

**Spin-offs, Diversifikation und Shareholder Value**  
**Eine theorie- und hypothesengeleitete empirische Analyse**  
**europäischer Unternehmensabspaltungen**

DISSERTATION  
der Universität St. Gallen,  
Hochschule für Wirtschafts-,  
Rechts- und Sozialwissenschaften  
sowie Internationale Beziehungen (HSG)  
zur Erlangung der Würde eines  
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

**Jens Vollmar**

aus

Deutschland

Genehmigt auf Antrag der Herren

**Prof. Dr. Thomas Berndt**

und

**Prof. Dr. Pascal Gantenbein**

Dissertation Nr. 4315

Springer Gabler, Wiesbaden 2014

Die Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften sowie Internationale Beziehungen (HSG), gestattet hiermit die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

St. Gallen, den 19. Mai 2014

Der Rektor:

Prof. Dr. Thomas Bieger

---

# Spin-offs, Diversifikation und Shareholder Value



---

Jens Vollmar

# Spin-offs, Diversifikation und Shareholder Value

Eine theorie- und hypothesengeleitete empirische Analyse europäischer Unternehmensabsplaltungen

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Thomas Berndt

 Springer Gabler

Jens Vollmar  
St. Gallen, Schweiz

Dissertation Universität St. Gallen, 2014

ISBN 978-3-658-06558-4

ISBN 978-3-658-06559-1 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-658-06559-1

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2014

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, 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.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.  
[www.springer-gabler.de](http://www.springer-gabler.de)

## Geleitwort

In der Praxis sind Unternehmenstransaktionen ein bewährtes Instrument zur strategischen und finanziellen Restrukturierung. Sie dienen letztlich dem Ziel, den Anteilseignern eine nachhaltige Unternehmenswertsteigerung zu generieren. Inwiefern Unternehmenszusammenschlüsse und -akquisitionen tatsächlich wertgenerierend sind, ist wissenschaftlich vielfach analysiert worden. Ganz anders liegt der Fall hingegen bei Unternehmenstransaktionen, die auf Diversifikationsstrategien und Spin-offs bzw. Unternehmensabsaltungen basieren. Obwohl von erheblicher praktischer Bedeutung, sind fundierte empirische Erkenntnisse über den Erfolg und mögliche Gründe für diese Strategie rar; dies gilt erst Recht für europäische Transaktionen. Dass Spin-offs – anders etwa als Übernahmen oder Fusionen – bisher weniger im Fokus betriebswirtschaftlicher Forschung stehen mag nicht zuletzt auch daran liegen, dass bereits die Einordnung in den Kontext gängiger Management- und Kapitalmarkttheorien problematisch ist: Bei Unternehmenszusammenschlüssen werden oftmals Synergien als zentraler wertgenerierender Faktor angeführt. Bei Unternehmensabsaltungen kann dieses Argument hingegen nicht ohne weiteres angeführt werden. Es ist offensichtlich: Fragt man sich mit der vorliegenden Arbeit, ob (europäische) Spin-off-Ankündigungen den Unternehmenswert steigern, so kann eine befriedigende Antwort nicht durch eine Fixierung auf die reine Empirie gegeben werden. Vielmehr ist der Argumentationsrahmen um eine grundlegende und strategische Analyse der Bedingungen und Erfolgsfaktoren wertorientierter Absaltungen zu erweitern.

Eine im vorgenannten Sinne empirisch fundierte wie zugleich theoriebildende Arbeit zu verfassen erfordert einen gewissen Mut; denn es bedarf einer – heute leider recht unüblich gewordenen – grossen Belesenheit über den engen Bereich des kapitalmarkttheoretischen Schrifttums hinaus, ebenso wie eines Denkens in übergeordneten Zusammenhängen betriebswirtschaftlicher Teildisziplinen. Herrn Vollmar ist dies in hervorragender Weise gelungen und der Leser wird daher mit der vorliegenden Arbeit im besten Sinne des Wortes belohnt: Die detailreiche Verknüpfung von Managementstrategien, Shareholder Value-Konzeptionen bzw. Unternehmensbewertungsverfahren und Kapitalmarkttheorien liest man mit grossem Erkenntnisgewinn schon allein deshalb, weil sich Herr Vollmar stets bis an die Ursprünge von Entwicklungen, Begriffen und Theorien begibt und nicht einfach vorschnell ein angebliches Allgemeinverständnis unterstellt.

Inhaltlich basiert die Arbeit auf der wohlbegründeten Kernthese, dass der Diversifikationsgedanke und desinvestive Transaktionen wie der Spin-off quasi symbiotisch miteinander verknüpft sind. Sehr gut wird hervorgehoben und belegt, dass sich die Sichtweise auf das Thema der Vorteilhaftigkeit der Diversifikation bzw. Konzentration im Zeitablauf gewandelt hat und von Managementmoden beeinflusst ist. Mit grossem Gewinn wird man die Ausführungen zur Bedeutung von Synergien bzw. Dyssynergien für die Wertgenerierung (oder Wertvernichtung) lesen; denn es gibt eben auch „Economies of Scale“. Es ist dann nur logisch konsequent, auch einen spezifischen werteffizienten Diversifikationsgrad abzuleiten. Hierin liegt ein Kernelement des theoriefundierten Teils der Arbeit und ihr hoher Neuigkeitsgehalt begründet. Herr Vollmar macht deutlich, dass Diversifikation nicht per se wertschöpfend oder wertvernichtend ist, sondern dass es vielmehr darauf ankommt, in welchem Verhältnis Grenzkosten und Grenznutzen zum Diversifikationsgrad stehen. Mit anderen Worten: Es existiert ein werteffizienter, dynamischer Diversifikationsgrad.

Ebenso wie der theoretische Teil beeindruckt der empirische, der gleichfalls von herausragender Qualität ist und auf transparent dargestellten, theoretisch fundierten Hypothesen von Spin-off Erfolgsfaktoren basiert. Eine vergleichbare Ereignisstudie zum europäischen Kapitalmarkt existierte bisher nicht.

Herr Vollmar hat mit der vorliegenden Arbeit ein ganz ausgesprochen exzellentes, vorbildliches Werk von hohem Neuigkeitsgehalt verfasst. Insbesondere seine vielfältige, umfassende Fundierung und Weiterentwicklung der Theorie der Diversifikation und Konzentration sowie sein breites analytisches Spektrum in der Empirie beeindrucken. Hier zeigt sich ein Ideenreichtum, eine Präzision, eine Vielschichtigkeit in der Argumentation, eine Transparenz in der methodischen Vorgehensweise und ein Problemverständnis, wie es nur selten zu finden ist. Hinzu kommt, dass sich die Arbeit ausgezeichnet liest. Sie ist logisch stringent aufgebaut, beinhaltet ein umfassendes, systematisch aufbereitetes Schrifttum und hervorragende, anschauliche Grafiken verdeutlichen die komplexen Zusammenhänge. Man kann dieser Arbeit nur mit grösstem Nachdruck eine möglichst breite Leserschaft wünschen: Theoretiker wie Praktiker aus den Bereichen der Unternehmensbewertung, der Unternehmenstransaktionen bzw. dem Corporate Finance wie auch der Unternehmensstrategie und Unternehmensführung werden dieses Buch mit grossem Gewinn lesen und vielerlei Anregungen für ihre eigenen Tätigkeiten erhalten.

## Vorwort

Es bedarf nicht viel Mühe, um Begeisterung und Interesse für die Fragestellungen der vorliegenden Arbeit zu wecken. Neben der Möglichkeit, die Transaktionsform des Spin-offs in aller Tiefe zu durchdringen, bietet die bearbeitete Forschungslücke dem Leser zugleich die Chance, die empirische Kapitalmarktforschung in aller Breite und Aktualität zu erfassen. Das Spektrum der Diversifikationsforschung im Hinblick etwa auf den industriellen und geografischen Fokus, die Corporate Governance, interne Kapitalmärkte oder den Conglomerate Discount aufzunehmen, zu verarbeiten und mit der Bewertung von Spin-offs zu verbinden, war auch der wohl reizvollste Aspekt der geleisteten Arbeit und Grundlage meiner Motivation.

Trotz aller inhaltlichen Hingabe zum Thema, möchte ich das Vorwort nutzen, um all denjenigen meinen Dank auszudrücken, die zum Gelingen der Dissertation wertvolle Beiträge geleistet haben.

Grösster Dank gebührt meinem Doktorvater Prof. Dr. Thomas Berndt, der mir während meiner Tätigkeit am Institut für Accounting, Controlling und Auditing nicht nur stets mit fachlichem Ratschlag zur Seite stand, sondern das Dissertationsvorhaben und meine persönliche Entwicklung durch sein Verständnis für extrakurrikuläre Tätigkeiten, seinen pragmatischen Führungsstil und seinen menschlichen Charakter entscheidend geprägt hat. Sein Vertrauen in meine Fähigkeiten und das Fördern meiner Forschungsinteressen waren mir stets Motivation und Ansporn. In ähnlicher Weise hat auch Prof. Dr. Pascal Gantenbein das Entstehen dieser Arbeit ermöglicht. Durch die Übernahme des Korreferats, in dessen Rahmen er unschätzbare Hinweise gab, hat er die Arbeit bestimmend mitgestaltet.

Schliesslich geht meine tiefe Wertschätzung an Dr. Enzo Mondello, der mir im Verlauf gemeinsamer Projekte eine breite Perspektive auf die Finanzwissenschaften mit auf den Weg gegeben und so erst viele Denkanstösse angeregt hat. Aus unserer Zusammenarbeit ist längst gute Freundschaft geworden.

Nicht zuletzt haben auch Vertreter aus der Wirtschaftspraxis, teils bewusst, teils unbewusst, einen wichtigen Beitrag geleistet. Erwähnt seien Anton Affentranger (Implemia), Raoul Bombis (General Transport), Beat Daellenbach (PwC Advisory), Urs G. Gribi (Gribi Real Estate), Urs Leinhäuser (Autoneum) und Dr. Winfried Weigel (Cleantech Capital).

Es sind die Kollegen und Freunde, die den privaten Rahmen geschaffen haben, der die Entstehung der Arbeit erst ermöglicht hat. Allen voran – viele müssen ungenannt bleiben – waren es Roman Becker, Céline Bilolo, Dr. Robert Breitkreuz, Dr. Arno Franke, Stephan Gossner, Dr. Robert Gutsche, Dr. Philipp Hoff, Dr. Sebastian Lang, Ludwig Müller, Prof. Dr. Anke Müssig, Dr. Christian Offenhammer, Dr. Marco Schmid, Prof. Dr. Alfred Storck und Ursula Würmli, die mich während meiner Zeit am Lehrstuhl kollegial und freundschaftlich begleitet haben. Daneben sind es die Freunde aus dem Doktorandenverein DocNet, die stets mit fachlichem Rat zur Seite standen und für die notwendige Ablenkung gesorgt haben. Für ihre Zukunft wünsche ich ihnen nur das Beste.

Obschon die zuvor genannten Persönlichkeiten grossen Anteil am Gelingen dieser Arbeit haben, ist es doch massgeblich meiner Familie zu verdanken, dass am Ende eines langen Entstehungsprozesses die Doktorwürde verliehen wurde. Ihre Unterstützung und ihre Aufmunterung in den zahlreichen mutlosen und ernüchternden Phasen, die ein Dissertationsvorhaben mit sich bringt, waren endlos.

Meiner Mutter ist diese Arbeit gewidmet. Sie weiss wofür.

