

Philip Beckmann

Der Diversification Discount am deutschen Kapitalmarkt

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Philip Beckmann

Der Diversification Discount am deutschen Kapitalmarkt

Eine empirische Untersuchung des
Bewertungsunterschieds zwischen
fokussierten und diversifizierten
Unternehmen und seiner Einflussfaktoren

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Martin K. Welge

Deutscher Universitäts-Verlag

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen
Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Dissertation Universität Dortmund, 2005

1. Auflage Januar 2006

Alle Rechte vorbehalten

© Deutscher Universitäts-Verlag/GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2006

Lektorat: Brigitte Siegel / Nicole Schweitzer

Der Deutsche Universitäts-Verlag ist ein Unternehmen von
Springer Science+Business Media.

www.duv.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Druck und Buchbinder: Rosch-Buch, Scheßlitz

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 3-8350-0175-2

Geleitwort

In Presse- und Analystenberichten ist es gängige Meinung, dass diversifizierte Unternehmen Shareholder Value zerstören und daher mit einem Wertabschlag an der Börse gehandelt werden. Neueste, in den USA generierte Forschungsergebnisse stellen diese allgemein akzeptierte These allerdings in Frage. Für Deutschland fehlt bisher der wissenschaftliche Nachweis und insbesondere die Analyse von Einflussfaktoren eines Discounts bzw. eines Premiums. An dieser Forschungslücke setzt die Arbeit von Herrn Beckmann an und widmet sich folgenden Forschungsfragen:

- 1.) Existiert tatsächlich ein nachweisbarer Bewertungsunterschied zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen in Deutschland?
- 2.) Wenn ein solcher Bewertungsunterschied existiert, was sind seine wesentlichen Einflussgrößen?

Diese Fragestellungen werden für den Zeitraum von 1998 bis 2002 anhand einer Stichprobe deutscher börsennotierter Unternehmen untersucht, die 85% der Marktkapitalisierung des C-DAX repräsentiert. Als zentrales Ergebnis der statistischen Analysen wird herausgearbeitet, dass diversifizierte Unternehmen sowohl mit einem Premium als auch mit einem Discount belegt werden. Als wichtigste Einflussgrößen für die Erklärung des Discounts oder Premiums stellen sich der Diversifikationsgrad, die Effizienz der internen Kapitalallokation sowie die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt dar.

Der Autor begnügt sich nicht nur mit den Ergebnissen seiner statistischen Analysen, sondern er formuliert auch Handlungsempfehlungen für die betriebliche Praxis. Die von ihm entwickelten Vorschläge dürften Praktikern, die vor dem Problem stehen, den Discount ihres

Unternehmens zu reduzieren, wichtige Hilfestellungen geben. Die Arbeit ist daher von hohem wissenschaftlichen und praktischem Wert. Ich wünsche dem Werk daher eine möglichst weite Verbreitung.

Univ.-Prof. Dr. Martin K. Welge

Vorwort

Seit Jahren wird diversifizierten Unternehmen in der öffentlichen Berichterstattung ein sog. 'Diversification Discount' unterstellt, bislang allerdings für den deutschen Kapitalmarkt ohne wissenschaftlichen Nachweis. Der Verfasser der vorliegenden Untersuchung hat dies zum Anlass genommen, das Phänomen des 'Diversification Discounts' und seine Berechtigung auf einer breiten empirischen Grundlage am Markt notierter Unternehmen in Deutschland zu untersuchen. Dabei kam ihm zu Hilfe, dass in Deutschland seit 1999 Vorschriften zur Segmentberichterstattung existieren, deren Daten es ermöglichen, Firmen differenziert nach Maßgabe der Leistung ihrer einzelnen Unternehmenseinheiten zu analysieren und damit eine empirisch gesicherte Grundlage für eine Untersuchung der Berechtigung des in der Presse häufig unterstellten Discounts zu schaffen. Erste Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung sind Anfang 2004 unter Leitung von Univ.-Prof. Welge im Rahmen eines Symposions vor Unternehmern vorgestellt worden und auf hohes Medieninteresse (Financial Times Deutschland, Die Welt und VDI-Nachrichten) gestoßen.

