

**Conglomerate Discount – eine empirische  
Analyse am Beispiel der DAX30-Unternehmen**

**Munich Business School Working Paper**

2006-02

**Christian Fischl**

Munich Business School

Elsenheimerstraße 61

D-80687 München

E-Mail: [Christian.Fischl@munich-business-school.de](mailto:Christian.Fischl@munich-business-school.de)

**Carsten Rennhak**

Munich Business School

E-Mail: [Carsten.Rennhak@munich-business-school.de](mailto:Carsten.Rennhak@munich-business-school.de)

Seit einigen Jahren konzentrieren Unternehmen sich im Rahmen der strategischen Neuorientierung ihres Geschäftsportfolios stärker auf ihre Kernaktivitäten.<sup>1</sup> Als Begründung für dieses Vorgehen werden eine Reihe von Argumenten angeführt: Fokussierungsstrategien dienen der Unternehmenswertsteigerung auf immer wettbewerbsintensiveren Kapitalmärkten, im Zuge immer komplexerer Leistungen und einer rasanten Entwicklung des technischen Fortschritts sind die Informations- und Kontrollkosten für das Geschäftsportfolio gestiegen<sup>2</sup> und es gelingt dem Management diversifizierter Unternehmungen häufig nicht mehr, den Geschäftsbereichen eine gemeinsame Unternehmenskultur und ein konsistentes Führungsverständnis zu vermitteln. Entsprechend fordern Analysten und Investoren zunehmend eine Konzentration auf das Kerngeschäft bzw. die Einleitung von Fokussierungsstrategien oder in den Worten von *Scharfstein* (1998, S. 1): „Corporate diversification is out of style; focus is in.“

Aufgrund dieser Tendenzen widmen sich seit einiger Zeit zahlreiche empirische Untersuchungen der Frage, ob die Ausdehnung der Geschäftstätigkeit auf neue Tätigkeitsbereiche wirtschaftlich noch wertvoll ist oder nicht. Eine Vielzahl an wissenschaftlichen Arbeiten hat dabei mehr oder weniger deutliche Anzeichen für den so genannten „Conglomerate Discount“ bzw. „Diversification Discount“, einen diversifikationsbedingten Bewertungsabschlag, ergeben.<sup>3</sup> *Berger/Ofek* (1995, S. 59) kommen beispielsweise zu folgendem Ergebnis: „ (...) diversification reduces value. We estimate that this value loss averages 13 % to 15 % (...)“

Die alleinige Existenz eines diversifikationsbedingten Wertabschlags lässt die Frage aufkommen, ob wirklich ein systematisch negativer Zusammenhang zwischen der Diversifikation und dem Unternehmenswert besteht.<sup>4</sup> Befürworter des Diversification Discount vertreten die Ansicht, dass sich Diversifikation und Unternehmenswertmaximierung gegenseitig ausschließen. *Comment/Jarrell* (1995, S. 67) formulieren dies z.B. folgendermaßen: „ (...) greater corporate focus is more consistent with shareholder wealth maximization (...)“ Demnach sind Diversifikationsmaßnahmen und Antifokussierungsstrategien am Kapitalmarkt konsequent mittels Kursabschlägen zu bestrafen. Die wissenschaftliche Fundierung des Conglomerate Discount stützt folglich die Ansicht der Analysten, dass konglomerate Firmenstrukturen als Indikator für nachhaltige Wertminderung gelten. Doch die systematisch negative Beurteilung des Diversifikationserfolgs durch den Conglomerate Discount hat eine kontroverse Diskussion in der Literatur verursacht. *Heuskel* (2000, S. 347) kommt in seiner Studie zu dem Ergebnis, dass diversifizierte

---

<sup>1</sup> Vgl. *Hoskisson/Johnson* (1992), S. 626.

<sup>2</sup> Vgl. *Markides* (1995), S. 101ff.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu beispielsweise *Comment/Jarrell* (1995), *Rajan et al.* (2000) und *Scharfstein* (1998).

<sup>4</sup> Im Mittelpunkt der betriebswirtschaftlichen Unternehmensbewertung stehen hauptsächlich die Ertragswertmethode sowie das Discounted Cashflow-Verfahren (DCF). Vgl. hierzu stellvertretend die umfangreiche Literatur zur Unternehmensbewertung, z.B. *Ballwieser* (2004), *Copeland et al.* (2000) und *Drukarczyk* (2002).

Unternehmungen ebenso viel Wert schaffen können wie fokussierte. Demzufolge sei die negative Bewertung durch den Diversification Discount zwar ein weit verbreitetes und von vielen geteiltes, jedoch empirisch nicht belegbares Vorurteil. Auch die *Boston Consulting Group* (1996, S. 1) beweist in einer Untersuchung: „(...) some conglomerates sell at a discount, others sell at a premium. On average, they generate returns equivalent to those to the market as a whole. Breaking up a successful conglomerate does not create value (...)” An dieser Stelle wird oft das Beispiel *General Electric* (GE) angeführt, um zu belegen, dass auch Konglomerate ihren Unternehmenswert nachhaltig steigern können: Das stark diversifizierte Unternehmen steigerte seinen Marktwert von 16 Milliarden Dollar im Jahr 1981 auf zeitweise 580 Milliarden Dollar.<sup>5</sup>

Aktuellen empirischen Arbeiten zufolge ergibt sich folgendes Bild: Rund 65% der diversifizierten Unternehmen werden zu einem Discount<sup>6</sup> gehandelt und etwa 35% zu einem Premium.<sup>7</sup> Demzufolge konnte ca. ein Drittel der diversifizierten Unternehmen seinen Firmenwert erhöhen. Die Diversifikationsstrategie kann sich also durchaus auch in Form von Wertsteigerungen für Investoren bemerkbar machen. So gibt es keine verlässliche Grundlage für die These, dass Unternehmensstrategien, die rein auf brancheninternem Wachstum beruhen, per se ein überlegenes Erfolgskonzept abbilden.

