journal of Management, Vol. 34, Nr. 6, S. 1053-1079.

- Singh, J. V./House, R. J./Tucke, D. (1986):** Organizational change and organizational mortality, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 31, S. 587-611.
- Smith, K. G./Grimm, C. M. (1987):** Environmental variation, strategic change and firm performance: A study of railroad deregulation, in: Strategic Management Journal, Vol. 8, S. 363-376.
- Spender, J.-C./Grant, R. M. (1996):** Knowledge and the firm: Overview, in: Strategic Management Journal (Winter Special Issue), 17. Jg., Nr. 2, S. 5-10.
- Spremann, K./Ernst, D. (2011):** Unternehmensbewertung. Grundlagen und Praxis, 2. Aufl., München: Oldenbourg.
- Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (2013):** Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung Deutschland, Wiesbaden.
- Stein, H. G. (1988):** Kostenführerschaft als strategische Erfolgsposition, in: Handbuch Strategische Führung, hrsg. von Henzler, Wiesbaden: Springer, S. 397-426.
- Sull, D. (1999):** Why good companies go bad, in: Harvard Business Review, Vol. 77, Nr. 4, S. 42-51.
- Szeless, G. (2001):** Diversifikation und Unternehmenserfolg, Dissertation, Universität St. Gallen, Bamberg.
- Taylor, F. (1911):** The Principles of Scientific Management, New York: Harper & Brothers.
- Teece, D. J. (1980):** Economics of Scope and the Scope of the Firm, in: Journal of Economics Behavior and Organization, 1. Jg., Nr. 3, S. 223-247.

- Thomas, A./Litschert, R./Ramaswamy, K. (1991):** The performance impact of strategy-manager coalignment: an empirical examination, in: Strategic Management Journal, Vol. 12, Nr. 7, S. 509-522.
- Tobin, J. (1969):** A General Equilibrium Approach Theory, in: Journal of money, Credit and Banking, Vol. 1, Nr. 1, S. 15-29.
- Tsang, E. W. K./Kwan, K.-M. (1999):** Replication and Theory Development in Organization Science: A Critical Realist Perspective, in: Academy of Management Review, Vol. 24, Nr. 4, S. 759-780.
- Tukey, J. W. (1977):** Exploratory data analysis, PA: Addison-Wesley.
- Ulrich, D. (1998):** Delivering Results: A New Mandate for Human Resource Professionals, Boston: Harvard Business School Press.
- Vartanian, V. (2003):** Innovationsleistung und Unternehmenswert, Dissertation, Katholische Universität Eichstätt-Ingolstadt: Gabler.
- Villalonga, B. (2004):** Does diversification cause the “diversification discount”?, in: Financial Management, Vol. 33, Nr. 2, S. 5-27.
- Villalonga, B. (2004a):** Diversification discount or premium? New evidence from the Business Information Tracking Series, in: Journal of Finance Vol. 59, S. 479-506.
- Waddock, S. A./Graves, S. B. (1997):** The Corporate Social Performance – Financial Performance Link, in: Strategic Management Journal, Vol. 18, Nr. 4, S. 303-319.
- Weick, K. (1995):** Sensemaking in Organizations, Thousand Oaks, CA: Sage.

- Weiner, C. (2005):** The Conglomerate Discount in Germany and the relationship to Corporate Governance, SFB 649 Discussion paper 2005-063, Humboldt-Universität zu Berlin.
- Welge, M. K./Al-Laham, A. (2012):** Strategisches Management: Grundlagen – Prozesse – Implementierung, 6. Aufl., Wiesbaden: Springer Gabler.
- Weng, D. H./Lin, Z. J. (2012):** Beyond CEO Tenure: The Effect of CEO Newness on Strategic Changes, in: Journal of Management, online publiziert, abgerufen am: 11.05.2013.
- v. Werder, A. (2008):** Führungsorganisation. Grundlagen der Corporate Governance, Spitzen- und Leitungsorganisation, 2. Aufl., Wiesbaden: Gabler.
- Wernerfelt, B. (1995):** The resource-based view of the firm: ten years after, in: Strategic Management Journal, 16. Jg., Nr. 2, S. 171-174.
- Whited, T. M. (2001):** Is it inefficient investment that causes the diversification discount?, in: Journal of Finance, Vol. 56, S. 1667-1691.
- Williamson, O. E. (1975):** Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York: The Free Press.
- Williamson, O. E. (1985):** The economic institutions of capitalism. Firm markets, relational contracting, New York: Collier Macmillan.
- Williamson, O. E. (1996):** Transaction Costs and Market Failure, in: M. Goold und K. S. Luchs (Hrsg.), Managing the Multibusiness Company, London: Routledge, S. 17-40.
- Wooldridge, J. M. (2000):** Introductory Econometrics: a Modern Approach, 1. Aufl., Mason, Ohio: Thomson.