Die vorliegende Untersuchung wurde von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Dortmund im Juli 2005 als Dissertation im Rahmen des Promotionsverfahrens zum Dr. rer. pol. angenommen. Der Dank des Verfassers geht in erster Linie an den wissenschaftlichen Betreuer der Untersuchung, Herrn Univ.-Prof. Dr. Martin K. Welge für seine nachhaltige Unterstützung und die Vermittlung der Freude an wissenschaftlichem Arbeiten; sodann an den Zweitgutachter Herrn Univ.-Prof. Dr. Walter Krämer für sein großes Interesse für dieses Thema und seinen Rat insbesondere hinsichtlich ökonomischer Fragen.

Dank für hilfreiche und kritische Diskussionen und Nachfragen schuldet der Verfasser auch seinen Kollegen Achim Fechtel, Rene Kron, Claudius Leibfritz und Jan Malmendier

sowie den Teilnehmern des Doktorandenkolloquiums von Prof. Welge, Kerstin Bernoth und Michael Massmann sei für die konstruktiven Diskussionen zu ökonomischen Fragen herzlich gedankt. Dank gilt schließlich auch der Boston Consulting Group für Freistellung und operative Unterstützung, desgl. Thomson Financial für den kostenlosen Datenbankzugang.

Philip Beckmann

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XIII
Tabellenverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1 Problemstellung, Zielsetzung, Methodik und Aufbau der Untersuchung	1
1.1 Einführung in die Problemstellung	1
1.2 Zielsetzung der Arbeit	6
1.3 Wissenschaftlicher Ansatz und Forschungsprozess	8
1.4 Aufbau der Arbeit	9
2 Begriffliche Grundlagen und Annahmen	13
2.1 Der Begriff der Diversifikation	13
2.2 Der Begriff des Geschäftsfelds	16
2.3 Der Begriff des Bewertungsunterschieds	17
2.4 Der Begriff des internen Kapitalmarkts	18
2.5 Der Begriff des Unternehmenswerts	19
2.6 Übersicht über die Definitionen	21
2.7 Annahmen zur Effizienz des Kapitalmarkts	22

3	Der Bewertungsunterschied zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen	23
3.1	Theoretische Grundlagen: Ansätze zur Ermittlung eines Bewertungsunterschieds	23
3.2	Empirische Befunde	26
3.3	Ableitung der Hypothesen H1 bis H3	32
4	Einflussgrößen des Bewertungsunterschieds	35
4.1	Theoretische Grundlagen: Erklärungsansätze eines Bewertungsunterschieds	36
4.2	Verdichtung theoretischer Wertquellen	63
4.3	Identifikation der zentralen Einflussgrößen des Bewertungsunterschieds . .	73
4.4	Ableitung der Hypothesen H4 bis H7	77
5	Empirische Untersuchung	79
5.1	Untersuchungsgegenstand und Datenbasis	79
5.2	Erste empirische Untersuchung: Existenz eines Bewertungsunterschieds . .	87
5.3	Zweite empirische Untersuchung: Allokationseffizienz interner Kapitalmärkte	111
5.4	Dritte empirische Untersuchung: Einflussgrößen des Bewertungsunterschieds	127
5.5	Zusammenfassende Betrachtung der Ergebnisse	151
6	Praktische Implikationen	159
6.1	Erklärungsmuster eines Bewertungsunterschieds aus praktischer Sicht . . .	160
6.2	Ansatzpunkte für Handlungsempfehlungen	163
6.3	Fazit	179
7	Zusammenfassung und Ausblick	181
7.1	Zusammenfassung	181
7.2	Geltungsgrenzen der Ergebnisse	186
7.3	Ausblick und Ansatzpunkte für weiterführende Untersuchungen	187
Anhang		189
A.1	Unternehmen der Untersuchungsgruppe DIV	191

A.2 Unternehmen der Untersuchungsgruppe FOK	195
A.3 Erläuterungen zu den SIC Codes	205
Literaturverzeichnis	209

