



1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Untersuchungsgegenstand

„And yet in 2013 conglomerates will once again be the latest thing.“¹

Das obige Zitat aus einem Artikel aus *The Economist* (2012) weist darauf hin, dass Konglomerate bzw. Mischkonzerne² wieder zeitgemäß seien. Es ist zu beobachten, dass Unternehmen ihre Geschäftstätigkeit in Bereiche diversifizieren (wollen), die mit den bestehenden Bereichen nicht verwandt sind.³ Inwiefern Diversifikation und die Bildung von Konglomeraten betriebswirtschaftlich sinnvoll sind, wird sowohl in der Praxis als auch in der Forschung kontrovers diskutiert.⁴ Insbesondere werden die Fragen untersucht, ob und warum Konglomerate im Vergleich zu fokussierten Unternehmen einen Mehrwert realisieren oder Wert vernichten.⁵ Eine abschließende und eindeutige Antwort auf die Fragen existiert bis dato nicht. Die vorliegende Forschungsarbeit beschäftigt sich ebenfalls mit diesen Fragen.

In den 1960er und 1970er war die Verfolgung der konglomeraten Diversifikationsstrategie bei US-amerikanischen Unternehmen zu beobachten. Da die Bildung von Konglomeraten vornehmlich durch Unternehmensübernahmen und -fusionen entstanden ist, wird dieser Zeitraum auch als „Conglomerate Merger Wave“ umschrieben.⁶ Eine ähnliche Entwicklung in Europa ist in den 1970er und frühen 1980er zu beobachten.⁷ Konglomerate galten in dem Zeitraum als ein Zeichen für Stärke und konnten unabhängig von der volkswirtschaftlichen Lage hohe Renditen erzielen.⁸ In den darauffolgenden drei Dekaden wurde jedoch die Diversifikationsstrategie als ineffektiv angesehen, sodass Unternehmen sich wieder auf die Spezialisierung und Fokussierung konzentriert haben.⁹ Die Gründe für die Abkehr von der Diversifikationsstrategie waren zum einen die zunehmenden Probleme von Konglomeraten, Erträge

¹ *The Economist* (2012).

² Diese beiden Begriffe werden synonym verwendet. Vgl. *Baak* (1974): 7; *Cordes* (1993): 3; *Weinberger* (1994): 17.

³ Vgl. *The Economist* (2012).

⁴ Vgl. *Friedrich/Hinterhuber* (2000): 5.

⁵ Zu einer Übersicht vgl. *Martin/Sayrak* (2003); *Erdorf et al.* (2013).

⁶ Vgl. *Shleifer/Vishny* (1990): 745; *Goold/Luchs* (1993): 9; *Servaes* (1996): 1201.

⁷ Vgl. *Zimmermann/Preuß* (2000): 362.

⁸ Vgl. *Montgomery* (1994): 165. Zu einer Übersicht vgl. *Wulf* (2007): 48-66.

⁹ Vgl. *Shleifer/Vishny* (1990): 746; *Comment/Jarrell* (1995): 68.



zu erwirtschaften; daher musste desinvestiert werden, um eine Insolvenz zu vermeiden.¹⁰ Zum anderen hat die Bedeutung des Kapitalmarkts zugenommen,¹¹ und auf dem Kapitalmarkt wurden Konglomerate im Vergleich zu fokussierten Unternehmen mit einem Abschlag bewertet.¹² Demnach besteht ein Bewertungsunterschied zwischen fokussierten Unternehmen und Konglomeraten, der (für Konglomerate) negativ ausfällt. Dieser negative Bewertungsunterschied wird als *Diversification Discount* bzw. *Conglomerate Discount* bezeichnet.¹³ Mithin bestehen Hinweise, dass Konglomerate im Durchschnitt Wert vernichten.¹⁴ Die Untersuchung des Bewertungsunterschieds gilt seither als ein zentraler Bestandteil der (betriebswirtschaftlichen) Diversifikationsforschung, die das strategische Management und die Finanzwirtschaft miteinander verbindet.¹⁵

Die ersten empirischen Evidenzen für den oben erwähnten Diversification Discount stammen von *Lang/Stulz* (1994) und *Berger/Ofek* (1995). Die Studie von *Berger/Ofek* (1995) zeigt zudem, dass der beobachtete Discount auf die (konglomerate) Diversifikation zurückzuführen ist und dass er sich mit steigendem Diversifikationsgrad erhöht. Spätere Studien monieren jedoch die methodischen Schwächen der initialen Studien und bezweifeln, dass der beobachtete Discount auf die Diversifikation zurückzuführen ist. Unter Verwendung von fortgeschritteneren Methoden (der Ökonometrie) zeigen *Campa/Kedia* (2002) und *Villalonga* (2004b), dass kein negativer bzw. sogar ein positiver Bewertungsunterschied (Diversification Premium) beobachtet werden kann. Jüngere Studien, wie die von *Ammann/Hoechle/Schmid* (2012) und *Hoechle et al.* (2012) finden jedoch auch unter Verwendung dieser Methoden einen Discount. Die Evidenzen sind somit gemischt, auch wenn sie tendenziell für einen Diversification Discount sprechen.

Während sich die obigen Studien auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt beziehen, besteht für den deutschen Kapitalmarkt nur eine überschaubare Anzahl an vergleichbaren Studien. Im Einklang mit den initialen US-amerikanischen Studien deuten die Studien mit Bezug zum deutschen Kapitalmarkt auf einen Diversification Discount hin.¹⁶ Jedoch legen sie einen rela-

¹⁰ Vgl. *Goold/Luchs* (1993): 10; *Zimmermann/Preuß* (2000): 362.

¹¹ In diesem Zusammenhang hat der sog. Shareholder Value-Ansatz an Bedeutung gewonnen. Vgl. *Rappaport* (1999): 1-3.

¹² Vgl. *Martin/Sayrak* (2003): 43.

¹³ Vgl. *Funk* (1999): 14; *Erdorf et al.* (2013): 192.

¹⁴ Vgl. *Scharfstein/Stein* (2000): 2537; *Zimmermann/Preuß* (2000): 362.

¹⁵ Vgl. *Scharfstein/Stein* (2000): 2537.