St. Gallen, den 15.6.2014

Jens Vollmar

# Inhaltsverzeichnis

<b>Geleitwort</b> .....	<b>V</b>
<b>Vorwort</b> .....	<b>VII</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>IX</b>
<b>Kurzzusammenfassung</b> .....	<b>XV</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>XVI</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>XVII</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>XIX</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>XXI</b>

<b>1 Problemstellung</b> .....	<b>2</b>
1.1 Ausgangslage .....	2
1.2 Zielsetzung.....	6
1.3 Gang der Arbeit.....	7

Teil I: Theorieentwicklung

<b>2 Propädeutische Überlegungen zum Spin-off-Erfolg</b> .....	<b>12</b>
2.1 Wissenschaftstheoretische Einordnung und allgemeine Forschungskonzeption.....	12
2.2 Bedeutung des Spin-offs .....	14
2.2.1 Bedeutung in der Unternehmenspraxis .....	14
2.2.2 Bedeutung in der betriebswirtschaftlichen Literatur.....	16
2.3 Terminologische Grundlegung .....	21
2.3.1 Begriff des Spin-offs .....	21
2.3.1.1 Definition des Spin-offs .....	21
2.3.1.2 Motivation des Spin-offs.....	29
2.3.1.3 Umfeld des Spin-offs .....	30
2.3.1.4 Operationsmodus des Spin-offs.....	30
2.3.1.5 Andere desinvestive Transaktionsformen.....	32
2.3.2 Begriff der Diversifikation.....	34
2.3.2.1 Diversifikation in der Portfoliotheorie.....	34
2.3.2.2 Diversifikation im Strategischen Management .....	37
2.3.2.3 Diversifikation in der Evolutionstheorie.....	44
2.3.2.4 Konzentration als Ent-Diversifikationssynonym .....	46
2.4 Zwischenfazit Kapitel 2.....	49

<b>3 Spin-off-Erfolg: Beurteilung, Messung und Potenzial.....</b>	<b>51</b>
3.1 Shareholder-Value-Orientierung als Handlungsmaxime .....	51
3.1.1 Historische Entwicklung und Begriffsklärung .....	51
3.1.2 Theoretischer Geltungsanspruch des Shareholder Values .....	54
3.1.3 Praktischer Geltungsanspruch des Shareholder Values .....	59
3.2 Shareholder Value als finanzwirtschaftliche Erfolgsgrösse .....	64
3.2.1 Ökonomischer Wertbegriff und Unternehmenswerttheorie .....	64
3.2.2 Ermittlung des theoretischen Eigenkapitalwerts .....	67
3.2.2.1 Verfahren der theoretischen Shareholder-Value-Ermittlung .....	67
3.2.2.2 Einzelbewertungsverfahren .....	68
3.2.2.3 Mischverfahren .....	70
3.2.2.4 Gesamtbewertungsverfahren .....	71
3.2.3 Eignung des theoretischen Unternehmenswerts zur Erfolgsbeurteilung des Spin-offs .....	73
3.2.4 Eignung des Marktwerts zur Erfolgsbeurteilung des Spin-offs .....	79
3.2.5 Ursachen mangelnder Identität von Marktwert und theoretischem Wert des Eigenkapitals .....	81
3.3 Wertänderungspotenzial des Spin-offs .....	83
3.3.1 Determinanten der Shareholder-Value-Veränderung nach Rappaport .....	83
3.3.2 Unmittelbares Wertänderungspotenzial des Spin-offs: Das Mehrwert-Kriterium .....	85
3.3.3 Mittel- und langfristiges Wertänderungspotenzial des Spin-offs: Das Effizienzwertkriterium .....	87
3.4 Zwischenfazit Kapitel 3 .....	89
 <b>4 Spin-off-Erfolg im Verhältnis von Diversifikation und Konzentration .....</b>	 <b>92</b>
4.1 Die diversifizierte Unternehmung im Wandel von Zeit und Paradigmen .....	92
4.1.1 Empirische Evidenz zur Diversifikationsentwicklung .....	92
4.1.2 Die Diversifikationskonzeption im Licht des Managementmoden-Ansatzes .....	94
4.2 Theorie der Diversifikations- und Konzentrationsbewertung .....	104
4.2.1 Systematisierung des theoretischen Forschungsstands .....	104
4.2.2 Unternehmenswert und Diversifikation .....	107
4.2.2.1 Leistungswirtschaftliches Synergiepotenzial .....	107
4.2.2.2 Finanzwirtschaftliches Synergiepotenzial .....	109
4.2.3 Unternehmenswert und Konzentration .....	113
4.2.3.1 Leistungswirtschaftliches Dyssynergiepotenzial .....	113

4.2.3.2	Finanzwirtschaftliches Dyssynergiepotenzial .....	115
4.2.4	Zusammenfassende Würdigung des theoretischen Forschungsstands.....	122
4.3	Empirie der Diversifikations- und Konzentrationsbewertung .....	127
4.3.1	Systematisierung des empirischen Forschungsstands .....	127
4.3.2	Querschnittstudien.....	127
4.3.3	Studien zum internen Kapitalmarkt.....	131
4.3.4	Ereignisstudien .....	135
4.3.5	Studien zur Kausalität von Diversifikation und Unternehmenswert ..	136
4.3.6	Zusammenfassende Würdigung des empirischen Forschungsstands.....	142
4.4	Bisherige empirische Befunde zum Spin-off-Erfolg .....	143
4.5	Zwischenfazit Kapitel 4.....	146

## Teil II: Hypothesengeleitete empirische Untersuchung

<b>5</b>	<b>Hypothesen- und Modellentwicklung .....</b>	<b>151</b>
5.1	Systematisierung und Modellübersicht .....	151
5.2	Werteffekte von Spin-off-Ankündigungen .....	152
5.3	Ableitung und Operationalisierung der Erfolgsfaktoren unter Bezugnahme auf die Diversifikationsforschung.....	154
5.3.1	Industrieller Fokus.....	154
5.3.2	Geografischer Fokus.....	156
5.3.3	Diversifikationsgrad .....	158
5.3.4	Bewertungsabschlag.....	160
5.3.5	Unternehmensgrösse.....	161
5.3.6	Kontrolle durch die Eigenkapitalgeber.....	162
5.3.7	Kontrolle durch die Fremdkapitalgeber.....	165
5.3.8	Kontrolle durch den nationalen Regulator.....	167
5.3.9	Niveau an Informationsasymmetrie .....	169
5.4	Moderierende Erfolgsfaktoren.....	172
5.4.1	Performance des Mutterkonzerns.....	172
5.4.2	Ankündigungsjahr und konjunkturelles Marktumfeld .....	176
5.4.3	Relative Unternehmensgrösse.....	179
5.4.4	Branche .....	180
5.4.5	Unternehmensalter.....	181
5.5	Übersicht der eingeführten Variablen .....	182
5.6	Zwischenfazit Kapitel 5.....	183

<b>6</b>	<b>Untersuchungskonzeption.....</b>	<b>185</b>
6.1	Die Ereignisstudie als Instrument der Erfolgsbeurteilung von Spin-offs .....	185
6.2	Informationseffiziente Kapitalmärkte als Modellvoraussetzung.....	187
6.3	Untersuchungsdesign der Ereignisstudie.....	188
6.3.1	Übersicht zum Vorgehen in Ereignisstudien.....	188
6.3.2	Sachliche Abgrenzung des Ereignisses.....	189
6.3.3	Zeitliche Abgrenzung des Ereignisses .....	190
6.3.4	Datensatz und Untersuchungsstichprobe .....	191
6.3.5	Abnormale Renditen .....	196
6.3.5.1	Vorgehen zur Berechnung abnormaler Renditen .....	196
6.3.5.2	Verfahren der Renditeberechnung .....	197
6.3.6	Erwartete Renditen .....	201
6.3.6.1	Preisbildungsmodelle .....	201
6.3.6.2	Wahl der Ereignis- und Schätzperioden.....	206
6.3.6.3	Wahl des Marktindex .....	208
6.3.7	Renditeaggregation .....	210
6.4	Univariate statistische Testverfahren .....	211
6.4.1	Grundlegende Überlegungen.....	211
6.4.2	Parametrische Signifikanztests der abnormalen Renditen.....	212
6.4.3	Nicht-parametrische Signifikanztests der abnormalen Renditen .....	217
6.4.4	Parametrische Signifikanztests der Teilstichprobenvergleiche.....	219
6.4.5	Nicht-parametrische Signifikanztests der Teilstichprobenvergleiche .....	221
6.5	Multivariate statistische Testverfahren.....	222
6.6	Zwischenfazit Kapitel 6.....	228
<b>7</b>	<b>Untersuchungsergebnisse.....</b>	<b>230</b>
7.1	Deskriptive Statistik .....	230
7.1.1	Stichprobeneigenschaften.....	230
7.1.2	Ergebnisse der Ereignisstudie .....	234
7.2	Univariate Analysen der aus der Diversifikationsforschung abgeleiteten Erfolgsfaktoren.....	243
7.2.1	Industrieller Fokus .....	243
7.2.2	Geografischer Fokus .....	246
7.2.3	Diversifikationsgrad.....	248
7.2.4	Bewertungsabschlag .....	253
7.2.5	Unternehmensgrösse .....	255

---

7.2.6	Kontrolle durch die Eigenkapitalgeber.....	257
7.2.7	Kontrolle durch die Fremdkapitalgeber.....	261
7.2.8	Kontrolle durch den nationalen Regulator.....	262
7.2.9	Niveau an Informationsasymmetrie .....	264
7.3	Univariate Analysen der moderierenden Erfolgsfaktoren .....	266
7.3.1	Aktienperformance des Mutterkonzerns .....	266
7.3.2	Wirtschaftliche Performance des Mutterkonzerns.....	268
7.3.3	Ankündigungsjahr und konjunkturelles Marktumfeld .....	270
7.3.4	Relative Unternehmensgrösse.....	275
7.3.5	Branche .....	276
7.3.6	Unternehmensalter.....	279
7.4	Multivariate Analysen .....	280
7.5	Spin-off-Erfolg: Würdigung und Forschungsausblick.....	283
<b>8</b>	<b>Thesenförmige Zusammenfassung.....</b>	<b>285</b>
8.1	Zusammenfassung Teil I: Theorieentwicklung .....	285
8.2	Zusammenfassung Teil II: Empirische Untersuchung.....	288
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>295</b>
	<b>Anhang .....</b>	<b>355</b>



## **Kurzzusammenfassung**

Zunehmende Ressourcenknappheit und ein sich stetig vollziehender Wandel in der Unternehmensumwelt stellen die Unternehmung als Teil des Wirtschaftsgefüges vor immer neue Herausforderungen. Das Management ist gezwungen, die Fähigkeit zur Adaption an sich verändernde Bedingungen zu entwickeln und die ihm zur Verfügung stehenden Ressourcen einer möglichst effizienten Verwendung zuzuführen, wenn es im zunehmendem Wettbewerb um Finanzmittel an den Kapitalmärkten bestehen möchte. Dies verlangt das Setzen organisatorischer Prioritäten. Es bedingt das Lösen von Ressourcenbindungen dort, wo deren Einsatz nicht effizient ist oder die Umweltbedingungen dies verlangen.

In jüngerer Vergangenheit kommt in Europa der Transaktionsform des Spin-offs eine zunehmende Bedeutung zu, wenn es darum geht, Unternehmen an veränderte Umweltbedingungen anzupassen. Trotz ihrer erheblichen praktischen und wissenschaftlichen Relevanz sind Spin-offs bislang jedoch nicht hinreichend aufgearbeitet. Es fehlen neue Einsichten und Orientierungshilfen, um den Spin-off auszugestalten und seine Potentiale im Hinblick auf die Steigerung des Unternehmenswerts nutzbar zu machen. Die vorliegende empirische Kapitalmarktstudie bietet in zweierlei Hinsicht Hilfestellung. Sie zeigt zum einen mit Hilfe der Ereignisstudienmethodik, dass Spin-off-Ankündigungen den Unternehmenswert auch in europäischem Kontext positiv beeinflussen. Zum anderen wird empirisch belegt, dass Spin-offs untrennbar mit dem Diversifikationsphänomen verknüpft sind und sie entsprechend nicht isoliert beurteilbar sind. Die aus der Diversifikationsforschung abgeleiteten Erfolgsfaktoren erklären einen substantiellen Anteil der gemessenen Aktienkurseffekte. Die entwickelten Modelle erlauben somit eine genaue Prognose des Spin-off-Erfolgs und damit eine für die Unternehmenspraxis unmittelbare Nutzbarkeit der gewonnenen Erkenntnisse.