Abbildungsverzeichnis

1.1	Aufbau der Arbeit	10
2.1	Der Begriff des Unternehmenswerts: interne vs. externe Sicht	20
3.1	Grafische Darstellung ermittelter Bewertungsunterschiede in den USA	31
4.1	Fundamentalwertbezogene Erklärungsansätze eines positiven Bewertungsunterschieds	40
4.2	Fundamentalwertbezogene Erklärungsansätze eines negativen Bewertungsunterschieds	49
4.3	Nicht-fundamentalwertbezogene Erklärungsansätze eines Bewertungsunterschieds	56
4.4	Wirkungsweisen identifizierter Wertquellen auf den Marktwert: indirekt vs. direkt	61
5.1	Übersicht über das Vorgehen der empirischen Untersuchung	81
5.2	Marktwertbestimmung	90
5.3	TSR und Profitabilität fokussierter und diversifizierter Unternehmen	101
5.4	Durchschnittlicher Excess Value der diversifizierten Unternehmen	103
5.5	Excess Value diversifizierter Unternehmen - Einzelübersicht	104
5.6	Übersicht über Wahlmöglichkeiten bei der Berechnung des EV	105
5.7	Ergebnisse der Sensitivitätstests	110
5.8	Die Effizienzbestimmung interner Kapitalallokationen	117

5.9	Durchschnittlicher icm-Wert diversifizierter Unternehmen	122
5.10	Einzelübersicht über die icm-Werte	122
5.11	Analyse der Kapitalströme diversifizierter Unternehmen	123
5.12	Ergebnisse der Hypothesenüberprüfungen	151
6.1	Ansatzpunkte zur Senkung eines Diversification Discounts	164
6.2	Der Effizienzgrad des internen Kapitalmarkts als Treiber des Discounts	165
6.3	Excess Value ausgewählter Unternehmen: Positivbeispiele	166
6.4	Die Anzahl der Segmente als Treiber des Discounts	171
6.5	Excess Value ausgewählter Unternehmen: Negativbeispiele	171
6.6	Discount und Anzahl unverwandter Geschäftsbereiche von EON	174
6.7	Discount und Anzahl unverwandter Geschäftsbereiche von RWE	174
6.8	Discount und Anzahl unverwandter Geschäftsbereiche von TUI	174
6.9	Die Methodik der Rechnungslegung als Treiber des Discounts	177
7.1	Übersicht über die Problemstellung und den Lösungsprozess	182

Tabellenverzeichnis

3.1	Übersicht über die untersuchten Discountstudien	30
4.1	Empirische Belege für die Wirkung von Wertquellen auf den Discount	72
4.2	Verdichtung theoretischer Wertquellen auf Einflussgrößen des Bewertungs- unterschieds	77
5.1	Die Bildung der Untersuchungsgesamtheit	83
5.2	Vergleich der Excess Values (EV) fokussierter und diversifizierter Unternehmen	97
5.3	Ergebnisse der Excess Value-Berechnung auf der Basis der Aktiva (EVA)	99
5.4	Ergebnisse der Excess Value-Berechnung auf der Basis des Umsatzes (EVS) . .	99
5.5	Ergebnisse der Excess Value-Berechnung auf der Basis des operativen Er- gebnisses (EVOI)	100
5.6	Übersicht über die EV-Ergebnisse der verschiedenen Multiplikatoren	100
5.7	Ergebnisse der Excess Value-Berechnungen auf der Basis der veränderten Definition von Diversifikation	107
5.8	Beispiel für die Erläuterung des Ansatzes zur Bildung des ICM-Wertes	112
5.9	Ergebnisse der Messung für den Effizienzwert interner Kapitalmärkte	120
5.10	Deskriptive Statistik der in LM1 eingehenden Variablen	131
5.11	Übersicht über die Testergebnisse der Regressionsanalysen	135
5.12	Übersicht über die Schätzergebnisse des Regressionsmodells LM1	139