Die angesprochenen Entwicklungen lassen folglich nicht an der Existenzberechtigung diversifizierter Unternehmungen zweifeln. Nach wie vor bietet sich Konglomeraten die Chance, durch Diversifikation neue Wertschöpfungspotentiale zu erschließen. Die Literatur zu Unternehmensstrategie beschäftigt sich dabei hauptsächlich mit der Frage, ob und in welche Geschäftsfelder aufgrund von Synergiepotentialen diversifiziert werden soll.<sup>8</sup> Dabei wird der Nutzen der Diversifikationsstrategie grundsätzlich anhand des Synergiekonzepts begründet. Eine Erweiterung des Tätigkeitsportfolios ist dann erfolgreich, wenn das Ergebnis zweier oder mehrerer Geschäftsbereiche die Kosten des Aufwands übersteigt. Dabei umfassen Synergien zum einen Kostenvorteile, wie beispielsweise Einsparungen, welche durch die gemeinsame Produktion oder Distribu-

---

<sup>5</sup> Vgl. *Welp et al.* (2005), S. 48. Das heutige Geschäftsportfolio des Unternehmens umfasst mittlerweile die unterschiedlichsten Sparten, wie z.B. Transportleistungen, Technologieprodukte, Dienstleistungen im Energiesektor, elektronische Industriegüter, Medizinprodukte, Finanz- sowie Versicherungsleistungen.

<sup>6</sup> Vgl. hierzu *Berger/Ofek* (1995) und *Rajan et al.* (2000).

<sup>7</sup> Vgl. hierzu *Boston Consulting Group* (1996) und *Matsusaka/Nanda* (2000).

<sup>8</sup> Vgl. hierzu z.B. *Bühner* (1985), *Conner* (1991), *D'Aveni* (1994), *Gälweiler* (1987), *Gomez* (1993), *Gort* (1962), *Jacobs* (1992), *Klein et al.* (1991), *Mohren* (1996), *Pauls* (1998), *Penrose* (1959), *Porter* (1991 und 1999), *Prahalad/Hamel* (1990), *Reed/Luffman* (1986), *Russo/Fouts* (1997), *Simon* (1988), *Teece* (1992), *Teece et al.* (1991) und *Welge et al.* (2000).

tion entstehen. Andererseits können durch den Transfer von Wissen weitere Verbundeffekte generiert werden.<sup>9</sup>

Die Strategie der Diversifikation zählt spätestens seit *Ansoff* (1957) zu den zentralen Themen des Strategischen Managements und wird auch zukünftig die Forschung beschäftigen. Aber nicht nur das strategische Management, sondern auch andere Fachbereiche der Betriebswirtschaftslehre, insbesondere die der Finanztheorie, setzen sich intensiv mit der Diversifikationsstrategie auseinander. Demnach stellt dieser Bereich der Forschung ein vielschichtiges und variantenreiches Feld mit einer Vielzahl an Untersuchungsmöglichkeiten dar. Es ist davon auszugehen, dass die kontroverse Diskussion um Diversifikations- sowie Fokussierungsstrategien auch in Zukunft erheblichen Einfluss auf die betriebswirtschaftliche Forschung ausüben wird.

### **Aufbau der empirischen Studie**

Ausgehend vom Stand der Forschung kann keine verlässliche Aussage bezüglich der Überlegenheit einer der beiden Strategieoptionen getroffen werden. Um hier weiteren Aufschluss zu bekommen, prüfen wir deshalb die Performance diversifizierter und fokussierter Unternehmen anhand empirischer Daten. Um der Fragestellung gerecht zu werden, ist es erforderlich, eine Vergleichbarkeit der Untersuchungsobjekte sicherzustellen. Die überwiegende Zahl der bis dato vorliegenden Forschungsberichte hat sich mit US-amerikanischen sowie britischen Unternehmen auseinandergesetzt, die vorliegende Studie dagegen setzt einen anderen geographischen Schwerpunkt und untersucht die Performance der im DAX30 zusammengefassten deutschen Aktiengesellschaften über einen Zeitraum von drei Jahren. Die Auswahl eines Index gewährleistet eine gewisse Vergleichbarkeit innerhalb der Untersuchungsgruppe, so dass eine sinnvolle Analyse der Erfolgssituation möglich ist. Ferner sind die Variablen Diversität/Fokussierung und Unternehmenserfolg geeignet zu operationalisieren. In der Literatur wurde eine nahezu unüberschaubare Anzahl an Operationalisierungsansätzen entwickelt, um sich dem Diversifikationsgrad einer Unternehmung zu nähern.<sup>10</sup> Die für die vorliegende Untersuchung relevanten Ansätze sind die quantitativ-kontinuierliche und die diskret-kategorialen Diversifikationsmessung.<sup>11</sup>

Das quantitativ-kontinuierliche Messkonzept ermittelt den Diversifikationsgrad anhand der Anzahl von Branchen, in der ein Unternehmen tätig ist. Durch die Einbeziehung relativer Umsatzanteile bei der Berechnung kann zusätzlich auch die Bedeutung der Tätigkeitsbereiche berücksichtigt werden.<sup>12</sup> Um das Diversifikationsmaß zu errechnen, werden häufig die in den USA

---

<sup>9</sup> Vgl. *Szeless* (2001), S. 2.

<sup>10</sup> Für einen ausführlichen Überblick vgl. stellvertretend *Schüle* (1992).

<sup>11</sup> Vgl. *Bühner* (1985), S. 69ff.

<sup>12</sup> Vgl. *Szeless* (2001), S. 62.

gebräuchlichen „Standard Industrial Classification Codes“ verwendet, welche die Aktivitäten von Unternehmen verschiedenen Wirtschaftszweigen zuordnet. Diese Vorgehensweise beruht auf der so genannten „Abzählmethode“.<sup>13</sup> Diese Methode ist verhältnismäßig leicht durchzuführen, bezieht allerdings nicht das relative Ausmaß der Tätigkeit in der jeweiligen Branche mit ein. Erstmals berücksichtigt *Gort* (1962, S. 23f.) in seinem Messkonzept das prozentuale Ausmaß in Form von Gewinn, Umsatz oder Anzahl der Beschäftigten der jeweiligen Branche. Diese Formen der Operationalisierung sind lediglich zeitpunktbezogen, lassen aber durch mehrmalige Messvorgänge über einen längeren Zeitraum Rückschlüsse auf den Verlauf einer Diversifikations- bzw. Fokussierungsstrategie zu.<sup>14</sup>

Die diskret-kategoriale Diversifikationsmessung ordnet ein Unternehmen anhand subjektiver Analysen seines Geschäftsportfolios, d.h. je nach Umfang und Zusammensetzung seiner Produktbereiche, in verschiedene Kategorien ein.<sup>15</sup> Diese Einteilung ist so gewählt, dass direkte Rückschlüsse auf die Diversifikationsstrategie der Unternehmung möglich sind. Die am häufigsten verwendete Methode bezüglich kategorialer Messung stammt von *Rumelt* (1974), der eine Beurteilung von Unternehmen anhand ihres Spezialisierungs-, Verbundenheits- sowie vertikalen Integrationsgrads vornimmt. Darauf aufbauend werden die Untersuchungsobjekte in einem neunstufigen Schema kategorisiert, was eine detaillierte Beurteilung des Diversifikations- bzw. Fokussierungsausmaßes ermöglicht.