¹⁶ Bspw. *Beckmann* (2006); *Glaser/Müller* (2010).



tiv veralteten Datensatz zugrunde und sind im Vergleich zum Stand der Forschung aus methodischer Sicht unzureichend. Es ist nicht auszuschließen, dass eine Untersuchung mit einem aktuelleren Datensatz unter Verwendung von fortgeschritteneren Methoden auf keinen Diversification Discount bzw. sogar auf ein Diversification Premium hinweist. Darüber hinaus ist der deutsche Kapitalmarkt als Untersuchungsregion interessant, weil im Gegensatz zum einleitenden Zitat deutsche Großkonzerne sich eher zerlegen, als die Bildung von Konglomeraten voranzutreiben. So berichtet die *Tagesschau* (2016):

„Deutsche Konzerne zerlegen sich selbst: Das Ende des Größenwahns?“¹⁷

Im Artikel wird konkret die Spaltung von Osram aus Siemens, die Spaltung von Lanxess und von Covestro aus Bayer sowie die zum Berichtszeitpunkt geplanten bzw. angestoßenen Spaltungen bei der Deutschen Bahn, E.ON, RWE, Bilfinger und Metro erwähnt. Ein Grund für die Spaltungen ist, „dass sich das Management aus Sicht der Aktionäre auf miteinander verwandte Geschäfte fokussieren soll.“¹⁸ Diese Aussage impliziert, dass unverwandte Geschäfte, die kennzeichnend für Konglomerate sind, aus Sicht der Eigentümer Wert vernichten. Aus dem Stand der Forschung und aus den Entwicklungen in der Praxis wird daher die folgende Forschungsfrage abgeleitet:

Forschungsfrage 1: Existiert am deutschen Kapitalmarkt ein Bewertungsunterschied zwischen fokussierten Unternehmen und Konglomeraten?

Die Untersuchung der Forschungsfrage 1 geht mit der Untersuchung der Fragen einher, ob ein Bewertungsunterschied auf die konglomerate Diversifikation zurückzuführen ist bzw. ob der Diversifikationsgrad ein Einflussfaktor des Bewertungsunterschieds ist. Neben dem Diversifikationsgrad untersuchen die vorhandenen empirischen Studien auf der Grundlage von einschlägigen theoretischen Erklärungsansätzen weitere potenzielle Einflussfaktoren des Bewertungsunterschieds. Eine Vielzahl von Studien legt den *Prinzipal-Agent-Ansatz* als theoretischen Bezugsrahmen zugrunde,¹⁹ weil die Effektivität dieses Ansatzes in Bezug auf die Formulierung von empirisch überprüfbareren Aussagen besonders hoch ist.²⁰ Gemäß dem Prinzipal-Agent-Ansatz hat die Unternehmensleitung ein Interesse, die konglomerate Diversi-

¹⁷ *Tagesschau* (2016).

¹⁸ *Tagesschau* (2016).

¹⁹ Vgl. *Erdorf et al.* (2013): 189.

²⁰ Vgl. *Jensen* (1983): 334 f.; *Montgomery* (1994): 175.



fikationsstrategie zu verfolgen, um u. a. ihre Macht zu erhöhen.²¹ Solche Investitionen sind gemäß dem Prinzipal-Agent-Ansatz wertvernichtend und werden unter dem Begriff der *Überinvestition* subsumiert.²² Überinvestition ist demnach eine Quelle des beobachteten Diversification Discount.²³ Mit *Berger/Ofek* (1995) existiert eine einzige Studie, die diesen Zusammenhang empirisch untersucht. Sie finden den erwarteten negativen Zusammenhang zwischen Überinvestition und der Höhe des Bewertungsunterschieds. Für den deutschen Kapitalmarkt existieren (nach bestem Wissen und Gewissen des Verfassers) keine entsprechenden Studien. Aus dieser Forschungslücke wird die zweite Forschungsfrage abgeleitet:

Forschungsfrage 2: Ist ein etwaiger Diversification Discount auf Überinvestition zurückzuführen?

Neben dem Prinzipal-Agent-Ansatz ist der *ressourcenorientierte Ansatz* ein zentraler theoretischer Bezugsrahmen in der Diversifikationsforschung.²⁴ Der ressourcenorientierte Ansatz besagt, dass Unternehmen dann diversifizieren, wenn sie einen Überschuss an (materiellen oder immateriellen) Ressourcen besitzen.²⁵ In Bezug auf die konglomerate Diversifikation spielt die (immaterielle) Ressource „*Managementkompetenz*“ die zentrale Rolle.²⁶ Des Weiteren konstatieren – losgelöst vom ressourcenorientierten Ansatz – sowohl wissenschaftliche als auch praxisorientierte Studien, dass die Kompetenz des Managements einen wesentlichen Einfluss darauf hat, ob die konglomerate Diversifikation Wert schafft.²⁷ Daraus kann abgeleitet werden, dass die Managementkompetenz ein potenzieller Einflussfaktor des Bewertungsunterschieds ist. Eine theoretische oder empirische Analyse dieses Zusammenhangs wurde (nach bestem Wissen und Gewissen des Verfassers) bis dato noch nicht durchgeführt.²⁸ Aus dieser Forschungslücke wird die dritte Forschungsfrage abgeleitet:

²¹ Vgl. *Martin/Sayrak* (2003): 40; *Erdorf et al.* (2013): 189.

²² Vgl. *Morgado/Pindado* (2003): 166.

²³ Vgl. *Berger/Ofek* (1995): 55.

²⁴ Vgl. *Montgomery* (1994): 175; *Martin/Sayrak* (2003): 40.

²⁵ Vgl. *Montgomery* (1994): 167 f.

²⁶ Vgl. *Teece* (1982): 45, 59.

²⁷ Vgl. *Berg* (1969): 118 f.; *Hill* (1983): 210; *BCG* (2006): 23 f.

²⁸ Der Mangel an empirischer Evidenz wird insbesondere durch das Fehlen einer geeigneten Operationalisierung von Managementkompetenz begründet. Erst mit der Studie von *Demerjian/Lev/McVay* (2012) wurde eine Operationalisierung von Managementkompetenz entwickelt, die sich seither in der empirischen Forschung wachsender Beliebtheit erfreut.



Forschungsfrage 3: Inwiefern beeinflusst die Managementkompetenz den Bewertungsunterschied?

Die Formulierung der Forschungsfrage 3 impliziert, dass nicht nur untersucht wird, ob die Managementkompetenz den Bewertungsunterschied beeinflusst, sondern auch wie die Managementkompetenz den Bewertungsunterschied beeinflusst. Letztendlich steht hinter dem Management eine Gruppe von Individuen, die durch ihre unternehmerischen Entscheidungen den Unternehmenswert erhöhen bzw. senken. So könnte ein Management mit einer hohen Kompetenz vorteilhafte Entscheidungen treffen, die Überinvestition und mithin Wertverluste vermeiden.