5.13	Übersicht über die Schätzergebnisse des Regressionsmodells LM2	142
5.14	Übersicht über die Schätzergebnisse des Regressionsmodells LM3	144
5.15	Übersicht über die Schätzergebnisse des Regressionsmodells LM4	146
5.16	Übersicht über die Testergebnisse der Regressionsanalysen	146
5.17	Deskriptive Statistik der in LM0 eingehenden Variablen	148
5.18	Übersicht über die Schätzergebnisse des Regressionsmodells LM0''	149
5.19	Ergebnisse des Robustheitstests	150
5.20	Vergleichende Übersicht empirischer EV-Studien	154

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
bzw.	beziehungsweise
cap	eine die Effizienz des internen Kapitalmarkts messende Variable
CAPEX	Capital Expenditures
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
CEO	Chief Operating Officer
CF	Cashflow
DAX	Deutscher Aktienindex
DIV	Untersuchungsgesamtheit der diversifizierten Unternehmen
DRS	Deutsche Rechnungslegungsstandards
DSR	Deutscher Standardisierungsrat
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation
ES	effiziente Subventionen
ET	effiziente Transfers
EU-15	Europäische Union der 15 Mitgliedsstaaten vor der letzten Erweiterung
EV	Excess Value
EVA	Excess Value (auf der Basis der Aktiva)
EVOI	Excess Value (auf der Basis des operativen Einkommens)
EVS	Excess Value (auf der Basis des Umsatzes)
f, ff	folgende, fortfolgende
FOK	Untersuchungsgesamtheit der fokussierten Unternehmen
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GE	General Electric
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
icm	eine die Effizienz des internen Kapitalmarkts messende Variable

IKM	interner Kapitalmarkt
IS	ineffiziente Subventionen
IT	ineffiziente Transfers
lev	eine den Leverage eines Unternehmens messende Variable
liqu	eine die Liquidität eines Unternehmens messende Variable
LM	lineares Modell
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
o.g.	oben genannt
prof	eine die Profitabilität eines Unternehmens messende Variable
ROA	Return on Assets
ROIC	Return on Invested Capital
S.	Seite
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
SGI	Segment Growth Index
SIC	Standard Industry Classification
size	eine die Größe eines Unternehmens messende Variable
Tab.	Tabelle
TSR	Total Shareholder Return
u.a.	unter anderem
US	United States
USA	United States of America
useg	eine die Anzahl der unverwandten Segmente eines Unternehmens messende Variable
USGAAP	United States - Generally Accepted Accounting Principles
vgl.	vergleiche
VIF	Variance Inflation Factor
XTV	Xerox Technology Venture

1 Problemstellung, Zielsetzung, Methodik und Aufbau der Untersuchung

„The consensus among academic researchers, consultants,
and investment bankers is that diversified firms destroy value.“

DAVID S. SCHARFSTEIN¹, Harvard Business School

1.1 Einführung in die Problemstellung

Am 23. August 2004 verkündeten deutsche Zeitungen die drohende Aufspaltung des Touristikkonzerns TUI:²

„Europas größtem Touristikkonzern droht Experten zufolge die Zerschlagung. Es sei gut möglich, dass ein großer Finanzinvestor aus den USA den Reisekonzern übernehmen wolle, um die profitable Logistiktochter Hapag Lloyd aus dem Konzern herauszulösen und Gewinn bringend zu verkaufen. (...) Wenn ein Investor zuschlägt, wird er die TUI filetieren.“ SPIEGEL ONLINE, 23.8.2004

TUI, ein diversifiziertes Unternehmen, das bis 2002 unter dem Namen Preussag firmierte, hat sein Geschäftsportfolio in den letzten sieben Jahren einem extremen Wandel unterzogen

¹ Siehe Scharfstein (1998), S. 1.

² In ähnlicher Weise berichtete u.a. auch Die Welt.

und sich vom industriellen Mischkonzern zum Touristikonzern entwickelt. Nun aber droht dem Konzern eine Zerschlagung, eine 'Filetierung' in einzelne Unternehmenseinheiten – getrieben von der Annahme, dass der Wert der getrennten Geschäftseinheiten den Wert des Gesamtkonzerns TUI übersteigen würde. Unterliegt TUI in seiner heutigen Organisationsform dem sogenannten 'Diversification Discount', also einem Wertabschlag für seine diversifizierte Geschäftsstruktur?