Quantitativ-kontinuierliche und diskret-kategoriale Operationalisierungsansätze unterscheiden sich hauptsächlich bezüglich ihrer Objektivität und Reliabilität.<sup>16</sup> So schreibt *Rumelt* (1974, S. 4) Ersteren sowohl eine höhere Objektivität als auch eine höhere Reliabilität zu. Nach *Schüle* (1992, S. 101f.) sind „ (...) quantitativ-kontinuierliche Maße zur Untersuchung von Unterschieden zwischen diversifizierten und nicht diversifizierten (fokussierten) Unternehmen, diskret-kategoriale Maße dagegen zur Erforschung der Unterschiede zwischen diversifizierten Unternehmen besser geeignet.“ Darüber hinaus sprechen die relativ leichte Berechnung sowie

---

<sup>13</sup> Vgl. *Bühner* (1985), S. 107.

<sup>14</sup> Um zwischen verschiedenen Diversifikationsstrategien differenzieren zu können, lehnen sich neuere Messkonzepte hauptsächlich an das hierarchische System der SIC-Codes an. Dies ermöglicht eine Unterscheidung bezüglich unterschiedlicher Branchen sowie innerhalb von Industriegruppen. Diversität in verschiedenen Branchen wird dabei als unverbundene Diversifikation und Diversität innerhalb von Branchengruppen als verbundene Diversität definiert (vgl. *Szeless* 2001, S. 62). Je nach Ausprägung wird dann auf eine verbundene oder unverbundene Diversifikationsstrategie geschlossen. *Schüle* (1992, S. 93) zeigt in seiner Untersuchung von verschiedenen Forschungsberichten zum Diversifikationsmaß, dass die „Branchenzählmethode“, die u.a. von *Gort* (1962) propagiert wird, die weiteste Verbreitung gefunden hat, während andere Maße eine eher untergeordnete Rolle spielen. Dass sich diese Methode als „ (...) Standard in der Diversifikationsforschung herauskristallisiert hat, mag sowohl in ihrem Alter als auch in ihrer relativ einfachen Anwendbarkeit begründet sein.“

<sup>15</sup> Vgl. *Szeless* (2001), S. 63.

die geringen Anforderungen an das benötigte Datenmaterial für die Anwendung der quantitativ-kontinuierlichen Diversitätsmaße. Aus diesen Gründen erfolgt die Bestimmung des Diversifikationsgrads in der vorliegenden Untersuchung nach diesem Konzept. Sie gliedert sich in zwei Teile: Der erste Schritt der Berechnung richtet sich nach der Abzählmethode von *Bühner*. Da sich die Grundgesamtheit der zu untersuchenden Merkmalsträger ausschließlich aus deutschen Unternehmen zusammensetzt, ist die Anwendung der hauptsächlich auf US-amerikanische Unternehmen abgestimmten SIC-Codes aufgrund der mangelnden Erhältlichkeit von Datenquellen nicht möglich. Außerdem ist im Rahmen der Arbeit eine Berücksichtigung des Ausmaßes der Tätigkeiten innerhalb der Branche nicht zwingend notwendig, so dass die Anwendung des Modells von *Bühner* angemessen erscheint.

Im zweiten Schritt wird durch die Berücksichtigung relativer Umsatzanteile zusätzlich auch die Bedeutung der Tätigkeitsbereiche in die Berechnung des Diversifikationsgrads mit einfließen. Dies ermöglicht eine weitaus differenziertere Beurteilung einzelner Unternehmen. Sind beispielsweise mehrere Unternehmen in derselben Anzahl an Branchen aktiv, ist es sinnvoll, diese durch ein zweites Diversifikationsmaß voneinander abzugrenzen. In diesem Fall ist es interessant zu erfahren, inwiefern sich die Unternehmungen auf ihre Hauptbranche verlassen bzw. von ihr abhängig sind. Diesbezüglich eignet sich besonders ein von *Gort* (1962, S. 23ff.) propagierter Index zur Messung des Diversifikationsausmaßes. Hierbei handelt es sich um ein Kennzahlensystem, bei dem die relative Bedeutung der Hauptgeschäfte berücksichtigt wird. Der *Gort*-Index berechnet sich als Differenz zwischen 1 und dem Quotienten aus dem Umsatz der Hauptbranche und dem Gesamtumsatz. Je größer der Umsatzwert der Hauptgeschäfte ist, desto kleiner wird der Indexwert und umso geringer fällt folglich der Diversifikationsgrad aus.<sup>17</sup>

$$D_G = 1 - \frac{U_H}{U_{Ges}} ; \quad \text{mit } 0 \leq D_G < 1$$

wobei:

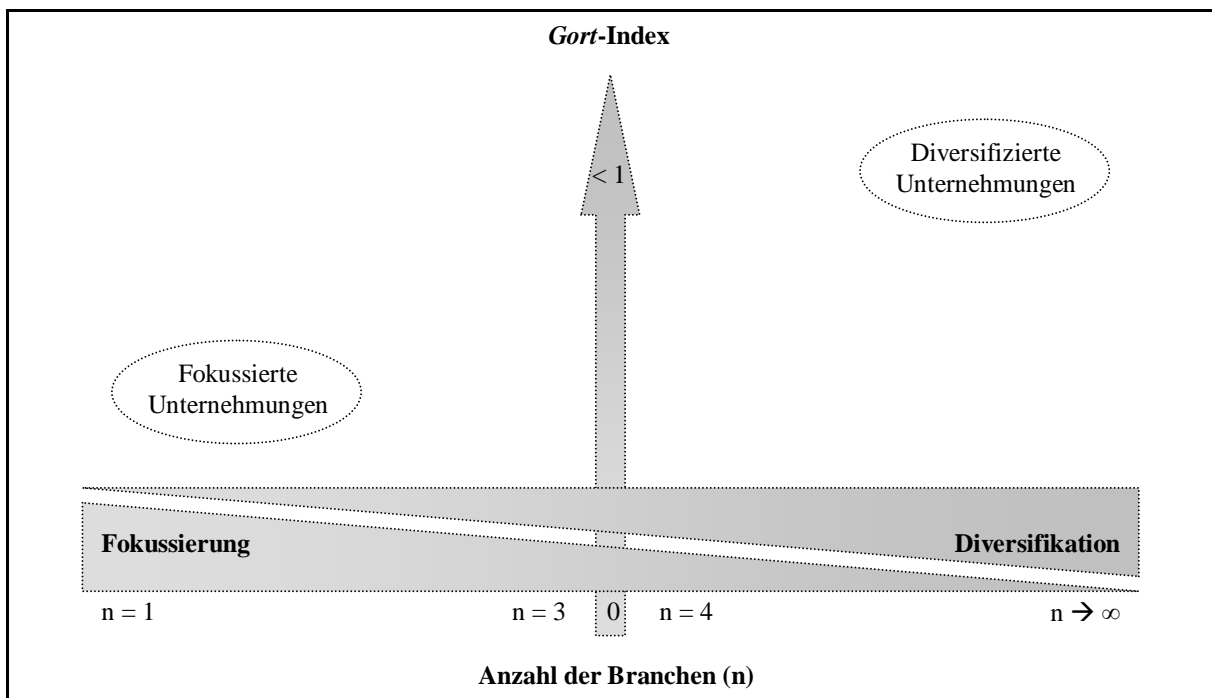
$D_G$  = Gort-Index  
 $U_H$  = Umsatz der Hauptbranche  
 $U_{Ges}$  = Gesamtumsatz

<sup>16</sup> Vgl. *Szeless* (2001), S. 63.

<sup>17</sup> Der *Gort*-Index ist in der Regel mit dem Merkmal der Unvollständigkeit behaftet, da nur die wichtigsten Geschäftsbereiche der Unternehmen berücksichtigt werden. Sind beispielsweise zwei Unternehmungen außerhalb ihrer Hauptbranchen unterschiedlich diversifiziert, dann schlägt sich dies im *Gort*-Index nicht nieder (vgl. *Bühner*, 1985, S. 108). Daher ist eine Kombination mit der Abzählmethode von *Bühner*, wie sie in dieser Arbeit vorgenommen wird, äußerst sinnvoll, um das gesamte Ausmaß an Diversität zu erfassen. Um schließlich die Untersuchungsobjekte gemäß der kombinierten Diversifikationsmaße nach *Bühner* und *Gort* zu kategorisieren, bietet sich eine Darstellung anhand des fortan als „Diversitätsmatrix“ bezeichneten Modells an.

Die konkrete Einteilung der Untersuchungsobjekte in die Diversitätsmatrix verläuft dabei folgendermaßen: Die zu analysierenden Unternehmen werden gemäß der Anzahl ihrer branchenspezifischen Tätigkeitsbereiche ( $n$ ) auf der horizontalen Skala aufgetragen. Diese wird durch ein semantisches Differential repräsentiert, welches die beiden Begriffe der Fokussierung und Diversifikation miteinander verbindet. Dabei werden Unternehmen mit einer Branchenzahl von  $n \leq 3$  der Fokussierung und Firmen mit  $n \geq 4$  der Diversifikation zugerechnet.

Die zusätzliche Betrachtung des *Gort-Index* ( $D_G$ ), welcher den relativen Umsatzanteil der Hauptbranche berücksichtigt, ermöglicht eine verfeinerte Unterteilung der Unternehmen mit gleicher Branchenzahl. Das Diversifikationsmaß nach *Gort* fließt in Form einer vertikalen Ratioskala in die Beurteilung mit ein. So können die Unternehmen, die sich im oberen Teil der Graphik befinden (vgl. Abbildung 1) als diversifizierter betrachtet werden als jene mit einem niedrigeren *Gort-Index*. Diese Darstellung vereinfacht die Kategorisierung der Untersuchungsobjekte und lässt eindeutige Aussagen bezüglich der Diversität bzw. Fokussierung der Unternehmungen zu.



**Abbildung 1:** Diversitätsmatrix

Der Fokus der Untersuchung besteht darin, den Zusammenhang zwischen der strategischen Ausrichtung des Unternehmens und seinem Erfolg zu ergründen. Daher ist es erforderlich, eine geeignete Methode zur Erfolgsbestimmung zu finden. Im Rahmen von Diversifikationsstudien finden bilanzorientierte Erfolgsmaße am häufigsten Verwendung, um den Erfolg von Unternehmen zu bewerten.<sup>18</sup> Sie spiegeln den historischen Ertrag der Firmen wider und zeichnen sich

<sup>18</sup> Vgl. Szeless, G. (2001), S. 69.

aufgrund gesetzlicher Offenlegungspflichten durch eine relativ leichte Verfügbarkeit sowie Vergleichbarkeit aus.<sup>19</sup> Kritisiert werden die bilanzorientierten Kennzahlen allerdings aufgrund ihrer Anfälligkeit gegenüber Beeinflussung durch unterschiedliche Rechnungslegungskonventionen sowie die Vernachlässigung des Risikoaspekts.<sup>20</sup> Dennoch gelten vor allem der Return on Equity (ROE), der Return on Investment (ROI), der Return on Capital Employed (ROCE) sowie der Return on Sales (ROS) als „(...) geeigneter Maßstab zur Beurteilung der vom Management zu vertretenden, unternehmenspolitischen Handlungen (...).“<sup>21</sup> Die kapitalmarktorientierten Erfolgsmaße sind in der Regel gegenüber derartigen Einflüssen weniger empfindlich als die bilanzorientierten Kennziffern. Als marktadjustierte Rendite wird meist die Aktienrendite als Indikator für das Wachstum einer Aktie über einen gewissen Zeitraum verwendet. *Tobins q* ist ein weiterer Wert, der häufig Anwendung findet. Aufgrund der zukunftsbezogenen Relevanz börsenspezifischer Unternehmensdaten, bezieht sich die kapitalmarktorientierte Methode hauptsächlich auf die zukunftsorientierte Betrachtung des Unternehmenserfolgs.<sup>22</sup> Allerdings wirkt sich – neben dem hohen Datenbeschaffungsaufwand – der Fakt nachteilig auf die Erfolgsprüfung aus, dass eine starke Abhängigkeit von implizit angenommenen Gleichgewichtsmodellen, etwa dem Capital Asset Pricing Model, aus dem die Kennziffern abgeleitet sind, besteht. Kapitalmarktorientierte Maße tragen hauptsächlich in finanzwirtschaftlichen Studien zur Erfolgsbestimmung von Unternehmen bei und sind in Studien zum strategischen Management weniger häufig anzutreffen.<sup>23</sup> Deshalb lehnt sich die vorliegende Analyse an die Mehrzahl strategischer Diversifikationsstudien an und verwendet mit dem ROE, dem Quotienten aus Jahresüberschuss und eingesetztem Eigenkapital, ein zeitpunktbezogenes bilanzorientiertes Kennzahlensystem.