Hinsichtlich der wissenschaftstheoretischen²⁹ Forschungskonzeption ist die vorliegende Arbeit dem *positiven Forschungsansatz* zuzuordnen. Gemäß diesem Ansatz werden zunächst Begriffe bzw. Definitionen präzisiert, um danach Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge zu identifizieren.³⁰ Der positive Forschungsansatz zielt somit auf die Beschreibung und Erklärung des Istzustands ab.³¹ Die Vorgabe von Zielen bzw. die Formulierung eines Sollzustands, die kennzeichnend für den normativen Forschungsansatz ist, erfolgt in dieser Arbeit nicht. In Bezug auf die Untersuchung der Forschungsfragen werden deduktiv auf Basis von theoretischen Erklärungsansätzen Hypothesen formuliert, die im Sinne des *kritischen Rationalismus* falsifiziert werden können; die Falsifizierung erfolgt durch empirische Tests.³²

1.2 Gang der Untersuchung

Nach der Einleitung werden in *Kapitel 2* die gängigen theoretischen Erklärungsansätze für einen Bewertungsunterschied erläutert sowie die einschlägigen empirischen Evidenzen analysiert. Zunächst werden in Kapitel 2.1 die zentralen Begriffe definiert. Im Konkreten handelt es sich um die Begriffe Diversifikation und Konglomerat (Kapitel 2.1.1), Unternehmenswert und Bewertungsunterschied (Kapitel 2.1.2) sowie die Begriffe in Bezug auf die Dimensionen der Investitionseffizienz (Kapitel 2.1.3). In Kapitel 2.2 werden die theoretischen Erklärungs-

²⁹ Die Wissenschaftstheorie ist eine Metatheorie bzw. -wissenschaft („Wissenschafts-Wissenschaft“) und beschäftigt sich mit dem Begriff, der Einteilung, den Methoden, Erkenntnisprinzipien, Sprachen sowie dem Ziel der Wissenschaft. Vgl. *Fülbier* (2004): 266; *Poser* (2012): 18 f.

³⁰ Vgl. *Chmielewicz* (1994): 8-14; *Kornmeier* (2007): 25.

³¹ Anhand der sich daraus ergebenden Erkenntnisse ist es möglich, im nächsten Schritt Handlungsempfehlungen zu formulieren. Vgl. *Fülbier* (2004): 267 f.; *Kornmeier* (2007): 24, 28.

³² Vgl. *Fülbier* (2004): 268; *Popper/Keuth* (2005): 8, 17 f.; *Chalmers/Bergemann/Altstötter-Gleich* (2007): 53 f.; *Kornmeier* (2007): 42.



ansätze für ein Diversification Premium aus der finanzierungstheoretischen (Kapitel 2.2.1) und marktorientierten Perspektive (Kapitel 2.2.2) diskutiert. In Kapitel 2.3 werden die theoretischen Erklärungsansätze für die Entstehung von Überinvestition (Kapitel 2.3.1) und für die Ineffizienz des internen Kapitalmarkts (Kapitel 2.3.2) erläutert, anhand deren ein Diversification Discount erklärt werden kann. Anschließend werden in Kapitel 2.4 die empirischen Studien zum Bewertungsunterschied ausgewertet. Neben der Analyse der initialen Evidenzen sowie Gegenevidenzen (Kapitel 2.4.1) werden die Studien inhaltlich in Risikostreuung (Kapitel 2.4.2), Überinvestition (Kapitel 2.4.3) und interner Kapitalmarkt (Kapitel 2.4.4) segmentiert und analysiert. Die Studien mit Bezug zum deutschen Kapitalmarkt werden separat ausgewertet (Kapitel 2.4.5). Kapitel 2 endet mit einem Zwischenfazit in Kapitel 2.5, in dem auch Implikationen für die Arbeit formuliert werden.

In *Kapitel 3* wird die Bedeutung der Managementkompetenz für Konglomerate herausgearbeitet. Zunächst wird Managementkompetenz in Kapitel 3.1 definiert. Sodann werden in Kapitel 3.2 die theoretischen Erklärungsansätze zur Bedeutung der Managementkompetenz erörtert. Dazu gehören der ressourcenorientierte Ansatz (Kapitel 3.2.1) und der Upper Echelons-Ansatz (Kapitel 3.2.2). In Kapitel 3.3 wird der Stand der empirischen Forschung zur Managementkompetenz vorgestellt. In Kapitel 3.4 wird Kapitel 3 ebenfalls mit einem Zwischenfazit sowie mit Implikationen für die Arbeit beendet.

Aus den Erkenntnissen in Kapitel 2 und 3 werden in *Kapitel 4* die Hypothesen formuliert und operationalisiert. In Kapitel 4.1 werden die Hypothesen in Bezug auf die Existenz eines Bewertungsunterschieds formuliert (Kapitel 4.1.1). Zudem wird erläutert, wie der Bewertungsunterschied (Kapitel 4.1.2) und der Diversifikationsgrad (Kapitel 4.1.3) operationalisiert werden. In Kapitel 4.2 wird die Hypothese in Bezug auf Überinvestition als Einflussfaktor des Bewertungsunterschieds formuliert (Kapitel 4.2.1) und die Operationalisierung von Überinvestition erklärt (Kapitel 4.2.2). Analog dazu wird in Kapitel 4.3 bzgl. der Managementkompetenz als Einflussfaktor des Bewertungsunterschieds vorgegangen. Ein zusammenfassender Überblick über die Hypothesen und Operationalisierungen wird in Kapitel 4.4 gegeben.

Die empirische Untersuchung der formulierten Hypothesen erfolgt in *Kapitel 5*. Zunächst wird in Kapitel 5.1 erklärt, wie die zugrunde liegenden Daten ausgewählt, vorbereitet und berichtet werden (Kapitel 5.1.1 und 5.1.2). In Kapitel 5.2 wird die Untersuchungsmethode erörtert. Diesbezüglich werden grundsätzliche methodologische und methodische Aspekte (Kapitel 5.2.1), die einschlägigen Regressionstechniken (Kapitel 5.2.2) sowie die dazugehöri-



gen Prämissen (Kapitel 5.2.3) diskutiert. In Kapitel 5.3 wird untersucht, ob ein Bewertungsunterschied existiert. Zu diesem Zweck wird das entsprechende Untersuchungsmodell spezifiziert (Kapitel 5.3.1), und die Ergebnisse der deskriptiven Analyse (Kapitel 5.3.2), der Regressionsanalyse (Kapitel 5.3.3) sowie der Robustheitstests (Kapitel 5.3.4) werden analysiert. In Bezug auf Überinvestition und Managementkompetenz als Einflussfaktoren des Bewertungsunterschieds wird in Kapitel 5.4 bzw. 5.5 analog zu Kapitel 5.3 vorgegangen. Ein Fazit zur empirischen Untersuchung wird in Kapitel 5.6 gezogen.