## **Abstract**

Enterprises are facing new challenges due to an increasing scarcity of resources and a steadily changing corporate environment. Managers are forced to adapt to changed conditions and to use resources in an efficient way, when competing for financial capital on international capital markets. This requires organizational priorities. Resources need to be untied where their connection is inefficient or where it is demanded by environmental conditions.

In the more recent past, spin-offs are increasingly taking on an important role in Europe, in situations where enterprises need to adapt to new environmental conditions. Despite their significant practical and academic relevance, the value mechanisms of spin-offs are not sufficiently understood. Research lacks new insights and guidance, especially, when spin-offs are intended to be structured and utilized for shareholder value gains.

This empirical capital market study renders assistance in two different ways. On the one hand, it is shown by event study methodology, that spin-off announcements are positively influencing share prices in Europe, whereby preliminary findings for the US are validated. On the other hand, it is empirically proved, that spin-offs are inextricably linked with the corporate diversification phenomenon; thus spin-offs cannot be assessed isolated from diversification. The considered success factors, which are derived from corporate diversification research, explain a substantial part of the measured share price reactions. The developed models therefore allow a precise prediction of spin-off success and an immediate usability of the results.

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Gang der Arbeit.....	9
Abbildung 2:	Übergeordnetes Forschungsvorgehen .....	13
Abbildung 3:	Anzahl durchgeführter Spin-offs 2001-2012.....	15
Abbildung 4:	Spin-off-Volumina im Verhältnis zur M&A-Tätigkeit 2001-2012 ....	15
Abbildung 5:	Der Spin-off zur Entflechtung diversifizierter Unternehmen.....	21
Abbildung 6:	Vereinfachte Darstellung des Spin-off-Prozesses.....	28
Abbildung 7:	Klassifizierung von Spin-off-Transaktionen hinsichtlich ihrer Zielsetzung.....	29
Abbildung 8:	Bezugssystem der Unternehmensrestrukturierung nach BOWMAN/SINGH (1993).....	31
Abbildung 9:	Bezugssystem der Unternehmensrestrukturierung nach WESTON/CHUNG (1990) .....	32
Abbildung 10:	Instrumentarium zur Umsetzung von Desinvestitionsentscheidungen .....	33
Abbildung 11:	Produkt-Markt-Matrix nach ANSOFF .....	38
Abbildung 12:	Diversifikationskategorien nach RUMELT (1974).....	40
Abbildung 13:	Diversifikationsformen nach HUNGENBERG (1995) .....	41
Abbildung 14:	Modell der Unternehmensentwicklung .....	46
Abbildung 15:	Wirkungsspektrum der Konzentration mittels Spin-off.....	48
Abbildung 16:	Überblick über die gängigsten Bewertungsverfahren .....	68
Abbildung 17:	Theoretischer Wert des Eigenkapitals und Marktwert des Eigenkapitals .....	82
Abbildung 18:	Wertsteigerungsnetzwerk .....	84
Abbildung 19:	Idealtypische Wertstruktur des Konzerns.....	86
Abbildung 20:	Unmittelbares Wertsteigerungspotenzial des Spin-offs auf Basis eines vorhandenen Konglomeratsabschlags .....	87
Abbildung 21:	Das Effizienzwert-Kriterium des Konzerns .....	88
Abbildung 22:	Langfristiges Wertpotenzial des Spin-offs .....	89
Abbildung 23:	Diversifikationszyklus, Gedankengut und Trends .....	95
Abbildung 24:	Systematisierungsvorgehen .....	107
Abbildung 25:	Agency-Konfliktebenen in der diversifizierten Unternehmung .....	117
Abbildung 26:	Zusammenfassende Darstellung der diversifikationstheoretischen Literatur .....	123

Abbildung 27: Ableitung des werteffizienten Diversifikationsgrads aus der betriebswirtschaftlichen Theorie .....	126
Abbildung 28: Zusammenfassende Darstellung der empirischen Befunde zum Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Diversifikation .....	143
Abbildung 29: Systematisierung der Spin-off-Erfolgsfaktoren .....	152
Abbildung 30: Idealtypisches Vorgehen bei Ereignisstudien .....	189
Abbildung 31: Preisbildungsmodelle im Kontext der Ereignisstudienmethodik.....	202
Abbildung 32: Zeitlicher Zusammenhang der Untersuchungskonzeption .....	208
Abbildung 33: Spin-off- im Vergleich zur M&A-Entwicklung.....	231
Abbildung 34: Diversifikationsgrad der Stichprobenelemente .....	233
Abbildung 35: Grösßenmerkmale der Stichprobe.....	234
Abbildung 36: Vergleich AAR Marktmodell und AAR Modell mittelwertbereinigter Renditen.....	239
Abbildung 37: AAR und CAAR im Modell marktbereinigter Renditen.....	240
Abbildung 38: AAR und CAAR im Marktmodell.....	241
Abbildung 39: Langfristiger Vergleich CAAR und Median CAR zwischen Marktmodell und Modell marktbereinigter Renditen.....	242
Abbildung 40: Vergleich CAAR IndFokus.....	245
Abbildung 41: Vergleich CAAR GeoFokus.....	247
Abbildung 42: Vergleich CAAR Kongl_SIC.....	251
Abbildung 43: Vergleich CAAR TobinsQ < 1 .....	255
Abbildung 44: Vergleich CAAR Grossaktionär .....	260
Abbildung 45: CAAR unterschiedlicher Ereignisfenster in Abhängigkeit vom Ankündigungsjahr.....	271
Abbildung 46: Marktumfeld gemäss dem EUROSTOXX 600.....	272
Abbildung 47: Spin-off-Ankündigungen und Marktumfeld .....	274

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Synoptische Auswahl bestehender Definitionsversuche der Literatur zu Spin-offs .....	24
Tabelle 2:	Formen der Informationseffizienz.....	58
Tabelle 3:	Kurzfristige Aktienkursperformance der Muttergesellschaft im Kontext von Spin-off-Ankündigungen.....	145
Tabelle 4:	Langfristige Aktienkursperformance der Muttergesellschaft im Kontext von Spin-offs. ....	146
Tabelle 5:	Zusammenfassung der eingeführten Variablen .....	182
Tabelle 6:	Stichprobenbildung .....	196
Tabelle 7:	Zeitliche Verteilung der Stichprobenelemente .....	231
Tabelle 8:	Branchenzugehörigkeit der Stichprobenelemente .....	232
Tabelle 9:	Länderverteilung der Stichprobe.....	232
Tabelle 10:	Ergebnisse der Ereignisstudie für die CAAR .....	235
Tabelle 11:	Ergebnisse der Ereignisstudie für die AAR im Modell marktbereinigter Renditen .....	237
Tabelle 12:	Ergebnisse der Ereignisstudie für die AAR im Marktmodell .....	238
Tabelle 13:	Zeitliche Verteilung von INDFOKUS.....	244
Tabelle 14:	Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den industriellen Fokus .....	244
Tabelle 15:	Zeitliche Verteilung von GeoFokus .....	246
Tabelle 16:	Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den geografischen Fokus .....	248
Tabelle 17:	Zeitliche Verteilung von GeoFokus .....	249
Tabelle 18:	Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den Diversifikationsgrad .....	250
Tabelle 19:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Kongl_Entrop .....	252
Tabelle 20:	Zeitliche Verteilung von TobinsQ < 1 .....	253
Tabelle 21:	Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den Diversifikationsgrad .....	254
Tabelle 22:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalysen Unternehmensgrösse.....	256
Tabelle 23:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Stimm_Konz.....	258
Tabelle 24:	Zeitliche Verteilung von Grossaktionär .....	258

Tabelle 25:	Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den Grossaktionär.....	259
Tabelle 26:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Verschuldungsgrad.....	262
Tabelle 27:	Ergebnisse für Domizil_Mutter.....	263
Tabelle 28:	Ergebnisse für La_Porta.....	264
Tabelle 29:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse EPS_Std_Abw_Norm.....	265
Tabelle 30:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Kursperformance_1Jahr_%.....	267
Tabelle 31:	Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für Kursperformance_1Jahr>0.....	267
Tabelle 32:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalysen zur Unternehmensgrösse.....	268
Tabelle 33:	Ergebnisse für ZScore.....	269
Tabelle 34:	Ergebnisse für Ankündigungsjahr.....	270
Tabelle 35:	Zeitliche Verteilung von Index_Expansion.....	272
Tabelle 36:	Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für Index_Expansion.....	273
Tabelle 37:	Ergebnisse für den Zusammenhang zwischen Marktumfeld und Anzahl Spin-off-Ankündigungen.....	275
Tabelle 38:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Rel_Grösse.....	276
Tabelle 39:	Ergebnisse der Ereignisstudie für die Branchen-CAAR.....	277
Tabelle 40:	Ergebnisse für Branche.....	278
Tabelle 41:	Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Log_Alter.....	279
Tabelle 42:	Ergebnisse der multivariaten Analysemodelle 1-6.....	281
Tabelle 43:	Ergebnisse der multivariaten Analysemodelle 7-12.....	282

## Abkürzungsverzeichnis

AB	Aktiebolag
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
APT	Arbitrage Pricing Theory
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BGH	Bundesgerichtshof
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz)
betr.	betreffend
BITS	Business Information Tracking Series
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie
BMELV	Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz
bspw.	beispielsweise
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAAR	Cumulative Average Abnormal Return
CAR	Cumulative Abnormal Return
CEO	Chief Executive Officer
DCF	Discounted Cashflow
d. h.	das heisst
Diss.	Dissertation
EBO	Employee Buy-out
EPS	Earnings per Share
et al.	et alii, et aliae, et alis (und andere)

---

etc.	et cetera (und die übrigen [Dinge] i. S. v. und so weiter)
EU	Europäische Union
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende (Seite)
FASB	Financial Accounting Standards Board
ff.	fortfolgende (Seiten)
H.	Heft
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standard(s)
IASB	International Accounting Standards Board
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
i. d. F.	in der Fassung
i. e. S.	im engeren Sinn(e)
IFRS	International Financial Reporting Standard(s)
i. H. v.	in Höhe von
IPO	Initial Public Offering
i. S. v.	im Sinne von
i. w. S.	im weiteren Sinn
Jg.	Jahrgang
LBO	Leveraged Buyout
LMBO	Leveraged Management Buy-out
log.	logarithmisch
ln	natürlicher Logarithmus
M&A	Mergers & Acquisitions
Max.	Maximum
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
Min.	Minimum
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden

---

N	Stichprobengrösse
NBER	National Bureau of Economic Research
n. s.	nicht signifikant
OLS	Ordinary Least Square
OR	Obligationenrecht
p. a.	per anno (pro Jahr)
plc	public limited company
Rn.	Randnummer
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
S.	Seite(n)
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
SIC	Standard Industry Classification
u. a.	unter anderem
Univ.	Universität
US	United States
USA	United States of America
USD	United States Dollar
usw.	und so weiter
Vgl.	Vergleiche
VIF	Variance Inflation Factor
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z. B.	zum Beispiel
zugl.	zugleich



## **Überblick Kapitel 1**

Die vorliegende Arbeit zu Spin-offs, Diversifikation und Shareholder Value greift Fragestellungen auf, die in der Unternehmenspraxis und der betriebswirtschaftlichen Forschung gleichermaßen von Bedeutung sind und zu aktueller Beschäftigung Anlass bieten.