---

<sup>19</sup> Vgl. *Copeland et al.* (2000), S. 157.

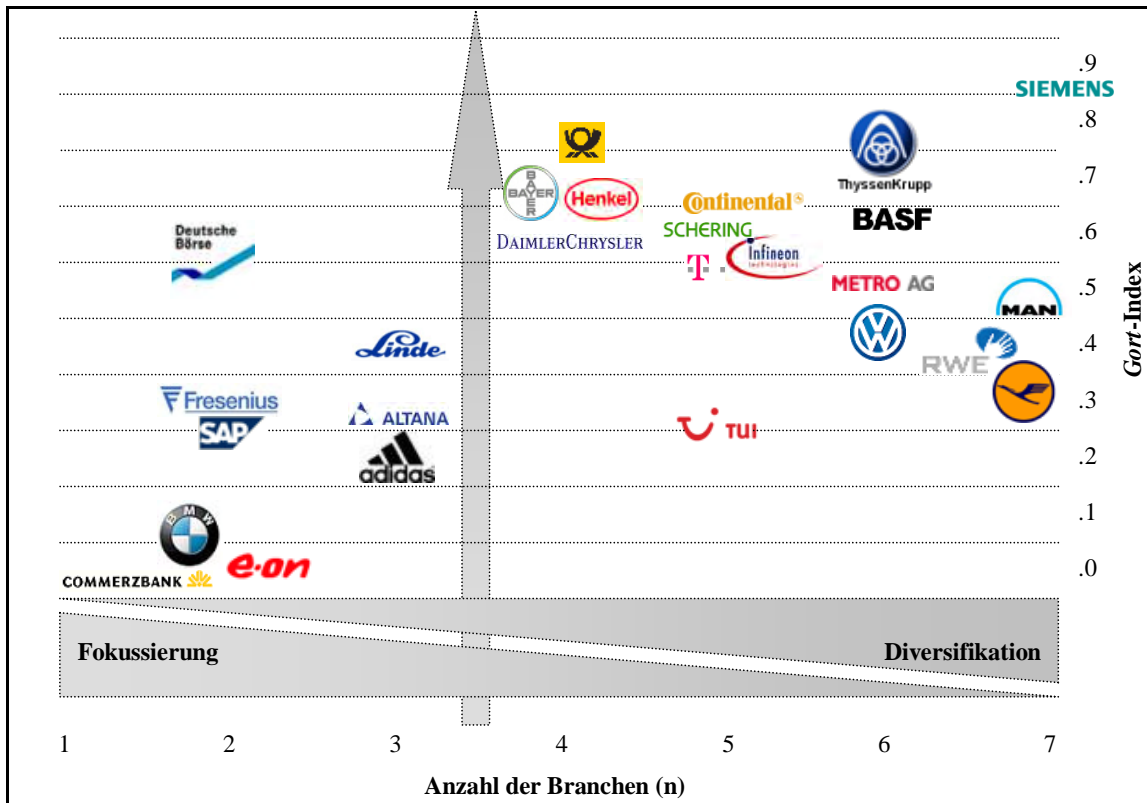
<sup>20</sup> Vgl. *Schüle* (1992), S. 104f.

<sup>21</sup> Vgl. *Schüle* (1992), S. 103.

<sup>22</sup> Vgl. *Szeless* (2001), S. 69.

<sup>23</sup> Vgl. *Szeless* (2001), S. 70.





**Abbildung 2:** Einordnung der DAX30-Unternehmen in die Diversitätsmatrix <sup>24</sup>

Die Abbildung der Unternehmen in der Diversitätsmatrix (vgl. Abbildung 2) ermöglicht Rückschlüsse auf den Diversifikationsgrad der Untersuchungsobjekte. Folglich werden die Firmen, welche sich im linken unteren Quadranten befinden, als „streng fokussiert“ und diejenigen, die sich im Bereich des rechten oberen Quadranten ansiedeln, als „streng diversifiziert“ bezeichnet. Dabei sollen die fokussierten Unternehmen keinen höheren Gort-Index als 0,49 aufweisen, um ihre wirtschaftliche Abhängigkeit von der Hauptbranche zu unterstreichen. Dies gilt im Umkehrschluss auch für die diversifizierten Unternehmen, deren Gort-Index folglich mindestens 0,5 betragen muss. Es ist sinnvoll, die jeweils streng diversifizierten bzw. fokussierten Gruppen zu untersuchen, da diese ihre Strategie konsequent verfolgen. Diese Tatsache ist Voraussetzung für verlässliche Aussagen bezüglich der Vorteilhaftigkeit einer Strategievariante. Die Studie betrachtet demnach je acht streng fokussierte sowie diversifizierte Unternehmen und untersucht diese in Bezug auf ihren ROE ohne Berücksichtigung des Risikoaspekts. Die restlichen Firmen sind vorerst von der Analyse auszuschließen, um die Gefahr der Verwässerung der Ergebnisse zu umgehen. Die Deutsche Börse AG weist z.B. eine geringe Anzahl an Tätigkeitsfeldern auf, kann jedoch mit einem relativ hohen Gort-Index nicht mehr als streng fokussiert bezeichnet

<sup>24</sup> Da die Unternehmen Allianz AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Deutsche Bank AG sowie Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG keine Segmentumsätze berichten, konnten diese Unternehmen nicht in der Darstellung berücksichtigt werden; aus Grün-

werden. Um eine verlässliche Grundlage für die Messung zu schaffen, erfolgt deshalb die Auswahl primär nach der Branchenanzahl und sekundär nach der Höhe des Gort-Index. Auf Basis dieser Anforderungen, ergibt sich die in Tabelle 1 dargestellte Untersuchungsgruppe.