Abschließend findet in *Kapitel 6* die Schlussbetrachtung statt. Die zentralen Ergebnisse werden in Kapitel 6.1 zusammengefasst und die Grenzen der Arbeit sowie der zukünftige Forschungsbedarf werden in Kapitel 6.2 aufgezeigt.

2 Gängige Erklärungsansätze für einen Bewertungsunterschied

2.1 Definitionen und Begriffsabgrenzungen

Im Folgenden werden zunächst zentrale Begriffe im Zusammenhang mit dem Bewertungsunterschied definiert und abgegrenzt, da in der Literatur teilweise keine einheitliche Definition dieser Begriffe existiert. Die Festlegung auf eine konkrete Begriffsdefinition ist zudem für die Operationalisierung der abhängigen Variablen und der Testvariablen von Bedeutung, die im Rahmen der empirischen Analyse verwendet werden.

2.1.1 Diversifikation und Konglomerat

Eine der ersten und bis heute weit verbreitete Definition des Begriffs der Diversifikation stammt von *Ansoff* (1957).³³ Nach *Ansoff* wird Diversifikation definiert als eine *Wachstumsstrategie des Unternehmens*³⁴, *neue Märkte mit neuen Produkten zu bedienen*.³⁵ Ein Produkt ist als „neu“ einzustufen, wenn seine physischen (z. B. Größe, Gewicht oder Material) und funktionalen (z. B. Geschwindigkeit eines Autos oder Tragkraft eines Aufzugs) Merkmale sich signifikant von den bestehenden Produkten des Unternehmens unterscheiden (sog. Produktentwicklung). Ein Markt ist als „neu“ zu kennzeichnen, wenn es sich um eine Branche handelt, in der das Unternehmen bisher noch nicht tätig war (sog. Marktentwicklung).³⁶ Eine Branche bezeichnet eine Gruppe von Unternehmen, die Produkte herstellen, welche sich gegenseitig substituieren.³⁷ Somit werden in einem neuen Markt immer neue Kunden bzw. Kundengruppen bedient, die andere Bedürfnisse³⁸ besitzen als die bestehenden Kunden

³³ Für einen Überblick zu den Definitionen von Diversifikation vgl. *Ramanujam/Varadarajan* (1989): 524; *Szeless* (2001): 26. Gegenstand dieses Kapitels ist die Diversifikation von Unternehmen und nicht Diversifikation im Sinne der Portfoliotheorie nach *Markowitz* (1952).

³⁴ Unter Unternehmensstrategie wird „ein geplantes Maßnahmenbündel der Unternehmung zur Erreichung ihrer langfristigen Ziele“ verstanden. *Welge/Al-Laham* (2012): 16. Ähnlich auch bei *Bea/Haas* (2013): 55.

³⁵ Vgl. *Ansoff* (1957): 113 f.

³⁶ Vgl. *Funke* (2006): 4. Als Beispiel nennt *Ansoff* einen Flugzeughersteller, der Passagierflugzeuge herstellt und nun seine Produkte durch unwesentliche Modifikationen als Frachtflugzeuge verkaufen möchte. Vgl. *Ansoff* (1957): 114. *Bühner* beschreibt die Marktentwicklung nach *Ansoff* als eine Strategie, „bei der das Unternehmen eine Absatzsteigerung der gegenwärtigen Produkte auf geographisch neuen Märkten anstrebt“. *Bühner* (1993): 23. Dies entspricht jedoch nicht der eigentlichen Auffassung von *Ansoff*, da der geographische Raum im Kontext der Marktentwicklung grundsätzlich unerheblich ist.

³⁷ Vgl. *Porter* (2004b): 5.

³⁸ Ein Bedürfnis ist ein vom Kunden subjektiv empfundener Mangel, den er beseitigen will. Vgl. *Homburg* (2015): 3.

bzw. Kundengruppen. Auch *Rumelt* basiert seine Definition auf *Ansoff* und fügt hinzu, dass Diversifikation neben der Einführung einer neuen Produkt-Markt-Aktivität zudem die Notwendigkeit einer *Ausweitung der Managementkompetenz*³⁹ innerhalb des Unternehmens mit sich bringt.⁴⁰ Somit beschränkt sich *Rumelt* nicht nur auf die Produkt- und Marktperspektive, sondern ergänzt die Definition nach *Ansoff* um eine interne, ressourcenorientierte Perspektive.⁴¹ Eine Unternehmenseinheit, die eine eigenständige Produkt-Markt-Aktivität durchführt, wird als *Geschäftsbereich, Segment oder Division* bezeichnet; diese Begriffe werden synonym verwendet.⁴²

Während der Diversifikationsbegriff nach *Ansoff* sehr eng definiert ist, haben andere Forscher später die Definition erweitert. Nach *Penrose* liegt Diversifikation schon vor, wenn neue Produkte auf Basis einer neuen Technologie für bestehende Märkte oder wenn neue Produkte auf Basis der bisherigen Technologie für neue Märkte angeboten werden.⁴³ *Bühner* konstatiert, dass die *Ansoff'sche* Definition für deutsche Unternehmen zu eng sei und bezeichnet die Produkt- sowie die Marktentwicklung bereits als Diversifikation.⁴⁴ *Ansoff* (1965) selbst hat sich später von seiner ursprünglichen Definition gelöst und sein Diversifikationsverständnis erweitert, indem er eine differenzierte Betrachtung der Produkte und Kundengruppen unter Einbeziehung des Wertschöpfungsprozesses⁴⁵ eingeführt hat.

Wie aus Abbildung 1 zu entnehmen ist, liegt horizontale Diversifikation vor, wenn neue Produkte für neue Bedürfnisse der bestehenden Kundengruppen angeboten werden. Bei dieser Art der Diversifikation verlässt das Unternehmen die bestehende Branche nicht. Im Falle der vertikalen Integration werden neue Produkte für den Eigenbedarf des Unternehmens eingeführt, die einer vor- oder nachgelagerten Wertschöpfungsstufe zuzuordnen sind (Rückwärts- bzw. Vorwärtsintegration).⁴⁶ Werden diese neuen Produkte nicht für den Eigenbedarf herge-

³⁹ Zum Begriff der Managementkompetenz vgl. Kapitel 3.1.