Abschnitt 1.1 schafft zunächst Bewusstsein für die grundsätzlichen ökonomischen Zusammenhänge, aus denen sich die Notwendigkeit für Desinvestitionen ergibt. Der Aufarbeitung der aktuellen Bedeutsamkeit des Phänomens dienen sowohl die Diskussion der historischen Desinvestitionsentwicklung als auch die Debatte um die diversifizierte Unternehmung. Abschnitt 1.2 beleuchtet daran anknüpfend die Problembearbeitung. Dabei wird die bislang unzureichende Behandlung der Fragestellung im Schrifttum aufgegriffen und der Untersuchungsgegenstand in vier übergeordnete Forschungsfragen eingegrenzt. Abschnitt 1.3 bietet schliesslich einen Überblick über den Gang der Arbeit.

## Kapitel 1

### Problemstellung

*„Und wer ein Schöpfer sein muß im Guten und Bösen: wahrlich, der muß ein Vernichter erst sein und Werte zerbrechen.“*

FRIEDRICH NIETZSCHE (1844-1900)

#### 1.1 Ausgangslage

Zunehmende Ressourcenknappheit und ein sich stetig vollziehender Wandel in der Unternehmensumwelt stellen die Unternehmung als Teil des Wirtschaftsgefüges vor neue Herausforderungen.<sup>1</sup> Das Management ist gezwungen, die Fähigkeit zur Adaptation an sich verändernde Bedingungen zu entwickeln und die ihm zur Verfügung stehenden Ressourcen einer möglichst effizienten Verwendung zuzuführen, wenn es im zunehmendem Wettbewerb um Finanzmittel an den Kapitalmärkten bestehen möchte.<sup>2</sup> Dies verlangt das Setzen organisatorischer Prioritäten.<sup>3</sup> Es bedingt das Lösen von Ressourcenbindungen an Orten, wo deren Einsatz nicht effizient ist oder die Umweltbedingungen dies verlangen; es geht um die Umgestaltung von Positionen und Potenzialen<sup>4</sup> und die (Re-)Allokation von Ressourcen, die aus ihrer bisherigen Verwendung zu befreien sind. Bereits JOSEPH SCHUMPETER konstatiert, dass der Wert des Neuen auf der schöpferischen Zerstörung von Bestehendem basiert.<sup>5</sup> Sei es, um die Unternehmung von Ballast zu befreien, oder durch die Lösung von Ressourcen dem Neuen Platz einzuräumen. Unternehmerischer Erfolg und die mit ihm einhergehende Steigerung des Unternehmenswerts basieren demnach auf der Bereitschaft und der Fähigkeit, sich von nicht mehr Zeitgemäsem zu trennen.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. RECHSTEINER (1994), S. 2; SAMUELSON/NORDHAUS (2007), S. 20.

<sup>2</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 7.

<sup>3</sup> Vgl. PICOT (1991), S. 144; FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 2.

<sup>4</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 1.

<sup>5</sup> Vgl. SCHUMPETER (2010), S. 71.

<sup>6</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 3.

In jüngerer Vergangenheit kommt in der betriebswirtschaftlichen Praxis und Forschung der *Desinvestition* eine zunehmende Bedeutung zu, wenn es darum geht, Unternehmen an veränderte Umweltbedingungen anzupassen.<sup>7</sup> Desinvestitionen sind strategische Entscheidungen der Unternehmensführung über eine Anpassung des Produktprogramms oder des Potenzialsystems von Unternehmensteilen, die zu einer Reduzierung der Kapitalbindung führen.<sup>8</sup> Sie können neben Auswirkungen auf die Ressourcenkombinationen der betroffenen Unternehmen auch Einfluss auf Kapitalmärkte und Anspruchsgruppen nehmen und mitunter zu Verschiebungen in bestehenden Industrie- und Unternehmensgrenzen führen.<sup>9</sup>

Trotz seiner Relevanz ist das Phänomen der Desinvestition in der betriebswirtschaftlichen Literatur inhaltlich nicht hinreichend aufgearbeitet.<sup>10</sup> Mancherorts wird gar eine „chronische Unterbelichtung des Themas im Schrifttum“<sup>11</sup> konstatiert. Der Forschungsstand stellt sich fragmentiert und kaum überschaubar dar; er bedarf der Systematisierung. Insbesondere in der empirischen Forschung fallen die Antworten auf die Fragen zum Wertbeitrag der Desinvestition bisher rudimentär aus.<sup>12</sup> Zugleich lassen sich eine ungenügende Aktualität der Beiträge sowie eine mangelnde Beleuchtung der Fragen im europäischen Wirtschaftsraum feststellen.<sup>13</sup>

Noch deutlicher wird der Forschungsbedarf, wenn man die Desinvestition mit dem *Diversifikationsphänomen*<sup>14</sup> verbindet. Die Diversifikation zählt bis heute zu den Megatrends der Wirtschaftswelt; kaum ein anderes Phänomen beschäftigte Wissenschaft und Praxis in ähnlichem Ausmass.<sup>15</sup> Doch der akademische Diskurs zur Frage nach dem (unternehmenswert-)optimalen Diversifikationsgrad ist geprägt von sich grundle-

---

<sup>7</sup> Vgl. WIRTZ (2010), S. 197.

<sup>8</sup> Vgl. GEHRKE (1999), S. 15. Unter einer Desinvestition ist in diesem Kontext „eine Reduzierung der Mehrheitsanteile und der damit verbundenen faktischen Kontrolle über einen aktiven Unternehmensteil zur Herauslösung aus dem Verbund des Unternehmens, bei dem ein bewertbares Rumpfgelbde erhalten werden kann“, zu verstehen. Vgl. BÖLLHOFF (2009), S. 14. Ähnlich auch BOEMLE/STOLZ (2002), S. 611; BRAUER (2006), S. 751.

<sup>9</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 1.

<sup>10</sup> Es werden an dieser Stelle weder sämtliche Bestrebungen der Wissenschaft im Detail aufgeführt noch wird Einzelkritik geübt. Vielmehr werden übergeordnete Defizite identifiziert.

<sup>11</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 191.

<sup>12</sup> WIRTZ (2010), S. 197, stellt fest, dass es insbesondere an empirischen Arbeiten im deutschsprachigen Schrifttum mangelt.

<sup>13</sup> LENHARD (2009), S. 3; BÜHNER (2004), S. 1; KIRCHMAIER (2006), S. 1263; VELD/VELD-MERKOULOVA (2009), S. 418.

<sup>14</sup> Zur Begriffsklärung vgl. Abschnitt 2.2.2.

<sup>15</sup> Vgl. statt vieler HUNGENBERG (2002), S. 3.

gend verändernden Anschauungen und Dilemmata.<sup>16</sup> Während in den 1960er und 1970er Jahren zahlreiche Unternehmen auf Diversifizierungsstrategien und die Bildung von Konglomeraten setzten,<sup>17</sup> verfolgte ein Grossteil der Firmen in den 1980ern bis in die 1990er Jahre eine Strategie der (Re-)Fokussierung und den Rückbau hochdiversifizierter Unternehmensstrukturen.<sup>18</sup> Man spricht von der Ära des *Corporate Restructuring*. Getrieben vom Druck des Wettbewerbs, den Forderungen der Kapitalmärkte nach angemessener Verzinsung sowie einer zunehmenden Effizienz des *Markts für Unternehmenskontrolle*<sup>19</sup>, wurde die Desinvestition mancherorts zur Ultima Ratio erhoben. Wertzerstörer sollten eliminiert, Diversifikation sollte massiv zurückgebaut werden; dabei mangelte es dem Vorgehen häufig an einem strategieorientierten Unterbau sowie an theoretischer Fundierung.<sup>20</sup> Ein erneuter Diversifikationstrend kam in den späten 1990er Jahren auf, der auf der Auffassung beruhte, dass im Rahmen der zunehmenden Globalisierung Synergien in grösserem Umfang zu realisieren seien.<sup>21</sup> Das Credo dieser Zeit lautet *Diversifikation um Kernkompetenzen*. Seit dem Jahr 2000 ist indessen abermals eine Abnahme der diversifizierten Konglomerate auszumachen.<sup>22</sup>

Aus den voranstehenden Erläuterungen lassen sich zwei Problemkreise ableiten:

1. *Diversifikation hat Modecharakter*. Die Paradigmenwechsel im Verständnis um die unternehmerische Diversifikation machen deutlich, dass die Beurteilung des als richtig zu erachtenden Diversifikationsgrads und – noch wichtiger – der richtigen Diversifikationsstrategie von zeitlichen Trends beeinflusst wird. Erkenntnisse der Forschung können damit stets nur den Charakter einer Momentaufnahme der aktuellen Umstände annehmen. Trotz, oder gerade wegen, der mittlerweile seit Dekaden andauernden Debatte um den Sinn und Zweck der

<sup>16</sup> Vgl. BOER/BROUNEN/VELD (2005), S. 264; FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 30.

<sup>17</sup> Retrospektiv wird häufig von der *Conglomerate Merger Wave* gesprochen. Vgl. BÜHNER (2004), S. 1 und die dort referenzierte Literatur.

<sup>18</sup> So stellt zum Beispiel HABEL (2000), S. 148, im Zeitraum 1992-1997 am deutschen Kapitalmarkt eine deutliche Tendenz hin zur Unternehmensfokussierung fest. Für Evidenz zum US-amerikanischen Wirtschaftsraum vgl. COMMENT/JARRELL (1995); LICHTENBERG (1990); LIEBESKIND/OPLER (1993); MARKIDES (1990); WILLIAMS/PAEZ/SANDERS (1988).

<sup>19</sup> Der Begriff des *Markets for Corporate Control* wird von Vertretern der *Chicago School*, insbesondere von MANNE (1965), geprägt. Spätestens seit der Arbeit von JENSEN/RUBACK (1983) ist der Terminus in der Finanzmarkttheorie und -forschung fest etabliert. Vgl. BRAUER (2006), S. 753 ff.

<sup>20</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 6.

<sup>21</sup> Vgl. GANTENBEIN (2010), S. 71.

<sup>22</sup> KHORANA ET AL. finden empirische Evidenz für den globalen Rückgang der Anzahl von Konglomeraten. Vgl. KHORANA ET AL. (2011), S. 93.

Diversifikation bleibt das Bild im Hinblick auf ihren Erfolg unklar.<sup>23</sup> HUNGENBERG (2001) fasst treffend zusammen: „Es gibt weder in der Wissenschaft noch in der Praxis eine einheitliche Meinung dazu, ob die Fokussierung auf verwandte Geschäftsfelder oder eine stärkere Diversifikation in unterschiedliche Geschäftsfelder die bessere Strategie ist.“<sup>24</sup> Die Frage, ob Diversifikation oder deren Rückbau Unternehmenswert schafft, ist im Zusammenhang mit Desinvestitionen weder hinreichend noch abschliessend geklärt.

2. *Diversifikation und Desinvestition sind symbiotisch miteinander verbunden.* Ohne Desinvestitionen ist der Rückbau von Diversifikation kaum erreichbar. Bereits RECHSTEINER (1994) hält fest, dass „die quantitative Redimensionierung auf das Gedankengut der Desinvestitionen angewiesen“<sup>25</sup> ist. Nach wie vor ist jedoch ungeklärt, ob Desinvestition Wert schafft, unter welchen Rahmenbedingungen dies geschieht und welche Rolle die Diversifikation einnimmt.<sup>26</sup> Der Interdependenz zwischen Desinvestition und Diversifikation wird im Rahmen dieser Arbeit daher besondere Aufmerksamkeit gewidmet.