Diversifizierte Unternehmen sind besonderer Kritik ausgesetzt. Das Thema des Diversification Discounts³ findet sich seit Jahren in Presse- und Analystenberichten. Diversifizierte Unternehmen, so die gängige Meinung, zerstören Shareholder Value, sodass ihre Aktien grundsätzlich mit einem Wertabschlag gehandelt werden. Die zugrundeliegende Annahme lautet: Spaltet man diversifizierte Unternehmen in ihre Geschäftsbereiche auf und verkauft diese einzeln, so lässt sich ein höherer Gesamterlös erzielen als der aktuelle Wert des nicht aufgespalteten Unternehmens. Das verbindende Konzerndach hat somit wertmindernden Einfluss. Als Gründe dafür werden die Intransparenz diversifizierter Unternehmen, Angst vor Quersubventionen und Zweifel an der Leistungsfähigkeit der komplexen Gebilde angeführt. Diese Vorbehalte spiegeln sich in Presse- und Analystenberichten wider, von denen einige hier beispielhaft zitiert werden:

„Conglomerates should trade at a 10-20% discount to their underlying value. Investors can't see what is happening to their cash and they suspect it isn't going into the right places.“ J.P. MORGAN⁴

„Diversified companies, (...) have been out of fashion since the 1970s. With one or two notable exceptions (...) the capital markets prefer simplicity and focus“ FINANCIAL TIMES⁵

„For years, stockmarkets have applied a 'conglomerate discount': they value diversified manufacturing companies at some 20% less, on average, than the

³ Da der Begriff 'Diversification Discount' auch in der deutschen Literatur verwendet wird, verzichtet auch diese Arbeit auf eine Übersetzung. Synonym verwendet werden häufig auch die Begriffe 'Corporate Discount' oder 'Conglomerate Discount'.

⁴ Paul Gibbs, Analyst von J.P.Morgan, ursprünglich zitiert in Atkins (1998), S. 13.

⁵ Siehe Financial Times, 13.7.2001

value of the sum of their parts. The discount still applies, in good times and bad.“ THE ECONOMIST⁶

„Märkte lieben heute nicht mehr conglomerates (Mischkonzerne). Wer nicht genügend purity aufweist, (...) erhält einen conglomerate discount.“ DIE ZEIT⁷

Eine vom Autor vorgenommene systematische Auswertung⁸ der Berichterstattung über diversifizierte Unternehmen in Deutschland bestätigt diese in den Zitaten wiedergegebene Tendenz; so wurde allein im Zeitraum zwischen Juli 2003 und Oktober 2004 neben dem 'Problemfall TUI' noch ein Diversification Discount von Bayer, RWE, Linde, MG Technologies und Thyssen Krupp thematisiert.⁹

Auch in den USA geraten diversifizierte Unternehmen bei schlechten Nachrichten schnell in die Kritik. So galt Tyco, ein amerikanischer Industriekonzern, lange Zeit als Vorzeigeunternehmen – nach dem Skandal um den CEO von Tyco, Kozlowski, traf auch Tyco die Angst vor der Intransparenz von Konglomeraten. Die Financial Times führte ihn am 10. September 2003 unter den unbeliebtesten Konglomeraten ('most out-of-favour conglomerates'). General Electric's Diversifikationsstrategie wurde ebenfalls im letzten Jahr vom Economist in Frage gestellt; ein Artikel über General Electric (GE) endet in der Forderung, GE aufzuspalten, um dadurch Mehrwert zu schaffen.¹⁰

In der wissenschaftlichen Diskussion erhält die These der Existenz eines Diversification Discounts ebenfalls weitgehende Unterstützung. Seit den sechziger Jahren haben sich zahl-

⁶ Siehe The Economist, 7.7.2001

⁷ Siehe Die Zeit, Nr.20/2001

⁸ Auswertung aller Artikel in der deutschen und internationalen Wirtschaftspresse, die die Stichworte 'Diversification Discount' bzw. 'Conglomerate Discount' im Zeitraum zwischen dem 1.7.2003 und 1.10.2004 enthielten.