⁴⁰ Vgl. *Rumelt* (1974): 10.

⁴¹ Vgl. *Schüle* (1992): 8; *Wulf* (2007): 8. Eine ressourcenorientierte Sicht erfolgt bereits bei *Penrose* (1959): 149-152. Ressourcen können materiell oder immateriell sein. Vgl. auch Kapitel 3.2.1.

⁴² Vgl. *Beckmann* (2006): 16 f.; *Funk* (2008): 9.

⁴³ Vgl. *Penrose* (1959): 110. Ähnlich auch in der aktuelleren Auflage des Ursprungswerks. Vgl. *Penrose* (2009): 96. Zum Technologiebegriff vgl. *Gerpott* (2005): 17-25.

⁴⁴ Vgl. *Bühner* (1993): 23.

⁴⁵ Der Wertschöpfungsprozess umfasst alle Aktivitäten zur Befriedigung der Kundenbedürfnisse. Vgl. *Funke* (2006): 5. Nach *Porter* wird zwischen primären und sekundären Aktivitäten differenziert. Die primären Aktivitäten umfassen die Produktion, den Vertrieb, die Logistik und den Kundenservice. Die sekundären Aktivitäten unterstützen die primären Aktivitäten. Vgl. *Porter* (2004a): 38.

⁴⁶ Zur Diskussion der vertikalen Integration vgl. auch *Williamson* (1971).

stellt, sondern auf dem Markt angeboten, so wird dies als vertikale Diversifikation bezeichnet.⁴⁷ Von konzentrischer Diversifikation wird gesprochen, wenn mit neuen Produkten ähnliche Kundengruppen oder mit neuen, jedoch technologieverwandten Produkten, neue Kundengruppen bedient werden. Mithin liegt bei konzentrischer Diversifikation Markt- und/oder Technologieverwandtheit vor. Die konglomerate Diversifikation orientiert sich an dem ursprünglichen engen Diversifikationsverständnis von *Ansoff* und von *Rumelt*. Aufgrund der Unverwandtheit hinsichtlich Markt und Technologie besteht kein sachlicher Zusammenhang zwischen den bestehenden Wertschöpfungsprozessen und dem Wertschöpfungsprozess der neuen Produkt-Markt-Aktivität. Mithin bedeutet die *konglomerate Diversifikation eine Tätigkeit des Unternehmens in einer neuen, unverwandten Branche*.⁴⁸

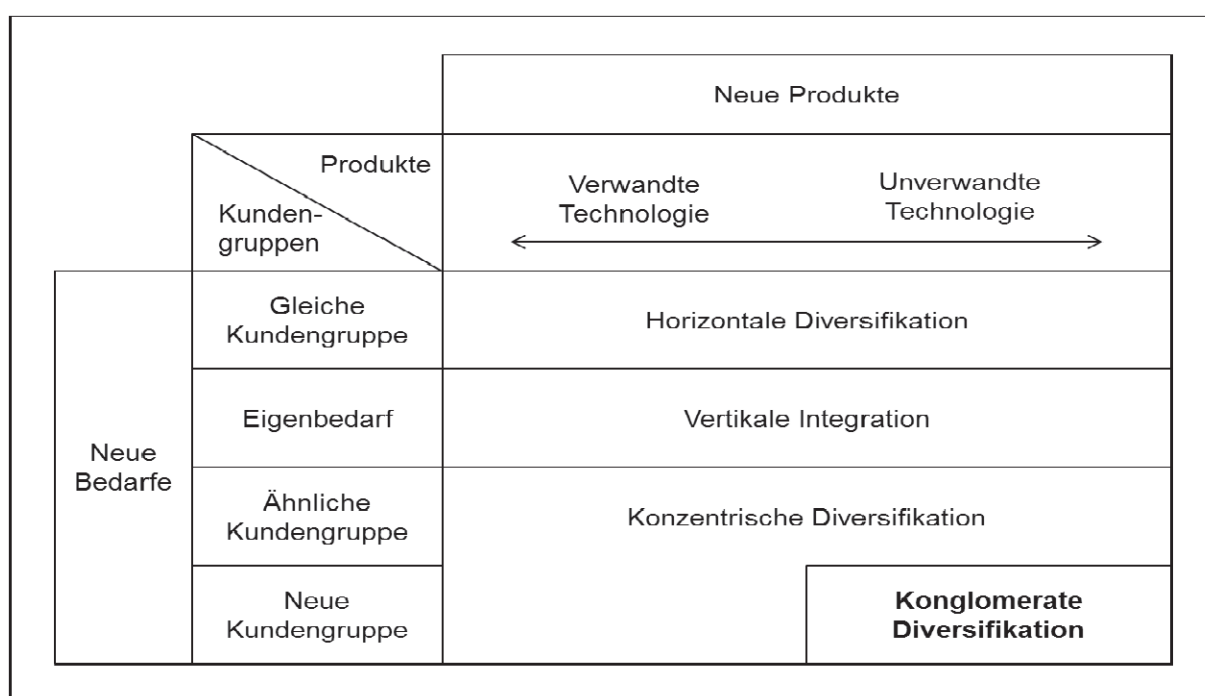


Abb. 1: Diversifikation nach Ansoff (Quelle: in Anlehnung an Ansoff (1965): 132)

Während die obigen Ausführungen Diversifikation als eine strategische Maßnahme bzw. als einen Prozess betrachten, ist es im Hinblick auf die spätere empirische Analyse zweckmäßig, Diversifikation zudem als einen Status zu sehen,⁴⁹ um Konglomerate eindeutig abgrenzen zu können. Daher wird in Anlehnung an *Ansoff* (1965) und *Rumelt* ein Unternehmen, das min-

⁴⁷ Vgl. *Steinmann/Schreyögg/Koch* (2013): 220.

⁴⁸ Vgl. *Szeless* (2001): 25. Zu diesem Absatz vgl. *Ansoff* (1965): 132-135; *Welge/Al-Laham* (2012): 594-596. Jedoch ist im Einzelfall eine eindeutige Differenzierung zwischen konzentrischer und konglomerater Diversifikation problematisch. Vgl. *Jacobs* (1992): 12. In der deutschen Literatur werden konzentrische und konglomerate Diversifikation auch unter dem Begriff der lateralen Diversifikation subsumiert. Vgl. *Jacobs* (1992): 10 f.; *Welge/Al-Laham* (2012): 596.