Strategie der Fokussierung			Strategie der Diversifikation		
Unternehmen	Branchen	Gort-Index	Unternehmen	Branchen	Gort-Index
Commerzbank	1	0	Siemens	13	0,85
BMW	2	0,02	MAN	7	0,5
E.ON	2	0,02	BASF	6	0,72
SAP	2	0,31	ThyssenKrupp	6	0,7
Fresenius	2	0,32	Metro	6	0,53
Adidas	3	0,2	Schering	5	0,64
Altana	3	0,29	Continental	5	0,6
Linde	3	0,43	Infineon	5	0,59

**Tabelle 1:** Auswahl fokussierter und diversifizierter Unternehmen

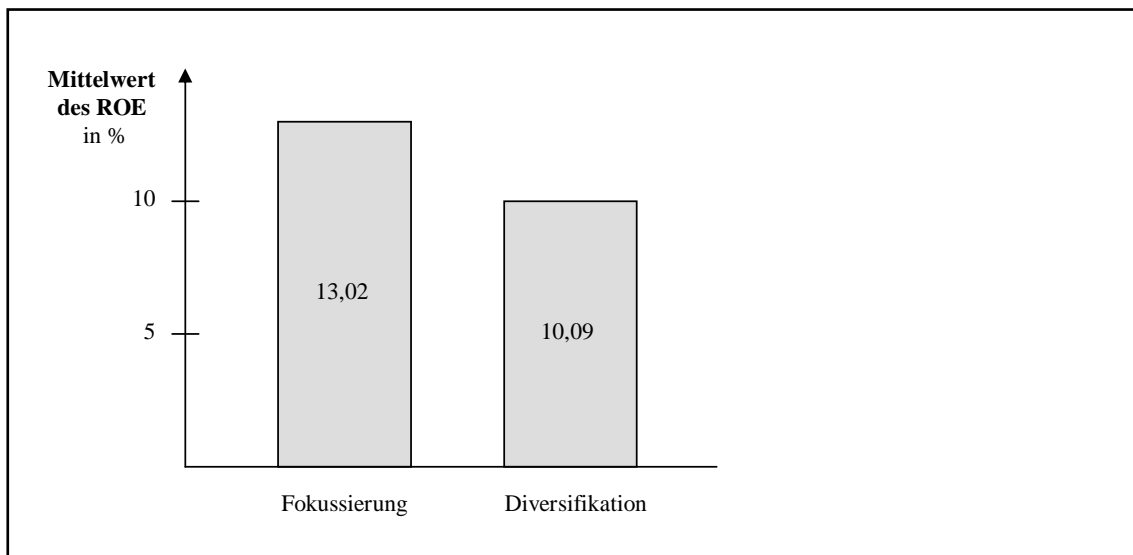
### Untersuchungsergebnisse

Im Folgenden werden die durchschnittlichen Eigenkapitalrentabilitäten der ausgewählten Unternehmen analysiert, um ihre Erfolgssituation zu bestimmen. Der Zeitraum der Untersuchung sind die Jahre 2002, 2003 und 2004. Es wird jeweils der Mittelwert des ROE über den Untersuchungszeitraum gebildet. Diese Betrachtung gibt Aufschluss über die Vorteilhaftigkeit einer der beiden Strategievarianten. Um das Ergebnis zu überprüfen, werden anschließend noch die Eigenkapitalrenditen aller fokussierten und diversifizierten Unternehmen im DAX30 verglichen.

Die Berechnungen ergeben, dass die Gruppe der fokussierten Unternehmen mit einem Mittelwert des ROE von 13,02% eine höhere durchschnittliche Eigenkapitalrendite aufweist als die Gruppe der diversifizierten Unternehmen. Diese erreicht insgesamt nur einen Wert von 10,09% (vgl. Abbildung 3).

---

den der graphischen Darstellung wird das Unternehmen Siemens AG mit n=13 nicht maßstabsgetreu abgebildet.