⁹ TUI: „Apply a conglomerate discount of 20%, and its [Anm.: TUI] value falls...“, The Wall Street Journal Europe, 12.8.2004. Linde: „Our target is to grow both businesses so well that in the long run we no longer have a conglomerate discount“, he [Anm.: Wolfgang Reitzle] said.“, Reuters News, 21.6.2004. MG Technologies: „Once the remaining chemical assets are gone, there's a good chance Moody's and S&P will step with upgrades to mg's current rating, if only because the usual conglomerate discount given to diversified companies will no longer be relevant.“, Dowjones Newswires, 19.4.2004. RWE: „(...) we have raised our (...)price target, after applying a conglomerate discount of 15%, to 34 Euros per share.(...) the bank [Anm.: Deutsche Bank] said.“, Reuters News, 19.12.2003. Bayer: „(...) Bayer shares are dragged down by a conglomerate discount“, Financial Times, 18.11.2003. Thyssen Krupp: „The bank [Anm.: Goldman Sachs] said fair value for the stock was at 13,40 Euros, which included a conglomerate discount of 20 percent, (...)“, Reuters News, 1.7.2003.

¹⁰ Siehe: „Solving GE's Big Problem“, The Economist, 24.10.2002.

reiche wissenschaftliche Untersuchungen mit der Frage nach Ursachen und Folgen der Unternehmensdiversifikation beschäftigt. Spätestens seit 1995 nimmt dabei die Frage nach der empirischen Evidenz eines Diversification Discounts eine wichtige Rolle ein. Studien zum Diversification Discount kommen überwiegend zum Ergebnis, dass diversifizierte Unternehmen im Durchschnitt mit einem Discount bewertet werden im Vergleich zu einem äquivalenten Portfolio aus fokussierten Unternehmen. Zusätzlich dokumentiert eine Mehrheit von ereignisbezogenen empirischen Studien deutliche Shareholder-Value-Steigerungen von Unternehmen, die fokussierende Desinvestitionen vornehmen.¹¹ Neueste Forschungsergebnisse stellen diese 'wissenschaftlich allgemein akzeptierte Weisheit'¹² bezüglich der Existenz eines Diversification Discounts erstmalig in Frage.¹³ Trotz Zweifeln am verwendeten Datenmaterial und an den Analysemethoden ist die Evidenz für die Existenz eines Diversification Discounts nicht von der Hand zu weisen, wie im späteren Verlauf der Arbeit dargelegt wird. Die Untersuchungen zum Diversification Discount sind allerdings bis auf wenige Ausnahmen auf die USA beschränkt. In der einzigen in einem wissenschaftlichen Journal publizierten Untersuchung des deutschen Marktes gelingt es LINS/SERVAES (1999) nicht, einen Diversification Discount in Deutschland auf statistisch signifikantem Niveau nachzuweisen.¹⁴

Der 'Diversification Discount' – Mythos oder Realität? Einige Fakten sprechen gegen die Existenz eines Diversification Discounts.

Erstens ist die Anzahl diversifizierter Unternehmen nicht rückläufig¹⁵ – im Falle der Existenz eines pauschalen Bewertungsabschlags für diversifizierte Unternehmen läge die Ver-

¹¹ Zu den in diesem Abschnitt getroffenen zusammenfassenden Aussagen zum Stand der wissenschaftlichen Diskussion vgl. Denis/Denis/Yost (2002), S. 1951.

¹² „The prevailing wisdom among financial economists (...), that diversified firms sell at a discount...“, siehe Martin/Sayrak (2003), S. 38.

¹³ Zu diesen kritischen Untersuchungen zählen Campa/Kedia (2002), Graham/Lemmon/Wolf (2002) und insbesondere Villalonga (2004b) bzw. Villalonga (2004a). Keine dieser Untersuchungen kann allerdings den Beweis erbringen, dass kein Diversification Discount existiert. Kapitel 3.2 erläutert genauer, welche der in diesen Untersuchungen aufgeworfenen Kritikpunkte am wissenschaftlichen Konsens über einen Diversification Discount berechtigt sind.