⁴⁹ In diesem Zusammenhang wird auch von „Diversität“ gesprochen. Vgl. *Ramanujam/Varadarajan* (1989): 525; *Klier* (2009): 10.

destens in zwei unverwandten Branchen tätig ist, als Konglomerat bezeichnet.⁵⁰ *Konglomerate verfügen somit über mindestens zwei unverwandte Geschäftsbereiche bzw. Segmente.*⁵¹ Da in dieser Untersuchung fokussierte Unternehmen und Konglomerate gegenübergestellt werden, sind alle Unternehmen, die nur in einer Branche oder in mehreren verwandten Branchen tätig sind, als fokussierte Unternehmen abzugrenzen.⁵²

Aus der gewählten Definition von Konglomerat folgt, dass die geographische Ausrichtung sowie die Methode der Diversifikation unerheblich sind.⁵³ Hinsichtlich der geographischen Ausrichtung wird differenziert, ob das Unternehmen innerhalb oder außerhalb der nationalen Grenze diversifiziert.⁵⁴ Nach *Ansoff* ist jedoch die reine Internationalisierung der Geschäftstätigkeit keine Diversifikation im eigentlichen Sinne.⁵⁵ Bei den Methoden wird unterschieden, ob das Unternehmen die Diversifikation durch die eigenen, internen Ressourcen oder durch den externen Erwerb von Unternehmen durchführt.⁵⁶ Letzteres erfolgt in der Regel im Rahmen von M&A-Transaktionen.⁵⁷

2.1.2 Unternehmenswert und Bewertungsunterschied

Der Unternehmenswert ist das Ergebnis einer Unternehmensbewertung durch die Zuordnung eines monetären Wertes zu einem Bewertungsobjekt durch ein Bewertungssubjekt. Das Bewertungsobjekt ist in der Regel das Unternehmen als Ganzes oder ein Unternehmensbereich. Das Bewertungssubjekt ist derjenige, aus dessen Perspektive die Bewertung durchgeführt wird, z. B. der Käufer oder Verkäufer eines Unternehmens(-bereichs).⁵⁸ Der Unternehmenswert kann als ein *hypothetischer bzw. potenzieller Preis* eines Unternehmens angesehen werden.⁵⁹ Er bildet jedoch nicht den Preis eines Unternehmens an sich ab, da der z. B. im Rahmen eines Unternehmenskaufs ermittelte Unternehmenswert in der Regel von

⁵⁰ So auch bei *Weston* (1970b): 64; *Baak* (1974): 14; *Teece* (1982): 59; *Kucher* (2000): 10.

⁵¹ Die konkrete Operationalisierung der „Unverwandtheit“ erfolgt in Kapitel 4.1.3.

⁵² So auch bei *Funk* (1999): 14; *Beckmann* (2006): 16; *Brinkmann* (2011): 12 f.

⁵³ So auch bei *Funke* (2006): 7 f.

⁵⁴ Ausführlich dazu vgl. *Bühner* (1993): 325-347.

⁵⁵ Vgl. *Ansoff* (1988): 95 f.

⁵⁶ Vgl. hierzu *Fricker* (1974): 16 f.

⁵⁷ Vgl. *Wernerfelt* (1984): 175. Unter Mergers & Acquisitions (M&A) werden Vorgänge verstanden, die zu einer Übertragung und Belastung von Eigentumsrechten an Unternehmen führen. Vgl. *Mohr/Bärtl* (2012): 238. Zu einer Übersicht der Vorgänge vgl. *Jansen* (2016): 130.

⁵⁸ Vgl. *Matschke/Brösel* (2013): 3 f.

⁵⁹ Vgl. *Moxter* (1983): 5; *Peemöller* (2015): 3.



dem tatsächlichen Kaufpreis abweicht. Letzteres ist von den Rahmenbedingungen der Transaktion sowie vom Verhandlungsgeschick des Käufers bzw. Verkäufers abhängig.⁶⁰ Des Weiteren existiert kein allgemeingültiger bzw. „richtiger“ Unternehmenswert, da dieser von der zugrunde liegenden Werttheorie abhängt.

Die älteste Werttheorie ist die *objektive Werttheorie*. Demnach spiegelt der Unternehmenswert die Erfolgspotenziale wider, die für jedermann erzielbar sind. Eine Differenzierung zwischen einzelnen Bewertungssubjekten, wie z. B. der Käufer oder Verkäufer eines Unternehmens, erfolgt nach der objektiven Werttheorie nicht. Der objektive Unternehmenswert ist vergangenheits- und gegenwartsorientiert und basiert in der Regel auf dem Substanzwert⁶¹ des Unternehmens. Kritik an der objektiven Werttheorie wurde dahingehend geäußert, dass der objektive Wert sich als Entscheidungsunterstützung nicht eigne und dass er grundsätzlich nicht ermittelbar sei, da der Begriff „Wert“ mit einer Objekt-Subjekt-Beziehung einhergeht. Aufgrund dieser Kritik hat sich seit Mitte der 1960er Jahre die *subjektive Werttheorie* entwickelt, die explizit die Interessen des Bewertungssubjekts einbezieht, Zukunftsbezogenheit aufweist und das Unternehmen als Gesamtes betrachtet. Dies bedeutet, dass nicht die Werte der einzelnen Vermögenswerte⁶² und Schulden relevant sind, sondern die zukünftigen erwirtschafteten (diskontierten) Mittel aus der Unternehmenstätigkeit, die dem Bewertungssubjekt erwartungsgemäß zufließen. Der gemäß der subjektiven Werttheorie ermittelte Unternehmenswert ist ein sog. Zukunftserfolgswert bzw. Ertragswert, der einen Grenzpreis darstellt und die Konzessionsbereitschaft des Bewertungssubjekts widerspiegelt. Kritikpunkte der subjektiven Werttheorie sind die Einseitigkeit und die erschwerte Nachvollziehbarkeit, da der ermittelte Unternehmenswert nur die subjektiven Interessen einer Partei berücksichtigt. Um die Unzulänglichkeiten beider Werttheorien zu beseitigen, hat sich ab Mitte der 1970er Jahre die *funktionale Werttheorie* durchgesetzt. Demnach wird der Unternehmenswert vom Zweck der Bewertung determiniert, der sich aus dem Bewertungsanlass

⁶⁰ Vgl. dazu *Dombret* (2006): 14-17. In diesem Zusammenhang gilt das Sprichwort: „Der Wert beschreibt, was man erhält – der Preis ist, was man zahlt.“

⁶¹ Der (Brutto-)Substanzwert ergibt sich aus der Summe der Wiederbeschaffungskosten des betriebsnotwendigen Vermögens, der Veräußerungspreise des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, der Nominalwerte der betriebsnotwendigen Schulden und der Ablösebeträge der nicht betriebsnotwendigen Schulden. Vgl. *Moxter* (1983): 42; *Ballwieser/Hachmeister* (2013): 207.