Wooldridge, J. M. (2002): Econometric analysis of cross section and panel, London: MITPress.

Wooldridge, J. M. (2003): Introductory Econometrics: a Modern Approach, 2. Aufl., Australia/Cincinnati (Ohio): South-Western College Pub.

Wrigley, L. (1970): Divisional autonomy und diversification, Harvard Business School, Boston.

Wulf, T. (2005): Diversifikationserfolg – eine Top-Management-orientierte Perspektive, Habilitationsschrift, Nürnberg: Gabler.

Zajac, F. J./Kraatz, M. S. (1993): A diametric model of strategic change: Assessing the antecedents and consequences of restructuring in the higher education industry, in: Strategic Management Journal, Vol. 14, S. 83-102.

Zajac, F. J./Shortell, S. M. (1989): Changing generic strategies: Likelihood, direction, and performance implications, in: Strategic Management Journal, Vol. 10, Nr. 5, S. 413-430.

Zhang, Y./Rajagopalan, N. (2010): Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance, in: Strategic Management Journal, Vol. 31, S. 334-346.

Zott, C./Amit, R. (2008): The fit between product market strategy and business model: implications for firm performance, in: Strategic Management Journal, Vol. 29, S. 1-26.

Anhang

1. SIC-Codes

SIC Codes		SIC Codes	
01 - 09	Land-, Forstwirtschaft und Fischerei	50 - 51	Großhandel
01	Landwirtschaftlicher Produktion	50	Dauerhafte Güter
02	Viehzucht und Fleischspezialitäten	51	Kurzlebige Verbrauchsgüter
07	Landwirtschaftliche Dienstleistungen	52 - 59	Einzelhandel
08	Forstwirtschaft	52	Baumaterial, Eisenwaren, Gartenbedarf, Wohnmobile
09	Fischerei und Jagd	53	Allgemeine Güter
10 - 14	Bergbau	54	Lebensmittelgeschäfte
10	Metallbergbau	55	Fahrzeughändler, Tankstellen
11		56	Bekleidung, Kurzwaren, Accessoires
12	Kohlebergbau	57	Möbel, Einrichtungsgegenstände, Ausstattung
13	Gas- / Ölgewinnung	58	Restaurants, Bars
14	Steinbrüche und Minen	59	Diverse Waren (bspw. aus Apotheken, Katalogversand)
15 - 17	Baugewerbe	60 - 67	Finanzinstitute, Versicherungen, Banken
15	Allgemeine Bauunternehmen	60	Finanzinstitute
16	Hoch- / Tiefbau	61	Grundkreditanstalten (öffentlich-rechtlich)
17	Spezialisierte Bauunternehmen (bspw. Maler, Dachdecker)	62	Börsen, Waren-/Wertpapiermakler
20 - 39	Produktion	63	Versicherungen
20	Lebensmittel und verwandte Produkte	64	Versicherungsagenturen
21	Tabakprodukte	65	Immobilien
22	Textilprodukte	66	Immobilien und Versicherungen (kombiniert)
23	Stoffprodukte	67	Holding- und andere Investitionsgesellschaften
24	Holzwaren	70-79	Dienstleistungen, Ämter, Behörden und Verbände
25	Möbel / Einrichtungsgegenstände	70	Hotels, Pensionen, Ferienanlagen
26	Papier und Nebenprodukte	72	Persönliche Dienstleistungen
27	Verlage, Druckereien und verwandte Gewerbe	73	Kommerzielle Dienstleistungen