Inhaltlich konkretisiert sich die Desinvestition über die Wahl ihrer Ausgestaltung.<sup>27</sup> Besonders eine Transaktionsform rückt dabei in den Fokus der Aufmerksamkeit, von der RECHSTEINER (1994) behauptet, dass sie „im europäischen Raum in der Zukunft ein probates Mittel zur Entflechtung hochdiversifizierter Konzerne darstellen“<sup>28</sup> werde: Der *Spin-off*.<sup>29</sup>

---

<sup>23</sup> Diversifikationskritiker berichten, dass diversifizierte Unternehmen mit einem sogenannten Konglomeratsabschlag (*Conglomerate Discount*) gehandelt werden. Wegweisend sind BERGER/OFEK (1995), LINS/SERVAES (1999) und LAMONT/POLK (2002). Mittlerweile hat sich eine beachtliche Literatur zu der Frage entwickelt, ob der Konglomeratsabschlag tatsächlich existiert. Vertreter einer sogenannten Konglomeratsprämie (*Conglomerate Surplus*) bestreiten die Existenz eines Wertabschlages auf diversifizierte Unternehmen. Sie attestieren dem bislang ergangenen Schrifttum zum Konglomeratsabschlag Mängel im Vorgehen. Allerdings verharrt die Konnotation dieser Arbeiten ebenfalls sehr einseitig auf den wertschöpfenden Eigenschaften der Diversifikation. Für den aktuellen Stand der Diskussion vgl. AMMANN/HOECHLE/SCHMID (2012).

<sup>24</sup> HUNGENBERG (2001), S. 398.

<sup>25</sup> Vgl. RECHSTEINER (1994), S. 2.

<sup>26</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 29.

<sup>27</sup> Vgl. RECHSTEINER (1994), S. 19 ff.; NADIG (1992), S. 11ff; OSTROWSKI (2007), S. 21 ff.; GRAML (1996), S. 14 f.

<sup>28</sup> Vgl. RECHSTEINER (1994), S. 21.

<sup>29</sup> Unter Spin-offs wird die Abspaltung von Unternehmensteilen aus dem Konzernverbund verstanden. Zur ausführlichen Definition vgl. Abschnitt 2.2.1.

Für die Erforschung des Wertbeitrags von Diversifikation sind Spin-offs aus drei Gründen geeignet:<sup>30</sup>

1. *Spin-offs können den Diversifikationsgrad beeinflussen.<sup>31</sup> Ihr Erfolg ist damit unmittelbar mit dem Diversifikationserfolg verknüpft.*
2. *Spin-offs erlauben es, diversifikationsinduzierte Wertveränderungen einzelner Unternehmen zu messen. Damit löst sich die in der Diversifikationsforschung bekannte Problematik der Vergleichbarkeit verschiedener Unternehmen auf.<sup>32</sup>*
3. *Die Untersuchung von Spin-offs ist der Analyse anderer desinvestiver Transaktionsformen vorzuziehen. Mit der Absenz von Zahlungsströmen und Steuerwirkungen entfallen verzerrende Einflussgrößen, welche die Ableitung eindeutiger Ergebnisse erschweren würden.<sup>33</sup>*

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass Spin-offs eine erhebliche praktische und wissenschaftliche Relevanz aufweisen, die in aktuellem Kontext der Aufarbeitung bedürfen. Sicher ist daher Folgendes: Es ist lohnenswert, nach neuen Einsichten und Orientierungshilfen zu forschen und diese im Hinblick auf die Steigerung des Unternehmenswerts nutzbar zu machen.

## 1.2 Zielsetzung

Die voranstehenden Überlegungen zeigen, dass eine wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Spin-off als Desinvestitionsform nicht nur aufgrund seiner Relevanz und fortwährenden Aktualität geboten ist, sondern auch aufgrund einer signifikanten Forschungslücke im Kontext des Unternehmenswerts.

<sup>30</sup> Vgl. zum Beispiel KIRCHMEIER (2006), S. 1266. Auch BURCH/NANDA (2003), S. 70, konstatieren: „*Spinoffs facilitate the investigation of divisional diversity in investment opportunities.*“

<sup>31</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2009), S. 409 f.

<sup>32</sup> HERING/OLBRICH (2004), S. 711, etwa verweisen auf den „Unikatcharakter“ der Unternehmung. Auch LORSON (2004), S. 233, postuliert: „Die Forderung nach Vergleichbarkeit ist ein Zugeständnis an die Realität, wonach keine zwei identischen Unternehmen existieren.“

<sup>33</sup> Vgl. zum Beispiel KIRCHMAIER (2003), S. 4; DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997), S. 258.

Die vorliegende Arbeit fragt nach den Bedingungen und Erfolgsfaktoren einer wertorientierten Abspaltung von Unternehmensteilen.<sup>34</sup> Operationalisiert wird dies über die folgenden Forschungsfragen, deren Beantwortung die Zielsetzung der vorliegenden Arbeit darstellt:

*Frage 1: Wie lässt sich die theoretische und empirische Diversifikationsforschung systematisieren?*

*Frage 2: Welche Rolle nimmt der Spin-off als desinvestive Transaktionsform in der Diskussion um die diversifizierte Unternehmung ein?*

*Frage 3: Schaffen europäische Spin-off-Ankündigungen Unternehmenswert?*

*Frage 4: Welche aus der Diversifikationsforschung ableitbaren Faktoren erklären Werteffekte von Spin-offs?*

### **1.3 Gang der Arbeit**

Neben der Problemstellung und der theseförmigen Zusammenfassung gliedert sich die Arbeit in zwei Hauptteile. Teil I widmet sich zunächst den terminologischen und theoretischen Grundlagen und entwickelt darauf aufbauend ein integriertes Diversifikationsverständnis, in das die Transaktionsform des Spin-offs eingeordnet wird. Die eigene empirische Untersuchung zum Spin-off-Erfolg ist Gegenstand von Teil II.

Der Problemstellung in Kapitel 1 folgend, werden in Kapitel 2 die wissenschaftstheoretische Einordnung vorgenommen, der Spin-off- und der Diversifikationsbegriff expliziert sowie notwendige Abgrenzungen vorgenommen.

Die in der Arbeit eingenommene Erfolgsperspektive wird in Kapitel 3 hergeleitet. Es wird geklärt, warum die Unternehmenswertorientierung einen umfassenden Geltungsanspruch als Handlungsmaxime und als finanzwirtschaftliche Erfolgsgrösse aufweist. Zugleich wird erarbeitet, warum der Marktwert des Eigenkapitals gegenüber einer the-

---

<sup>34</sup> Zum sogenannten *Un-bundling* vgl. HAGEL/SINGER (1999), S. 133 ff.

oretischen Eigenkapitalwertermittlung Vorteile besitzt, wenn es um die Erfolgsbeurteilung von Spin-offs geht.

Kapitel 4 skizziert zunächst die historische Entwicklung der Diversifikation und des Diversifikationsverständnisses. Erstmals werden Managementkonzepte und Theorien mit dem Diversifikationsverhalten der Unternehmenspraxis verbunden. Auf dieser Grundlage werden die relevanten betriebswirtschaftlichen Erklärungsansätze der Diversifikationsbewertung vorgestellt und eine integrierte Perspektive der Unternehmensdiversifikation entwickelt. Anknüpfend an die Einbettung des Spin-offs in die Theorie der Diversifikationsbewertung, werden die bisherigen empirischen Befunde dargestellt, um damit den Forschungsstand zu komplettieren. Mittels der gewählten Systematisierung wird eine Forschungslandkarte gezeichnet, die den Anspruch auf Vollständigkeit erheben darf.

Kapitel 5 beschäftigt sich mit der Konzeption von Untersuchungshypothesen. Diese werden aus der in Kapitel 4 explizierten Theorie und Empirie der Diversifikation abgeleitet. Zugleich werden moderierende Einflussgrößen identifiziert und entsprechende Hypothesen entwickelt. Abschliessend stellt Kapitel 5 sowohl die verwendeten Datenbanken als auch die eingeführten Variablen tabellarisch dar.

Kapitel 6 beschreibt die angewendete Untersuchungskonzeption. Es widmet sich dabei den Möglichkeiten und Grenzen der gewählten Ereignisstudienmethodik, deren Ausgestaltung sowie den Analyseverfahren zur statistischen Hypothesenprüfung dargestellt. Zugleich werden die Anforderungen an das Vorgehen und das Erhebungsdesign für die Stichprobenbildung formuliert.

Eine Zusammenfassung der Ergebnisse findet sich in Kapitel 7. Eingangs werden deskriptive Analysen zur Stichprobe und die Ergebnisse der Ereignisstudie erläutert, darauf aufbauend die Ergebnisse der univariaten Analysen sämtlicher Erfolgsfaktoren sowie die Resultate der multivariaten Untersuchungen beschrieben.

Das abschliessende Kapitel 8 unterzieht die Arbeit einer Schlussbetrachtung. Die wichtigsten Argumente und Ergebnisse werden thesenförmig zusammengefasst, dabei kritisch reflektiert und schliesslich Implikationen für Wissenschaft und Praxis abgeleitet. Einen Überblick über den Gang der Arbeit bietet Abbildung 1.

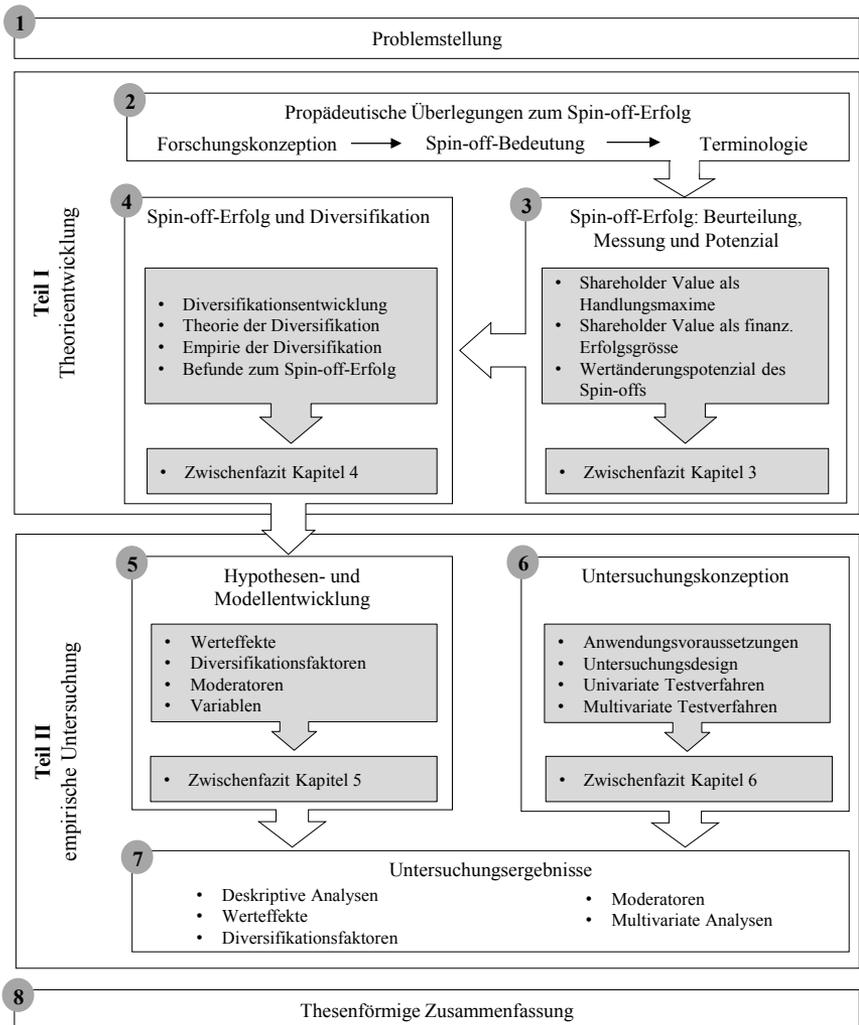


Abbildung 1: Gang der Arbeit (Quelle: Eigene Darstellung)

## **Teil I: Theorieentwicklung**

---

Kapitel 2: Propädeutische Überlegungen zum Spin-off-Erfolg

Kapitel 3: Spin-off-Erfolg: Beurteilung, Messung und Potenzial

Kapitel 4: Spin-off-Erfolg im Verhältnis von Diversifikation und Konzentration

## **Überblick Kapitel 2**

Kapitel 2 befasst sich mit der Konzeption des Forschungsdesigns, der Bedeutung der Spin-offs sowie mit der terminologischen Einordnung und Abgrenzung der wichtigsten Begrifflichkeiten. Damit erhält dieses Kapitel propädeutischen Charakter. Die Zielsetzung des nachfolgenden Kapitels erschöpft sich nicht in der Diskussion bestehender Definitionsansätze, sondern greift die betriebswirtschaftliche Theorie auf und entwickelt das Begriffsverständnis weiter.