¹⁴ im Abschnitt 3.2 werden zwei weitere Untersuchungen zum Diversification Discount vorgestellt; anhand dieser Untersuchungen wird erläutert, warum das Misslingen eines solchen Nachweises auf die vor 1998 noch unzureichende Datenbasis der Untersuchungen zurückgeführt werden kann.

¹⁵ So zeigt Szeless (2001), dass sich bei deutschen und schweizerischen Unternehmen zwischen 1991 und 1997 kein eindeutiger Trend zu stärkerer Fokussierung feststellen lässt; siehe Szeless (2001), S. 93f. Zur gleichen Feststellung gelangen für die USA im selben Zeitraum Villalonga (2001) und Hyland/Diltz (2002) für den Zeitraum von 1977-1992.

mutung nahe, dass die regulierende Kraft des Marktes für eine Realisierung der dann möglichen Zerschlagungsgewinne sorgt und so diversifizierte Unternehmen allmählich verschwinden lässt. So stellt VILLALONGA die Frage: „Are the forces of competition so weak, and capital markets so inefficient, that they consistently fail to eliminate diversified firms, despite these firms' relative inefficiency?“¹⁶

Zweitens offenbart eine Analyse der bisherigen Forschungsergebnisse zuvor unbeleuchtete Details, die in der wissenschaftlichen Diskussion bisher keine Rolle gespielt haben. Zwar ergeben fast alle Untersuchungen, dass US-amerikanische Unternehmen in den letzten Jahren mit einem durchschnittlichen Discount von 5-30% belegt wurden; die genauere Betrachtung der jeweiligen Auswertungstabellen zeigt allerdings eine extrem hohe Varianz der Ergebnisse. So lässt sich beispielsweise feststellen, dass in der häufig zitierten Studie von BERGER/OFEK (1995) zwar diversifizierte Unternehmen in den USA in den Jahren 1986-1991 mit einem durchschnittlichen Discount von 12-15% belegt wurden, aber über 30% der Unternehmen mit einem Premium gegenüber vergleichbaren fokussierten Unternehmen notierten¹⁷ – ein Ergebnis, auf das die Autoren nicht eingehen. Zumindest die von Analysten und Presse oftmals unterstellte Pauschalität der Abwertung ist angesichts dieser Erkenntnisse anzuzweifeln. Wenn diversifizierte Unternehmen keiner pauschalen Abwertung unterliegen, sondern sogar mit einem Premium gehandelt werden können, stellt sich die Frage nach den Einflussfaktoren eines Discounts bzw. eines Premiums. Viele Studien untersuchen vereinzelt Ursachen des Discounts,¹⁸ statt systematisch Einflussgrößen zu analysieren, die auch ein Premium erklären können. Nach derzeitigem Kenntnisstand ist bis zum aktuellen Zeitpunkt keine vollständige systematische Erfassung aller möglichen Einflussgrößen erstellt worden.¹⁹

¹⁶ Siehe Villalonga (2001), S. 1.

¹⁷ Für Erläuterungen zu dieser Schlussfolgerung siehe Abschnitt 3.3.

¹⁸ Als solche Ursachen werden z.B. Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensleitung und den Anteilseignern oder ineffiziente interne Kapitalallokationen genannt, wie an den Titeln einiger Veröffentlichungen deutlich wird: „Is it Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount?“, siehe Whited (2001); „Does Information Asymmetry Explain the Diversification Discount?“, siehe Best/Hodges/Lin (2004), aber auch: „Does Diversification Cause the Diversification Discount?“, siehe Villalonga (2004b).

¹⁹ Zwar bilden einige Untersuchungen wie die von Berger/Ofek (1995) und Billet/Mauer (2002) mehrere mögliche Einflussgrößen eines Discounts ab, allerdings ohne systematische Rechtfertigung ihrer Wahl möglicher Einflussgrößen. Die Belege der hier genannten Forschungsdefizite erfolgen in den Kapiteln 3 und 4.