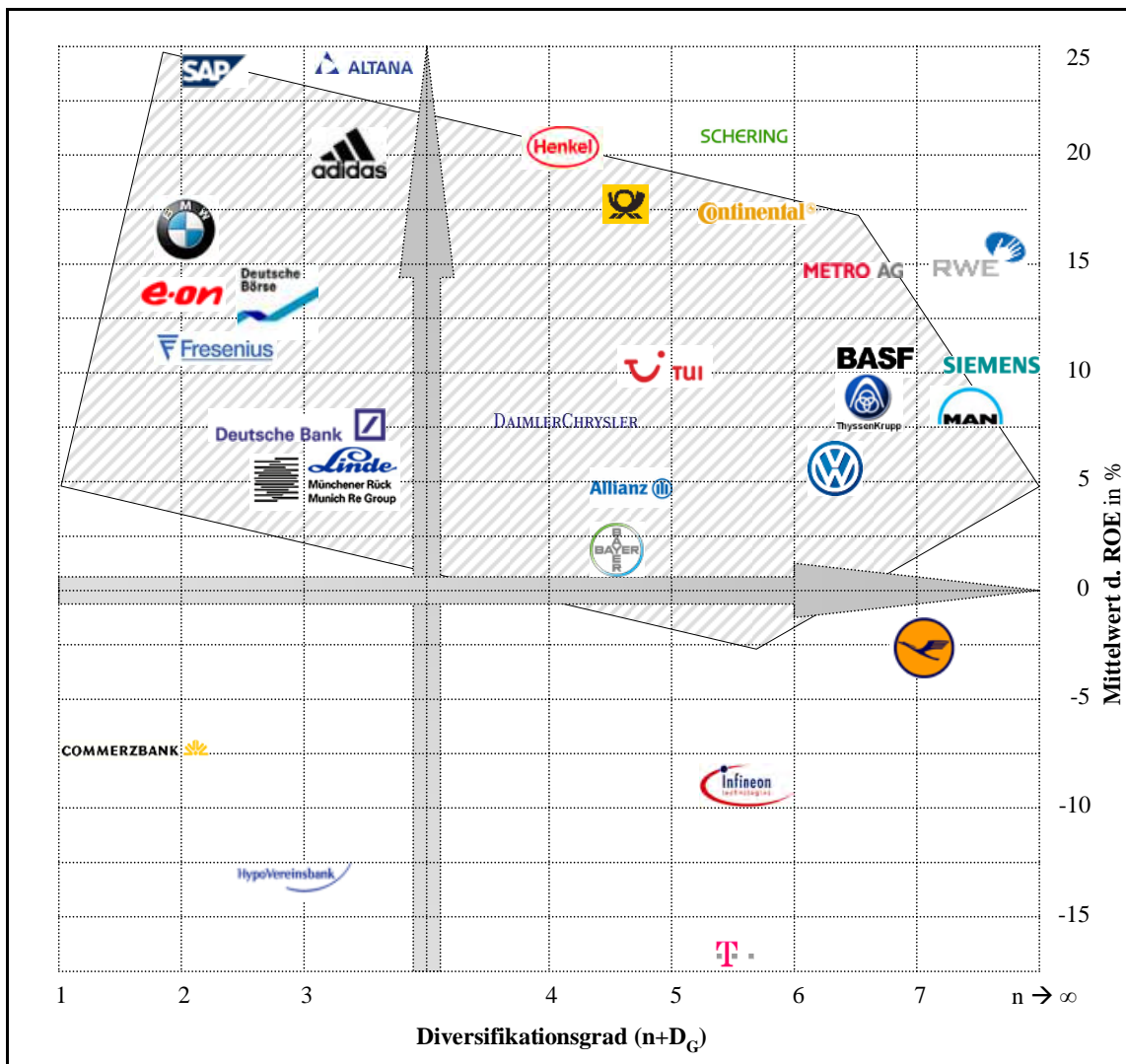


**Abbildung 3:** Vergleich der Untersuchungsgruppen anhand des Mittelwerts des ROE

Obwohl nur 16 der im DAX30 notierten Unternehmen in der Untersuchung berücksichtigt werden, können die übrigen gemäß ihrer Abbildung in der Diversitätsmatrix trotzdem eindeutig einer Strategievariante zugeteilt werden. Vergleicht man nun zur Überprüfung die Rendite der Gesamtheit aller fokussierten Unternehmungen, so ist festzustellen, dass diese mit 9,32% den Mittelwert des ROE aller diversifizierten Unternehmen (7,96%) ebenfalls übersteigt. Die empirischen Befunde stützen entsprechend die These, dass die Strategie der Fokussierung tendenziell eine höhere Eigenkapitalrendite erwirtschaftet. Um die Ergebnisse zu bewerten, macht es zusätzlich Sinn, den Marktdurchschnitt aller 30 DAX-Unternehmen mit einzubeziehen. Mit einem Mittelwert in Höhe von 10,10% ist anzumerken, dass sich die untersuchten acht diversifizierten Unternehmen mit 10,09% nur unwesentlich vom Marktdurchschnitt unterscheiden. Betrachtet man die Performance aller DAX30-Unternehmen, so ist ein verhaltener Negativtrend mit zunehmender Diversifikation zu erkennen (vgl. Abbildung 4).

Einschränkend ist jedoch für alle Berechnungen anzuführen, dass die Gesamtzahl der betrachteten Unternehmen mit 16 bzw. 30 vergleichsweise gering und der Untersuchungszeitraum mit drei Jahren ebenfalls eingeschränkt ist, so dass eine starke Verzerrung der Ergebnisse durch unternehmensspezifische Besonderheiten oder Vorkommnisse nicht gänzlich ausgeschlossen werden kann.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> So sind z.B. die durchschnittlichen ROE-Werte der Commerzbank und Infineon im Untersuchungszeitraum deutlich negativ.



**Abbildung 4:** Performance der DAX-Unternehmen

Gemessen am ROE fällt es fokussierten Unternehmungen tendenziell leichter eine höhere Rendite zu erreichen als den diversifizierten. Obwohl die Unternehmen aus der streng diversifizierten Untersuchungsgruppe durchaus beachtliche Leistungen im Marktdurchschnitt erreicht haben, gelang es den streng fokussierten Unternehmen, überdurchschnittliche Renditen zu erwirtschaften. Daraus kann man also folgern, dass die Strategie der Spezialisierung und Fokussierung auf Kernkompetenzen ein höheres Wertschöpfungspotential besitzt und die gängige Meinung der Analysten bezüglich der Wertvernichtung durch Konglomerate durchaus seine Berechtigung findet.

Ferner gilt es jedoch vor einer Pauschalisierung des strategiebedingten Erfolgs zu warnen. Wie auch aus dieser Studie hervorgegangen ist, gibt es immer wieder Unternehmen, die über- bzw. unterdurchschnittliche Leistungen am Markt erbringen und sich nicht per se anhand ihrer Strategie kategorisieren lassen. So kann z.B. die *Schering AG* als durchaus positives Exempel für Diversifikationserfolg gewertet werden; dagegen zeigt z.B. die *HypoVereinsbank*, dass auch die Strategie der Fokussierung zu negativen Renditen führen kann.

Die alleinige Strategie der Fokussierung und die Zerschlagung von Konglomeraten sind also keineswegs Erfolgsgarantien. Vielmehr gilt es, die Erfolgsfaktoren beider Strategien zu erkennen und zu fördern – der Erfolg der Unternehmung liegt in der Hand des Managements und weniger in der bloßen Ausrichtung des Tätigkeitsportfolios.

### **Fazit und Ausblick**

Die Frage, inwiefern sich Diversifikations- und Fokussierungsstrategien von Unternehmen nachhaltig auf deren Erfolg auswirken, ist seit fast 40 Jahren Gegenstand wirtschaftswissenschaftlicher Forschung. Strategische Managementlehre und Finanztheorie befassen sich umfassend mit theoretischen Ansätzen zur Erklärung des Zusammenhangs von Erfolg und Fokussierung bzw. Diversifikation – eindeutige Ergebnisse liegen bis dato nicht vor. In Zeiten, in denen Analysten und Beratungsfirmen eine Rückbesinnung auf Kernkompetenzen und die Zerschlagung von Konglomeraten propagieren, ist das Thema aktueller denn je: Es stellt sich die Frage der Rechtfertigung eines pauschalen Wertabschlags, der lediglich auf der portfoliostrategischen Ausrichtung eines Unternehmens basiert.

Die Studie betrachtete als Indikator für Unternehmenserfolg die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der DAX30-Unternehmen über einen Zeitraum von drei Jahren. Dabei stellte sich heraus, dass die streng fokussierten Unternehmungen der Untersuchungsgruppe einen höheren Mittelwert des ROE aufweisen als die streng diversifizierte Unternehmen. Ein abschließender Vergleich aller Unternehmen des DAX konnte somit einen Trend aufweisen, dass mit steigendem Diversifikationsgrad die Eigenkapitalrendite der Unternehmen stetig sinkt. Diese Aussage ist jedoch nicht zu pauschalisieren. Viel stärker hängt der Erfolg von der Unternehmensführung bzw. vom Management der Komplexität in modernen Unternehmen als von der reinen strategiebedingten Ausrichtung des Geschäftsportfolios ab.