Abschnitt 2.1 beschäftigt sich zunächst mit der wissenschaftstheoretischen Ausrichtung der Arbeit, die sich – angelehnt am kritischen Rationalismus – eines iterativen Forschungsvorgehens bedient. In Abschnitt 2.2 werden die konstatierte Forschungslücke und das methodische Vorgehen anhand der Bedeutung und bislang unzureichenden Aufarbeitung des Desinvestitionsphänomens legitimiert. Abschnitt 2.3 definiert schliesslich die Begriffe „Spin-off“, „Diversifikation“ und „Konzentration“ und grenzt diese ab, soweit es die komplexe Natur der Phänomene zulässt.

## Kapitel 2

### Propädeutische Überlegungen zum Spin-off-Erfolg

*„Für jedes Vorhaben sollte am Beginn eine ‚Zielprojektion‘ stehen, die eine Vorstellung von dem angestrebten Ergebnis vermittelt.“*

PETER PAGÉ (\*1939)

#### 2.1 Wissenschaftstheoretische Einordnung und allgemeine Forschungskonzeption

„Massstab für wissenschaftlichen Fortschritt [...] ist weniger der Zuwachs in der Erkenntnissicherung als vielmehr der Zuwachs im Verständnis und der dadurch [...] möglichen Beherrschung der Realität.“<sup>35</sup> Diesem Postulat KUBICEKS (1977) folgend, befasst sich die vorliegende Arbeit mit dem Entwurf eines in sich geschlossenen Spin-off-Verständnisses, das auf der Diversifikationsforschung beruht.<sup>36</sup>

Die Konzeption des empirischen Forschungsvorgehens basiert auf einem theoretischen Fundament. Das Vorverständnis zum Thema ist von einer umfangreichen Literaturanalyse und von Gesprächen mit Vertretern aus Wissenschaft und Praxis geprägt, das sich in einem Theorieentwurf synthetisiert. Dieser stellt den konzeptionellen Rahmen dar,<sup>37</sup> er konkretisiert die erarbeiteten Überlegungen zur Diversifikation in einem Aussage- bzw. Hypothesensystem.

<sup>35</sup> Vgl. KUBICEK (1977), S. 7.

<sup>36</sup> Dabei wird die betriebliche Wirklichkeit, aufbauend auf einem wissenschaftstheoretischen Verständnis, das sich am „Kritischen Rationalismus“ anlehnt, erfasst und erklärt. Hauptvertreter der philosophisch-erkenntnistheoretischen Denkrichtung des „Kritischen Rationalismus“ sind KARL RAIMUND POPPER und HANS ALBERT. Deren Programm geht aus der geistigen Auseinandersetzung mit dem logischen Positivismus des Wiener Kreises hervor. Vgl. HAUSER (2003), S. 10; KROMREY (2009), S. 27 ff.

<sup>37</sup> Der Theorieentwurf weist im engeren Sinne nicht sämtliche Merkmale auf, die in der Wissenschaftstheorie mit einer „wohl-strukturierten Theorie als System von Hypothesen“ verbunden werden. Vgl. KIRSCH/SEIDL/AAKEN (2007), S. 22.

Die empirisch-quantitative Studie vergleicht die statistischen Zusammenhänge mit dem theoretischen Gedankengerüst. Der wissenschaftliche Fortschritt vollzieht sich in der empirischen Falsifikation von zuvor als andersartig vermuteten Wirkungsweisen zwischen Spin-off-Ankündigungen und dem Unternehmenswert.<sup>38</sup> Die Hypothesenüberprüfung stellt demnach das handwerkliche Medium für den Erkenntnisgewinn dar.<sup>39</sup> Das Forschungsdesign basiert somit auf einer analytisch-nomologischen Grundposition der Erfahrungswissenschaft. Wissen kann nur durch Auseinandersetzung und Beobachtung der Wirklichkeit gefunden und abgesichert werden.<sup>40</sup> Das Forschungsvorgehen ist in Abbildung 2 dargestellt.

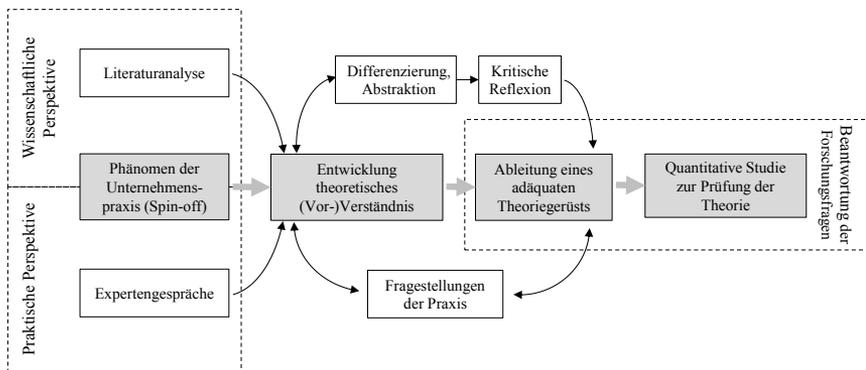


Abbildung 2: Übergeordnetes Forschungsvorgehen (Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Friedli [2003], S. 33)

<sup>38</sup> Die aus der Theorie abgeleiteten Hypothesen werden mit dem Ziel ihrer Widerlegung mit empirischen Beobachtungen konfrontiert. Dabei werden nur diejenigen Hypothesen vorläufig akzeptiert, die allen Versuchen der Falsifikation standhalten. Es kann daher zwar keine – im Sinne des „Kritischen Rationalismus“ – endgültige Wahrheit aufgezeigt, wohl aber tiefere Erkenntnisse gewonnen werden. Vgl. POPPER (1973).

<sup>39</sup> Vgl. KUBICEK (1977), S. 9. Damit steht die vorliegende Arbeit klar im Widerspruch etwa zur Sichtweise der *Grounded Theory*, die postuliert, dass in der empirischen Forschung ein rein induktives Vorgehen zu wählen sei. Vgl. EISENHARDT (1989), S. 532.

<sup>40</sup> Vgl. KROMREY (2009), S. 20. Das gewählte Forschungsvorgehen spiegelt die Prinzipien der Wertneutralität und das der intersubjektiven Nachprüfbarkeit wider, wobei die Gütekriterien der empirisch-quantitativen Forschung (Objektivität, Reliabilität und Validität) gleichermaßen Beachtung finden. Vgl. KÜCHLER (1983), S. 17; TREUMANN (1986), S. 194; MAYRING (1990), S. 100 f.; FLICK (1991). LIENERT (1989), S. 12, nennt als Nebengütekriterien der quantitativen Forschung die Wirtschaftlichkeit, Nützlichkeit, Normierung und Vergleichbarkeit.

## 2.2 Bedeutung des Spin-offs

### 2.2.1 Bedeutung in der Unternehmenspraxis

Die Entwicklung der Transaktionszahlen im vergangenen Jahrzehnt belegt, dass sich der Spin-off sowohl im Hinblick auf seine Häufigkeit als auch im relativen Vergleich zu den Volumina im Bereich von *Mergers & Acquisitions*<sup>41</sup> (*M&A*) als bedeutendes Instrument zur Entflechtung von Ressourcenbindungen und damit zur Bewältigung des unternehmensexternen Wandels etabliert hat; Letzteres gilt insbesondere für den europäischen Wirtschaftsraum. Abbildung 3 und Abbildung 4 illustrieren diese Entwicklung.

Die Nutzung der Desinvestition erreicht ihr volles Potenzial allerdings kaum. Die Begriffe *Desinvestition*, *Rückbau* und *Schrumpfung* sind negativ konnotiert.<sup>42</sup> Dies führt zu einer negativen psychologischen Atmosphäre, die mitunter von einer restriktiven Informationspolitik der Unternehmen begleitet wird.<sup>43</sup> Rückzug und Schrumpfung werden von vielen Beteiligten als Niederlage beurteilt. Die negative Grundhaltung wirkt hemmend auf das Management; desinvestive Transaktionen werden oftmals zu spät initiiert.<sup>44</sup> Die Stigmatisierung der Desinvestition ist überdies mitverantwortlich für die Überschaubarkeit der vorliegenden wissenschaftlichen Erkenntnisse zum Spin-off-Phänomen.<sup>45</sup>

Grund für die negativen Vorurteile gegenüber der Desinvestition ist unter anderem, dass diese häufig mit der Korrektur von Managementfehlern oder vorangegangenen Fehlinvestitionen gleichgesetzt werden.<sup>46</sup> Diese Einschätzung ist allerdings nicht durchweg zutreffend. Gerade jüngere Studien zeigen, dass Desinvestition weder zwingend in Managementfehlern wurzeln noch ausschliesslich für das Rückgängigmachen von Investitionen stehen.<sup>47</sup> Desinvestitionen haben sich vielmehr als wachstumsrele-

<sup>41</sup> Unter *Mergers & Acquisitions* werden Transaktionen verstanden, bei denen ein Unternehmen (Käuferunternehmen oder Akquisitionssubjekt) eine Mehrheits-, Dreiviertelmehrheits- oder Eingliederungsbeitrag an einem anderen Unternehmen (gekauft Unternehmen oder Akquisitionsobjekt) erwirbt. Dabei gibt das gekaufte Unternehmen seine Selbständigkeit auf. Vgl. BACHMANN (2008), S. 1.

<sup>42</sup> Vgl. RECHSTEINER (1994), S. 10 und die dort referenzierte Literatur.

<sup>43</sup> OSTROWSKI (2007), S. 6.

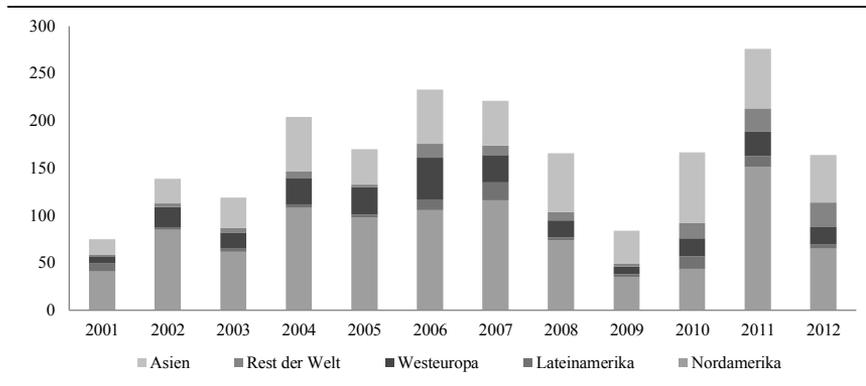
<sup>44</sup> Vgl. PRICEWATERHOUSECOOPERS (2012), S. 3. RECHSTEINER (1994), S. 11, hält fest, dass ein frühzeitiger Entschluss zur Desinvestition erfolgsentscheidend ist.

<sup>45</sup> Vgl. zum Beispiel FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 17; OSTROWSKI (2007), S. 8.

<sup>46</sup> Vgl. BOOT (1992); MARKIDES/SINGH (1997).