28	Chemikalien und verwandte Produkte	75	Kfz-Reperatur, Leasing, Waschanlagen
29	Erdölaufbereitung und ähnliche Produkte	76	Diverse Reperaturdienste (bspw. TV, Uhr)
30	Plastik- / Gummiprodukte	78	Kino-, Filmanlagen
31	Leder und Lederprodukte	79	Erholungs-/Vergnügungstätten (bspw. Bowling, Fitness)
32	Stein-, Glas-, Ton-, Betonprodukte	80	Gesundheitsdienste
33	Metallverarbeitendes Gewerbe	81	Juristische Dienstleistungen
34	Metallprodukte (keine Maschinen und Transporteinrichtungen)	82	Schulen, Studienanlagen, Büchereien
35	Allgemeine Maschinenherstellung	83	Sozialdienste (bspw. Aus-/Weiterbildung, Pflegeheim, Kita)
36	Elektrische Maschinen und Bauteile (keine Computerteile)	84	Museen, Galerien, Zoo, Botanischer Garten
37	Transporteinrichtungen	86	Gemeinnützige Vereinigungen (bspw. Gewerkschaften, Kirchen)
38	Mess-/Analyse-/Kontrollinstrumente, Fotografie, Uhren	87	Engineering, Rechnungswesen, Forschung, Management und ähnliche Dienste
39	Diverse Fertigungsbetriebe (bspw. Schmuck, Musik, Spielzeug, Schreibwaren)	88	Private Haushalte (bspw. Babysitting, Hausangestellte)
40 - 49	Transport, Fernmeldewesen, Elektrizitäts-, Gas- und Wasserwerke	89	Diverse Dienstleistungen (bspw. Autoren, Artisten)
40	Bahntransporte	90-99	Öffentliche Verwaltung
41	Passagiertransporte (Bahn und Straße)	91	Direktionen, Gesetzgeber, Regierung
42	Güterverkehr und Lagerung	92	Gerichte, Polizei, Feuerwehr
43	Postdienste	93	Öffentliche Finanzen, Steuerwesen, Geldpolitik
44	Wassertransport	94	Verwaltung von Personalprogrammen
45	Lufttransport	95	Verwaltung von Umweltqualität und Bebauungsprogrammen
46	Pipelines (kein Erdgas)	96	Verwaltung von Wirtschaftsprogrammen
47	Transportdienste	97	Nationale Sicherheit und internationale Angelegenheiten
48	Fernmeldewesen	99	Nicht zuzuordnende Einrichtungen
49	Elektrizitäts-, Gas-, Wasserwerke		

2. Mediane der Excess Values der Unternehmen

Unternehmen	EV	Segmentanzahl
Wige Media AG (3)	-121%	3
Indus Holding AG (3)	-118%	3
Fresenius SE (von 2 auf 3)	-101%	2 auf 3
Siemens AG (4)	-74%	4
BMW AG (2)	-63%	2
Daimler AG (2)	-48%	2
Linde AG (2)	-43%	2
Höft & Wessel AG (2)	-43%	2
Energiekontor AG (2)	-39%	2
Augusta AG (2)	-39%	2
United Labels AG (2)	-33%	2
Teles AG (2)	-24%	2
Masterflex AG (2)	-24%	2
Hansa Group AG (2)	-22%	2
Symrise AG (2)	-19%	2
Jungheinrich AG (2)	-19%	2
Jenoptik AG (2)	-18%	2
Einhell Germany AG (2)	-12%	2
CeWe Color Holding AG (2)	-10%	2
Mühlbauer Holding AG & Co. KGaA (2)	-10%	2
WACKER Chemie AG (3)	-10%	3
Süss MicroTec AG (2)	-10%	2
Rheinmetall AG (2)	-2%	2
MAN SE (2)	9%	2
LPKF Laser & Electronics AG (2)	13%	2
R. Stahl AG (2)	24%	2
Easy Software AG (2)	24%	2
Manz AG (2)	24%	2
Solarworld AG (3)	27%	3
Atoss AG (2)	39%	2
init innovation in traffic AG (2)	40%	2
Pfeiffer Vacuum Technology AG (2)	64%	2