⁶² Im deutschen Handelsrecht wird von Vermögensgegenständen gesprochen, nach den internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) von Vermögenswerten. Vgl. § 246 Abs. 1 HGB; IAS 1.9. Im Folgenden wird der Begriff des Vermögenswerts verwendet, da die Daten für die empirische Analyse auf IFRS-Konzernabschlüssen basieren.

ergibt (Zweckadäquanzprinzip).⁶³ Aus den zahlreichen Bewertungsanlässen⁶⁴ lassen sich die drei Hauptfunktionen „Beratungs-, Vermittlungs- und Argumentationsfunktion“ ableiten. Diese Hauptfunktionen gehen in der Regel mit einer Änderung der Eigentumsverhältnisse des Unternehmens einher. Als Nebenfunktionen sind die Informations-, die Steuerbemessungs- und die Vertragsgestaltungsfunktion zu nennen. Des Weiteren kennt der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer die Funktion des neutralen Gutachters, jedoch negiert er die Argumentationsfunktion.⁶⁵

Parallel zur funktionalen Werttheorie hat seit den 1980er Jahren die kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung unter Einfluss des angelsächsischen Raums an Bedeutung gewonnen. Bei der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung wird ein *Marktwert* aus der Perspektive des Kapitalmarkts⁶⁶, d. h. der auf dem Kapitalmarkt agierenden Eigen- und Fremdkapitalgeber, ermittelt.⁶⁷ Mithin setzt sich der Marktwert des Unternehmens (Entity Value) aus dem Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value bzw. Equity Value) und des Fremdkapitals (Bondholder Value) zusammen.⁶⁸ Unter der Annahme eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkts⁶⁹ entspricht der Marktwert jenem Betrag, der für den zukünftigen erwarteten Zahlungsstrom des Bewertungsobjekts bei einem Kauf zu zahlen bzw. bei einem Verkauf zu erzielen wäre.⁷⁰ Es besteht folglich keine Differenzierung zwischen der Käufer- und Verkäuferperspektive; der Marktwert entspricht annahmegemäß dem inneren

⁶³ Vgl. *Moxter* (1983): 5 f.; *Ballwieser/Hachmeister* (2013): 1; *Drukarczyk/Schüler* (2016): 8. Auch der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer folgt der funktionalen Werttheorie. Vgl. *IDW* (2008): Z. 17.

⁶⁴ Auf die Wiedergabe der Bewertungsanlässe wird an dieser Stelle verzichtet. Vgl. dazu *IDW* (2008): Z. 8-11; *Henselmann/Kniest* (2010): 25; *Drukarczyk/Schüler* (2016): 2-8.

⁶⁵ Zu diesem Absatz vgl. *Mandl/Rabel* (1997):6-10; *IDW* (2008): Z. 12; *Matschke/Brösel* (2013): 14-25; *Peemöller* (2015): 4-13.

⁶⁶ Der Kapitalmarkt ist (neben dem Geldmarkt) ein Teil des Finanzmarkts. Auf dem Kapitalmarkt werden börslich oder außerbörslich Wertpapiere (z. B. Aktien oder Anleihen) gehandelt. Vgl. *Mishkin* (2013): 71.

⁶⁷ Vgl. *Mandl/Rabel* (1997): 18.

⁶⁸ Vgl. *Brainard/Shapiro/Shoven* (1990): 6; *Rappaport* (1999): 39 f.; *Huber* (2008): 623 f. Im Rahmen der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung kann zwischen den Begriffen Unternehmensgesamtwert und Unternehmenswert differenziert werden. Letzterer umfasst ausschließlich den Marktwert des Eigenkapitals. Vgl. *Nowak* (2003): 27; *Reimund* (2003): 14. In der vorliegenden Arbeit wird auf diese Begriffsdifferenzierung verzichtet.

⁶⁹ Ein Kapitalmarkt ist vollkommen, wenn keine Friktionen existieren. Die Marktteilnehmer verfügen kostenlos über alle Informationen, haben homogene Erwartungen, handeln rational und sind Mengenanpasser. Es besteht ein einheitlicher Zinssatz, zu dem Geld angelegt oder ausgeliehen werden kann. Des Weiteren existieren keine Transaktionskosten und Steuern. Vgl. *Sharpe/Alexander/Bailey* (1999): 228; *Copeland/Weston/Shastri* (2005): 353 f. Ein Kapitalmarkt ist vollständig, wenn auf dem Kapitalmarkt ein beliebiger Zahlungsstrom durch die gehandelten Wertpapiere dupliziert werden kann. Vgl. *Copeland/Weston/Shastri* (2005): 77 f.; *Matschke/Brösel* (2013): 28.

⁷⁰ Vgl. *Gröger* (2009): 18. Vgl. auch die grundlegenden Arbeiten von *Fisher* (1932); *Debreu* (1959); *Arrow* (1964).

(fundamentalen bzw. „wahren“) Wert des Unternehmens.⁷¹ Kritisiert wird, dass der Marktwert streng genommen kein Wert sei, sondern eher ein Marktpreis, da die konkrete Objekt-Subjekt-Beziehung fehlt.⁷² Dies wird als eine Rückkehr zur objektiven Werttheorie moniert, die als „überwunden“ gilt.⁷³ Gleichwohl kann konstatiert werden, dass gerade die Discounted Cash-Flow-Verfahren – die, wie die Multiplikatorverfahren, unter den kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren subsumiert werden – im Gegensatz zum Substanzwertverfahren aus der objektiven Werttheorie zukünftig erwartete Mittelzuflüsse explizit berücksichtigen.⁷⁴ Des Weiteren erfüllen reale Kapitalmärkte nicht die neoklassischen Annahmen eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkts,⁷⁵ sodass ein ermittelter Marktwert letztendlich von den Informationen, die dem Bewerter zur Verfügung stehen, abhängig und eben nicht rein objektiv ist.⁷⁶ Vielmehr kann der Marktwert als ein intersubjektiv nachprüfbarer Unternehmenswert bezeichnet werden.⁷⁷

Aufgrund der Tatsache, dass der Gegenstand dieser Untersuchung die unterschiedliche Bewertung von Konglomeraten und fokussierten Unternehmen durch den Kapitalmarkt darstellt, wird im Folgenden der Marktwert des Unternehmens zugrunde gelegt. Es wird angenommen, dass der innere Wert und der Marktwert im positiven Zusammenhang stehen, jedoch nicht übereinstimmen.