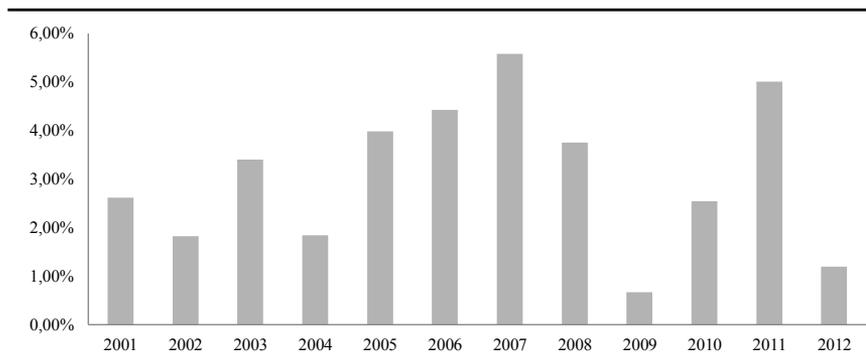
<sup>47</sup> Verschiedene Studien zeigen, dass Desinvestitionen häufig von Wachstumsgedanken im Kerngeschäft motiviert sind und gerade nicht mit vorangegangenen Fehlinvestitionen in Zusammenhang stehen. Vgl. KPMG (2002); ACCENTURE (2003).

vant und wettbewerbskritisch bei der Adaption an veränderte Umweltbedingungen erwiesen.<sup>48</sup>



Datenquelle: BLOOMBERG

Abbildung 3: Anzahl durchgeführter Spin-offs 2001-2012 (Eigene Darstellung)



% beschreibt den prozentualen Anteil der Spin-off-Transaktionsvolumen im Verhältnis zum M&A-Transaktionsvolumen. Die Daten sind auf globaler Basis erhoben. Datenquelle: BLOOMBERG

Abbildung 4: Spin-off-Volumina im Verhältnis zur M&A-Tätigkeit 2001-2012 (Eigene Darstellung)

<sup>48</sup> Vgl. CHOUDHURY (1979), S. 106.

### 2.2.2 Bedeutung in der betriebswirtschaftlichen Literatur

Die Aktualität des Desinvestierens vor dem Hintergrund ihrer allgegenwärtigen und gewichtigen Rolle im unternehmerischen Alltag sowie im Kontext der Diskussion um die Diversifikation führt zu der Frage, ob die betriebswirtschaftliche Forschung ausreichend Hilfestellung für die Unternehmenspraxis bietet.<sup>49</sup>

In den 1980er Jahren, in denen das Desinvestitionsphänomen in der Unternehmenspraxis deutlich an Bedeutung gewinnt, beginnt sich auch die Wirtschaftswissenschaft der Thematik anzunehmen.<sup>50</sup> Zentrales Moment der Überlegungen ist die beobachtete Abkehr vom Diversifikationstrend. Es wird angeführt, dass insbesondere Unternehmen mit mangelnder *Corporate Governance*, grossen Mengen an freier Liquidität und begrenzten Wachstumsmöglichkeiten in den Kerngeschäftsbereichen zu Diversifikation neigen.<sup>51</sup> Desinvestitionen werden als Instrument der Wertsteigerung und der Disziplinierung des Managements anerkannt. Dennoch wird grundsätzlich die Auffassung vertreten, dass in unternehmerischen Desinvestitionen das blosses Spiegelbild von Akquisitionsaktivitäten zu sehen und die bestehenden Erkenntnisse aus der wachstumsorientierten Forschung „unter umgekehrten Vorzeichen weitestgehend unverändert auf Desinvestitionen“<sup>52</sup> übertragbar seien. Eine gesonderte und eigenständige Beschäftigung mit der Desinvestition erübrige sich, so die Argumentation.<sup>53</sup> Bereits früh bemerkt LOVEJOY (1971): „*Much has been written about the subjects of M&A, but little attention has been given in the literature to the subject of [...] divestitures.*“<sup>54</sup> Gleiches hat auch 35 Jahre danach Gültigkeit. BRAUER (2006) stellt zur Übertragbarkeit des Wissens der *M&A*- auf das der Desinvestitionsforschung fest: „*In sum, this misconception thus greatly depressed the research interest in divestitures compared to M&A.*“<sup>55</sup> Schliesslich bestätigt auch OSTROWSKI (2007), dass sich „insbesondere im Vergleich zur umfangreichen Akquisitionsliteratur ein Forschungsdefizit identifizieren“<sup>56</sup> lässt.

<sup>49</sup> Es werden weder bereits sämtliche Bestrebungen der Wissenschaft im Detail aufgeführt noch wird Einzelkritik geübt, sondern Forschungsdefizite und fehlgeleitete Denkmuster werden identifiziert.

<sup>50</sup> Vgl. DONALDSON (1994), S. 160 f.; GRANT (2005), S. 448. Eine historische Aufarbeitung findet sich bei BRAUER (2006), S. 753.

<sup>51</sup> Vgl. MUELLER (1969); JENSEN (1986).

<sup>52</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 5.

<sup>53</sup> Vgl. BUCHHOLZ/LUBATKIN/O'NEILL (1999), S. 633.

<sup>54</sup> LOVEJOY (1971), S. 2.

<sup>55</sup> BRAUER (2006), S. 754.

<sup>56</sup> OSTROWSKI (2007), S. 5.

Die Sichtweise, dass sich eine Desinvestition stets nur aus einer vorangegangenen Akquisition ergebe, eine eigenständige Desinvestitionsforschung deshalb vernachlässigbar sei, ist unzutreffend.<sup>57</sup> Die Anzahl der Desinvestitionen in den 1980er Jahren übersteigt die der vorangegangenen Akquisitionen bei Weitem.<sup>58</sup> Überdies findet sich Evidenz dafür, dass die Desinvestitionen der 1980er Jahre nicht selten mit einem unzureichenden internen Kontrollsystem verknüpft und daher nicht primär auf Akquisitionen zurückzuführen sind.<sup>59</sup> Bereits HAYES (1976) betont: „*Divestitures require different approaches, different kinds of information, different methods of analysis, and different management practices.*“<sup>60</sup> Dennoch sollten „Überschneidungen der beiden Problembereiche [...] nicht grundsätzlich negiert werden“<sup>61</sup>. Insbesondere im Themenkomplex der Diversifikationsbewertung finden Erklärungsansätze in identischen betriebswirtschaftlichen Theoriesträngen ihren Ursprung.

Ein Blick in die Literatur offenbart zunächst eine ganze Reihe einschlägiger Arbeiten, womit sich der Vorwurf der Geringschätzung des Desinvestitionsphänomens in der Forschung – geht man von der blossen Anzahl der ergangenen Beiträge aus – vorerst relativiert.<sup>62</sup> Allerdings ist eine fragmentierte und undifferenzierte Darstellung im Kontext der Desinvestitionen feststellbar; uneinheitliche Terminologie und divergierende Denkschulen erschweren die Vergleichbarkeit zusätzlich. Neben dem Mangel an empirischen Arbeiten und den bestehenden Irrtümern zur Unabhängigkeit der Desinvestitionsforschung, sind im Hinblick auf die Problemstellung die nachfolgend dargestellten inhaltlichen Problemkreise des kapitalmarktorientierten Schrifttums identifizierbar.

### *Monokausale Erklärungsansätze bisheriger Erkenntnisse*

Die Literatur evaluiert die Frage nach dem Erfolg von Desinvestition regelmässig anhand ihrer Wirkung auf den Aktienkurs. Nicht selten werden dabei positive Aktienkursreaktionen rund um die Ankündigung von Desinvestitionstätigkeit festgestellt.<sup>63</sup>

---

<sup>57</sup> Vgl. BLUMENTRITT (1993), S. 31 f. Zur Diskussion um die Übertragbarkeit vgl. LINDGREN/SPANGBERG (1981); BODDEWYN (1983); FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 26.

<sup>58</sup> Vgl. KAPLAN/WEISBACH (1992); PORTER (1987).

<sup>59</sup> Vgl. BERGH (1997).

<sup>60</sup> HAYES (1976), S. 56.

<sup>61</sup> OSTROWSKI (2007), S. 6.

<sup>62</sup> Zur Kritik an der Vernachlässigungsthese vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 26.

<sup>63</sup> Vgl. MILES/ROSENFELD (1983); SCHIPPER/SMITH (1984); JAIN (1985); COPELAND ET AL. (1987); SEIFERT/RUBIN (1989); GERTNER/POWERS/SCHARFSTEIN (2002); KIRCHMAIER (2003); RÜDISÜLI (2005).

Investoren verknüpfen demnach häufig positive Erwartungen mit der Ankündigung desinvestiver Transaktionen. Allerdings werden häufig auch signifikant negative Durchschnittseffekte auf den Aktienkurs der desinvestierenden Gesellschaft gemessen.<sup>64</sup> Es stellt sich die Frage, ob sich die Wissensbasis um den Erfolg von Desinvestitionen mit diesen ambivalenten Erkenntnissen bereits erschöpft.<sup>65</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002) bemerkt treffend, dass „der bloße Hinweis auf positive Reaktionen der Kapitalmärkte wenig hilft“<sup>66</sup>. Eine genauere Analyse der bestehenden Literatur zeigt, dass die Hinweise zum Ursprung der Werteffekte tatsächlich unzureichend aufgearbeitet sind. Zur Erklärung der Kapitalmarktreaktionen wird häufig lediglich auf monokausale Erklärungsansätze, wie die Reduktion des Diversifikationsgrads, rekuriert, ohne weitere differenzierende Faktoren ins Kalkül zu ziehen, eine tiefergehende theoriegeleitete Untersuchung der Werteffekte vorzunehmen oder diese gar in einen ganzheitlichen Bezugsrahmen einzuordnen.<sup>67</sup> Diesem Umstand ist es zugleich geschuldet, dass die zentralen Erfolgsfaktoren bislang nicht zufriedenstellend identifiziert sind.<sup>68</sup> Nach diesen ist eine Unternehmensstrategie allerdings auszurichten, möchte man nachhaltig Shareholder Value generieren.<sup>69</sup> Zwar beginnen sich einige wenige Arbeiten der jüngeren Vergangenheit auch mit möglichen Determinanten der Kursreaktionen zu beschäftigen, dennoch ist das Bild bislang unzureichend differenziert.<sup>70</sup>

### *Ausstehende Einbettung der Erkenntnisse in die Diversifikationsforschung*

Aufgrund der oftmals zu kurz greifenden, monokausalen Zusammenhangsvermutungen mangelt es dem Schrifttum auch an einer ganzheitlichen Aufarbeitung der Theorie und darauf aufbauend an hypothesengeleiteter Empirie zur Desinvestitionsproblematik. Zwar postuliert WELGE (1981) „Ansätze zu einer Theorie der internationalen Desinvestition“<sup>71</sup>, dennoch fehlt eine stringente Anbindung an die Diversifikationstheo-

<sup>64</sup> Vgl. MASULIS/KORWAR (1986); SCHILL/ZHOU (2001). Auch DENNING/SHASTRI (1990) finden mitunter negative Aktienkursreaktionen.

<sup>65</sup> Eine zusammenfassende Darstellung der empirischen Studien bieten zum Beispiel KAISER/STOURAITIS (1995); BRAUER (2006).

<sup>66</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 29.

<sup>67</sup> Vgl. COMMENT/JARRELL (1995); DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997); VELD/VELD-MERKOULOVA (2004).

<sup>68</sup> Vgl. WIRTZ (2010), S. 197.

<sup>69</sup> Vgl. THAKOR/DEGRAFF/QUINN (2001), S. 282.

<sup>70</sup> Für den angelsächsischen Raum vgl. KAISER/STOURAITIS (2001), VIJH (2002) sowie ELSAS/LÖFFLER (2001). Für den deutschen Kapitalmarkt vgl. STIENEMANN (2003).