Ansatzpunkte für eine wissenschaftliche Untersuchung Die Betrachtung der Diskussionen unter Forschern, Analysten und in der Presse wirft folgende Fragen auf:

- 1.) Warum wird die Existenz eines Discounts in Deutschland pauschal angenommen, aber im Gegensatz zu den USA wissenschaftlich nicht untersucht? Ist der Diversification Discount eventuell nur ein Mythos in Deutschland?
- 2.) Die Existenz eines Diversification Discounts in den USA wurde nachgewiesen - erweist sich aber zumindest die häufig unterstellte Allgemeingültigkeit dieses Discounts als ein Mythos?
- 3.) Warum hat sich die Forschung bisher nicht mit einer Analyse der Gründe für die hohe Streubreite der für die USA ermittelten Discount-Werte beschäftigt und systematisch Einflussgrößen des Bewertungsunterschieds analysiert?

1.2 Zielsetzung der Arbeit

Der vorangegangene Abschnitt hat das der Arbeit zugrundeliegende Problem veranschaulicht: Die gern zitierte 'Weisheit' eines generellen Diversification Discounts in Deutschland entbehrt des wissenschaftlichen Nachweises. Sollte es tatsächlich wie in den USA Evidenz für einen Discount geben, so ist er auf die Varianz der Ergebnisse hin zu untersuchen. Wenn auch hier der Discount nicht pauschal gelten sollte, sondern eine hohe Varianz bis hin zu einem Premium für einzelne Unternehmen aufweist, so stellt sich auch für den deutschen Markt das Problem der noch unzureichenden wissenschaftlichen Ergründung von Einflussfaktoren eines solchen Discounts bzw. Premiums.

Dass dies ein Problem sowohl von hoher Praxisrelevanz als auch von wissenschaftlicher Bedeutung ist, zeigen die Präsenz des Themas in der Presse auf der einen und die große Anzahl von wissenschaftlichen Studien zum Thema des Diversification Discounts in den USA auf der anderen Seite. Auch die Tatsache, dass sich eine echte Forschungslücke identifizieren lässt, stützt die These der Notwendigkeit einer wissenschaftlichen Beschäftigung mit dem Thema. Zu der angesprochenen Forschungslücke in der wissenschaftlichen Diskussion

stellt BELEN VILLALONGA von der Harvard Business School auf einem Symposium der führenden Vertreter der Forschung zum Thema des Discounts fest:²⁰

„...there is plenty of room for further research on what firm characteristics make diversification optimal for some firms but not for others“²¹

Aufbauend auf der geschilderten Problemstellung stellen sich folgende *Forschungsfragen*:

Forschungsfrage 1: Existiert tatsächlich ein auf wissenschaftlicher Basis nachweisbarer Bewertungsunterschied zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen in Deutschland?

Forschungsfrage 2: Wenn ein solcher Bewertungsunterschied wissenschaftlich nachweisbar existiert, was sind seine wesentlichen Einflussgrößen?

Aus diesen Fragen ergeben sich zwei *Forschungsziele*:

- 1.) Untersuchung des Bewertungsunterschieds zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen in Deutschland auf der Basis einer repräsentativen empirischen Erhebung.
- 2.) Empirische Überprüfung der Wirkung von Einflussgrößen auf den Bewertungsunterschied für deutsche diversifizierte Unternehmen, falls ein Bewertungsunterschied nachgewiesen werden kann. Diese Überprüfung setzt eine Systematisierung möglicher Einflussgrößen eines Bewertungsunterschieds voraus.

Nach der Eingrenzung des Themas der folgenden Untersuchung mittels der Forschungsziele ist auch eine Abgrenzung gegenüber Fragestellungen, die diese Arbeit nicht beantworten wird, notwendig. Diese Arbeit widmet sich *nicht* der Frage nach den Motiven für Diversifikation noch setzt sie sich mit allen Facetten des Themas der Unternehmensdiversifikation auseinander. Angesichts der Beschäftigung zahlreicher Fachbereiche der Ökonomie mit dem Thema der Diversifikation (und einer kaum noch zu überschauenden Vielzahl von wissenschaftlichen Untersuchungen) ist eine alle Perspektiven der Diversifikation umfassende

²⁰ Dieses Symposium fand am 24.3.2003 an der Harvard Business School statt. Wesentliche Diskussionsbeiträge sind in Villalonga (2003) festgehalten.

²¹ Siehe Villalonga (2003), S. 5.