⁷¹ Vgl. *Süchting* (1995): 395 f.; *Herrmann* (2002): 12 f.; *Theis* (2014): 37. Die Identität von Marktwert und innerem Wert besteht nur, wenn die strenge Form der Kapitalmarkteffizienz vorliegt. Dies bedeutet, dass der Marktwert alle Informationen, auch Insiderinformationen, vollständig reflektiert. Ein vollkommener Kapitalmarkt impliziert die strenge Form der Kapitalmarkteffizienz. Ein (streng) effizienter Kapitalmarkt muss jedoch nicht vollkommen sein. So kann der Marktwert auch bei Existenz von Transaktionskosten alle Informationen reflektieren. Vgl. *Fama* (1970): 387 f.; *Copeland/Weston/Shastri* (2005): 354. Ausführlich zur Markteffizienzhypothese und zu ihrer Kritik vgl. auch *Shleifer* (2000): 1-27; *Mülhaupt* (2014): 9-43.

⁷² Vgl. *Moxter* (1983): 132; *Matschke/Brösel* (2013): 27 f. Somit wird Marktwert und Marktpreis auch synonym verwendet. Vgl. *Herrmann* (2002): 15; *Beckmann* (2006): 19.

⁷³ Vgl. *Olbrich* (2000): 458 f.; *Hering* (2014): 207. *Peemöller* ist der Meinung, dass der Marktpreis den Anforderungen eines objektiven Werts entspricht. Vgl. *Peemöller* (2015): 4.

⁷⁴ Vgl. *Casey* (2000): 19; *Nowak* (2003): 1; *Gröger* (2009): 19. Auf eine Erläuterung der einzelnen Discounted Cash-Flow-Verfahren wird an dieser Stelle verzichtet. Vgl. dazu das Werk von *Kruschwitz/Löffler* (2007) und *Ballwieser/Hachmeister* (2013): 140-205. Die Multiplikatorverfahren werden in Kapitel 4.1.2 erläutert.

⁷⁵ So bestehen Transaktionskosten auf Kapitalmärkten und Informationsasymmetrien zwischen Kapitalmarkt und Unternehmen. Im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik werden solche Unvollkommenheiten mit einbezogen. Vgl. *Richter/Furubotn* (2010): 1 f. Des Weiteren bestehen Hinweise, dass höchstens die halb-strenge Form der Kapitalmarkteffizienz angenommen werden sollte. Vgl. *Shleifer* (2000): 8; *Mülhaupt* (2014): 38. Gleichwohl nimmt die Markteffizienz (auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt) zu. Vgl. *Bertone/Paeglis/Ravi* (2015).

⁷⁶ Vgl. *Gröger* (2009): 19.

⁷⁷ Vgl. *Gröger* (2009): 19 f. Angelehnt an den Marktwert ist der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1. IDW S 1 besitzt Gültigkeit für den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Vgl. IDW (2008): Z. 29; *Hommel/Dehmel* (2013): 59.

Der Begriff des *Bewertungsunterschieds* wurde in der deutschsprachigen Literatur erstmalig von *Beckmann* explizit definiert und bezeichnet den positiven bzw. negativen Wert des Verbundes mehrerer Geschäftsbereiche unter Steuerung durch eine zentrale Unternehmensleitung.⁷⁸ Der Wert ist positiv (negativ), wenn der Marktwert eines diversifizierten Unternehmens bzw. eines Konglomerats größer (kleiner) ist als der theoretische Marktwert seiner einzelnen Geschäftsbereiche als Ein-Segment-Unternehmen. Somit gibt der Bewertungsunterschied den zusätzlichen bzw. geringeren Marktwert an, den ein diversifiziertes Unternehmen bzw. ein Konglomerat gegenüber einem theoretisch identischen Portfolio aus Ein-Segment-Unternehmen in den jeweiligen Branchen realisiert. Der Wert dieses Portfolios ergibt sich dabei aus dem imaginären aggregierten Marktwert der Geschäftsbereiche.⁷⁹ In Anlehnung an die englischsprachige Literatur hat sich für einen positiven Bewertungsunterschied der Begriff des *Diversification Premium* und für einen negativen Bewertungsunterschied der Begriff des *Diversification Discount* durchgesetzt.⁸⁰ Insbesondere Letzterer, der auch als Conglomerate Discount bekannt ist,⁸¹ hat sich etabliert, da die anfänglichen empirischen Studien auf einen negativen Bewertungsunterschied hindeuten.⁸²

2.1.3 Investitionseffizienz

Im Folgenden wird auf die Investitionseffizienz von Unternehmen eingegangen. Dabei wird nicht die Investitionseffizienz selbst definiert, sondern es werden die Dimensionen der Investitionseffizienz betrachtet.⁸³ Diesbezüglich wird zwischen „Investition auf Unternehmensebene“ und „Investition innerhalb des Unternehmens (auf Segmentebene)“ differenziert.⁸⁴ Dem Ersteren ist das Begriffspaar „Unter- und Überinvestition“ zuzuordnen, dem Letzteren der Begriff „interner Kapitalmarkt“.

⁷⁸ Zu diesem Absatz vgl. *Beckmann* (2006): 17 f. Der Begriff Unternehmensleitung wird synonym zum englischen (und eingedeutschten) Begriff (Top-)Management verwendet. Die Unternehmensleitung einer AG wird durch den Vorstand repräsentiert. Vgl. § 76 AktG.

⁷⁹ Vgl. *Achleitner/Bassen/Wahl* (2003): 433.

⁸⁰ Es wird auch von einem Bewertungszuschlag/-abschlag gesprochen. Vgl. *Glaser/Müller* (2006): 2.

⁸¹ Vgl. *Funk* (1999): 14; *Hellwig/Laux/Müller* (2002): 60; *Maksimovic/Phillips* (2007): 426.

⁸² Vgl. dazu grundlegend *Lang/Stulz* (1994); *Berger/Ofek* (1995). Ausführlich zum Stand der empirischen Forschung vgl. Kapitel 2.4. Die konkrete Operationalisierung des Bewertungsunterschieds erfolgt in Kapitel 4.1.2.

⁸³ Allgemein zum Effizienzbegriff vgl. *Sapusek* (1998): 13-16; *Reintjes* (2010): 9 f.; *Kolburg* (2013): 17-21.

⁸⁴ So differenziert *Stein* zwischen „investment at the firm level“ und „investment inside/within firms“. Vgl. *Stein* (2003): 109 f.