Die überwiegende Zahl der bis dato vorliegenden Studien zum Thema hat die Performance von US-amerikanischen und britischen Unternehmungen untersucht. Zukünftige Forschungsarbeiten sollten die hier erzielten Ergebnisse für andere Ländermärkte überprüfen. Interessant dürfte darüber hinaus der Aspekt sein, inwiefern die Ergebnisse zeitlich stabil sind. Vorstellbar wäre, dass sich die beiden Strategieoptionen in jeweils unterschiedlichen Phasen des Konjunktur- bzw. Börsenzyklus als vorteilhaft erweisen.

## Literatur

*Ansoff, H.I.* (1957): Strategies for Diversification. In: Harvard Business Review, Vol. 35, Nr. 9/10, S. 113-124.

*Ballwieser, W.* (2004): Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden, Probleme, Stuttgart.

*Berger, P.G./Ofek, E.* (1995): Diversification's Effect on Firm Value. In: Journal of Financial Economics, Vol. 37, S. 39-65.

*Boston Consulting Group* (1996): Premium Conglomerates, BCG Perspectives Paper, S. 1.

*Bühner, R.* (1985): Strategie und Organisation – Analyse und Planung der Unternehmensdiversifikation mit Fallbeispielen, Wiesbaden.

*Comment, R./Jarrell, G.* (1995): Corporate Focus and Stock Returns. In: Journal of Financial Economics, Vol. 37, S. 67-87.

*Conner, K.R.* (1991): A Historical Comparison of Resource-based Theory and Five Schools of Thought within Industrial Organization Economics. Do we have a New Theory of the Firm? In: Journal of Management, Vol. 17, S. 121-154.

*Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.* (2000): Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies, 3. Aufl., New York u.a.

*D'Aveni, R.A.* (1994): Hypercompetition. Managing the Dynamics of Strategic Maneuvering, New York.

*Drukarczyk, J.* (2002): Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München.

*Gälweiler, A.* (1987): Strategische Unternehmensführung, Frankfurt a.M./New York.

*Gomez, P.* (1993): Wertmanagement. Vernetzte Strategien für Unternehmen im Wandel, Düsseldorf.

*Gort, M.* (1962): Diversification and Integration in American Industry, Princeton.

*Heuskel, D.* (2000): Strategische Dimension der Diversifikation. In: *Hinterhuber, H.H./Friedrich, S.A./Matzeler, K.* (Hrsg.): Die Zukunft der diversifizierten Unternehmung, München, S. 345-357.

*Hoskisson, R.E./Johnson, R.A.* (1992): Corporate Restructuring and Strategic Change – The Effect on Diversification and R&D Intensity. In: Strategic Management Journal, Vol. 13, S. 625-634.

*Jacobs, S.* (1992): Strategische Erfolgsfaktoren der Diversifikation, Reihe Neue betriebswirtschaftliche Forschung, Bd. 88, Wiesbaden.

*Klein, J.A./Edge, G.M./Kass, T.* (1991): Skill-Based Competition. In: Journal of General Management, Vol. 16, S. 1-15.

*Markides, C.C.* (1995): Diversification, Restructuring and Economic Performance. In: Strategic Management Journal, Vol. 16, S. 101-118.

*Matsusaka, J.G./Nanda, V.* (2000): Internal Capital Markets and Corporate Refocusing, Working Paper University of Southern California.

*Mohren, H.* (1996): Entwicklungsfähigkeit diversifizierter Unternehmungen, Wiesbaden.

*Pauls, S.* (1998): Business-Migration. Eine strategische Option, Diss., Wiesbaden.

*Penrose, E.T.* (1959): The Theory of the Growth of the Firm, Oxford.

Porter, M.E. (1991): Towards a Dynamic Theory of Strategy. In: Strategic Management Journal, Vol. 12, S. 95-117.

Porter, M.E. (1999): Wettbewerb und Strategie, München.

Prahalad, C.K./Hamel, G. (1990): The Core Competence of the Corporation. In: Harvard Business Review, Vol. 68, Nr. 3, S. 79-91.

Rajan, R.G./Servaes, H./Zingales, L. (2000): The Cost of Diversity. The Diversification Discount and Inefficient Investment. In: Journal of Finance, Vol. 55, Nr. 1, S. 35-79.

Reed, R./Luffman, G.A. (1986): Diversification. The Growing Confusion. In: Strategic Management Journal, Vol. 7, S. 29-35.

Rumelt, R.P. (1974): Strategy, Structure and Economic Performance. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Cambridge.

Russo, M./Fouts, P. (1997): A Resource-based Perspective on Corporate Environment Performance and Profitability. In: Academy of Management Journal, Vol. 40, S. 534-559.

Scharfstein, D.S. (1998): The Dark Side of Internal Capital Markets – Evidence from Diversified Conglomerates, Working Paper National Bureau of Economic Research, Nr. 6352, S. 1.

Schüle, F.M. (1992): Diversifikation und Unternehmenserfolg. Eine Analyse empirischer Forschungsergebnisse, Reihe Neue betriebswirtschaftliche Forschung, Bd. 93, Wiesbaden.

Simon, H. (1988): Management strategischer Wettbewerbsvorteile. In: Simon, H. (Hrsg.): Wettbewerbsvorteile und Wettbewerbsfähigkeit, Wiesbaden, S. 1-17.

Szeless, G. (2001): Diversifikation und Unternehmenserfolg. Eine empirische Analyse deutscher, schweizerischer und österreichischer Unternehmen, Diss., St. Gallen.

Teece, D.J./Pisano, G./Shuen, A. (1991): Dynamic Capabilities and Strategic Management, Working Paper, University of California at Berkeley/Harvard University.

Teece, D.J. (1992): Competition, Cooperation and Innovation. Organizational Arrangements for Regimes of Rapid Technological Progress. In: Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 18, S. 1-25.

Welge, M.K./Al-Laham, A./Kajüter, P. (2000): Der Prozess des strategischen Managements. Praxis des strategischen Managements, Wiesbaden.

Welp, C./Hennersdorf, A./Henry, A. (2005): Unternehmen und Management: Jack Welch, In: Wirtschaftswoche, Nr. 19/2005, S. S. 46-49.