<sup>71</sup> WELGE (1981), S. 143 ff.

rie.<sup>72</sup> Die Frage, ob Diversifikation oder deren Rückbau Unternehmenswert schafft, ist im Zusammenhang mit Desinvestitionen weder hinreichend noch abschliessend geklärt. Zwar verdichten sich die Hinweise, dass Spin-offs, welche mit der Entflechtung von Diversifizierung verbunden werden, Wert zu generieren vermögen,<sup>73</sup> dennoch sind die Ursachen im Hinblick auf die bestehenden Theoriestränge nicht aufgearbeitet.

### *Fehlender Strategiebezug*

Im Rahmen von Unternehmenstransaktionen stellen Spin-offs eine strategische Herausforderung für die Unternehmung dar, die konsequent geplant, erfolgsorientiert gesteuert und nachhaltig umzusetzen ist.<sup>74</sup> Gleichwohl sind strategieorientierte Beiträge, die sich der Desinvestitionsforschung zuordnen lassen und Kapitalmarktbezug aufweisen, selten.<sup>75</sup> Erschwerend lässt sich feststellen, dass deren bisherige Erkenntnisse nicht konsistent sind.<sup>76</sup>

Eine empirische Untersuchung im Hinblick auf die Werteffekte von Spin-offs, verknüpft mit dem Gedankengut der Diversifikationstheorie, ist gänzlich ausstehend. Obschon die Literatur Hinweise darauf gibt, dass dauerhaftes Unternehmenswachstum und Wertgenerierung – zumindest ressourcentheoretisch – nur mittels Reorganisation erreichbar sind.<sup>77</sup> Feststellbar ist ebenfalls, dass, ähnlich zur Definition des Strategiebegriffs, auch zur Kräftekonzentration bislang keine methodisch deduktive, präzise und damit für die Methodik der Ereignisstudie operationalisierbare Auslegung vorliegt.<sup>78</sup>

---

<sup>72</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 29, stellt fest, dass nach wie vor ungeklärt ist, ob Desinvestition Wert schafft, welche Rahmenbedingungen dies beeinflussen und welche Rolle die Diversifikation einnimmt.

<sup>73</sup> Vgl. MARKIDES (1992); VELD/VELD-MERKOULOVA (2008).

<sup>74</sup> Vgl. GRUBE/TÖPFER (2002), S. 1.

<sup>75</sup> Vgl. BRAUER (2006), S. 771. Beispiele der seltenen Arbeiten mit explizitem Strategiebezug sind die von BORDE/MADURAL/AKHIGBE (1998); KAISER/STOURAITIS (2002); BARTSCH/BÖRNER (2007).

<sup>76</sup> Während MARKIDES (1992) und BARTSCH/BÖRNER (2007) von positiven Kursreaktionen bei der desinvestierenden Gesellschaft berichten, finden FERRIS/WRIGHT (1997) indessen negative abnormale Renditen.

<sup>77</sup> Vgl. BURMANN (2002), S. 18 f.

<sup>78</sup> Eine operationalisierte Form des Strategiebegriffs bieten BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 4.

*Unzureichende Aktualität und reaktionäre Beiträge*

Die Ausführungen zur Aktualität der Desinvestition zeigen, dass die dahinterliegende Motivation einem Wandel unterworfen ist, der von Managementmoden getrieben wird. Es ist anzunehmen, dass die Stimmungslage an den Kapitalmärkten zu einer Desinvestition entscheidenden Einfluss auf ihren Erfolg hat.<sup>79</sup> Dennoch belegt ein Blick in das Schrifttum, dass kaum aktuelle Untersuchungen existieren. Viele der frühen Arbeiten sind geprägt vom Restrukturierungsboom der 1980er und 1990er Jahre; dabei spiegelt die Behandlung der Themen in gewisser Art und Weise die geltenden Managementlehren wider.<sup>80</sup> Ob die gefundenen Erkenntnisse weiter Gültigkeit aufweisen, oder ob sich diese mittlerweile etwa aufgrund eines differenzierteren Verständnisses von Wertschöpfungsmechanismen in Konzernen verändert haben, ist weitestgehend unerforscht. Die chronologische Analyse der Literatur offenbart zugleich, dass theoretische Arbeiten zur Erklärung von Wertschöpfungsmechanismen von Desinvestitionen zeitlich verzögert zu den Trends der Praxis erscheinen. Vor diesem Hintergrund erscheint das Schrifttum reaktionär und bietet kaum hinreichende Güte im Sinne der Prognosefähigkeit von Aktienkursreaktionen im Kontext aktueller Spin-off-Transaktionen.

*Ausstehende Erkenntnisse für den europäischen Wirtschaftsraum*

Aufgrund der jungen Vergangenheit von Spin-offs in Europa, liegen für diesen geografischen Rahmen bislang kaum aussagekräftige Erkenntnisse zum Spin-off-Phänomen vor.<sup>81</sup> Grund hierfür ist, dass der Spin-off für viele Unternehmen erst seit 1990 aufgrund der rechtlich vollzogenen Vermeidung von Doppelbesteuerung eine Möglichkeit zur Entflechtung von Konzernstrukturen darstellt. Den ohnehin spärlichen Beiträgen der Wissenschaft mangelt es nicht selten an einer theoretischen Erklärung der Forschungsergebnisse sowie an einer theoretischen Gesamtschau. Geradezu typisch ist das unreflektierte Übernehmen von Deutungsversuchen, die sich im angelsächsischen Raum bewährt haben. Ob die dort auszumachenden Erkenntnisse jedoch auf Europa übertragbar sind, ob Desinvestitionen Wert schaffen oder vernichten und unter welchen Bedingungen sie dies tun, ist nur unzureichend aufgearbeitet.

---

<sup>79</sup> Ähnlich auch LENHARD (2009), S. 3.

<sup>80</sup> Eine Umkehrung der Werteffekte ist etwa dann vorstellbar, wenn der Fokussierungstrend der 1990er Jahre zu Unternehmensstrukturen geführt hat, die bereits aus einer geringen Erhöhung des Diversifikationsgrads erheblichen Nutzen ziehen könnten.

<sup>81</sup> Vgl. BÜHNER (2004), S. 1; KIRCHMAIER (2006), S. 1263; VELD/VELD-MERKOULOVA (2009), S. 418.

## 2.3 Terminologische Grundlegung

### 2.3.1 Begriff des Spin-offs

#### 2.3.1.1 Definition des Spin-offs

Erstmalig treten Spin-offs in den 1920er Jahren in den USA auf. Dort sind sie seit den 1950er Jahren zu einem weit verbreiteten Instrument der Unternehmensrestrukturierung avanciert.<sup>82</sup> In Kontinentaleuropa haben sie sich jedoch erst seit Mitte der 1990er Jahre zu einer gebräuchlichen Transaktionsform entwickelt, wobei sie hier seither zunehmende Bedeutung erlangen.<sup>83</sup> Abbildung 5 stellt das Spektrum der in der Literatur mit dem Spin-off verbundenen Eigenschaften zum Rückbau diversifizierter Unternehmen dar.

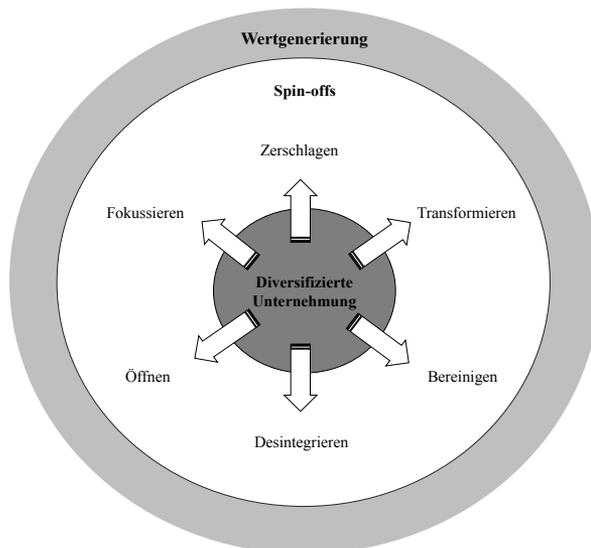


Abbildung 5: *Der Spin-off zur Entflechtung diversifizierter Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an FRIEDRICH VON DEN EICHEN [2002], S. 15)*

<sup>82</sup> Die erste Erwähnung von Spin-offs im Rahmen der US-amerikanischen Gesetzgebung findet sich im *Revenue Act* von 1924, wobei die Formulierung und Definition dort unpräzise bleibt. Diesem Umstand ist es auch geschuldet, dass Spin-offs bis zu ihrem temporären Verbot im Jahr 1934 zum Zweck der Steuerumgehung genutzt werden. Vgl. *REVENUEACT* (1924). Erst 1951 werden Spin-offs erneut legalisiert. Die heute geltende Regelung geht auf die *Section 355* des *Internal Revenue Code (IRC)* von 1954 zurück. Vgl. *INTERNALREVENUEACT* (1954). Ausführlich hierzu vgl. KIRCHMEIER (2006), S. 1265.

<sup>83</sup> Hintergrund ist die Verabschiedung der europäischen Richtlinie 90/434/EWG über das „gemeinsame Steuersystem für Fusionen, Spaltungen, die Einbringung von Unternehmensteilen und den Austausch von Anteilen, die Gesellschaften verschiedener Mitgliedstaaten betreffen“ („Fusionsrichtlinie“) vom 23. Juli 1990, in der die gesetzliche Grundlage für steuerfreie Spin-off-Transaktionen geschaffen wird. Vgl. *FUSIONSRICHTLINIE* (2005).

Die Analyse der Spin-off-Literatur offenbart eine vielfältige und undifferenzierte Begriffsverwendung. Synonym zum Spin-off werden die Begriffe „Disposal“, „Demerger“, „Sell-off“, „Divestment“ und „Divestiture“ verwendet.<sup>84</sup> Dabei wird der Spin-off meist kurz beschrieben als „Form der Desinvestition, wobei ein Unternehmensteil veräußert wird, der das Merkmal selbständiger Fortführbarkeit aufweist“<sup>85</sup>.

Diese Sichtweise wird den spezifischen Besonderheiten einzelner Transaktionen und den stark divergierenden Erscheinungsformen allerdings nicht gerecht. Eine derart weit gefasste und kaum trennscharfe Definition scheidet für eine wissenschaftliche Analyse aus. Sie differenziert weder, in welcher Form sich die abgespaltene Einheit vor der Transaktion präsentiert, noch, wer als Erwerber auftritt. Ein solches Begriffsverständnis kann deshalb lediglich im Sinne allgemein gehaltener Aussagen verwendet werden und für eine Arbeitsdefinition nicht konstituierend sein. Für den Zweck der wissenschaftlichen Abgrenzung empfiehlt es sich daher, eine eng gefasste, spezifische Begriffsdefinition vorzunehmen. Tabelle 1 zeigt einen synoptischen Überblick zu ausgewählten Definitionsansätzen von Spin-offs, auf deren Basis zentrale Wesensmerkmale herausgearbeitet werden.

Autor(en)	Definition
HITE/OWERS (1983)	<i>A spin-off [...] results in the creation of an independent firm with a corresponding reduction in the asset base of the divestor. The assets divested may be transferred to a newly organized and incorporated firm whose shares are distributed to the original shareholders of the divestor firm. Alternatively, the divestor may transfer the stock of an incorporated subsidiary to its shareholders. In either case, the distribution of the unit's shares is on a pro-rata basis to the original stockholders.</i>

*Fortsetzung Tabelle auf nächster Seite*

<sup>84</sup> Eine umfangreiche Darstellung der Verwendung von Synonymen zum Begriff des Spin-offs findet sich bei NADIG (1992), S. 8. Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird das aus der US-amerikanischen Literatur stammende Spin-off-Verständnis mit dem in Deutschland bekannten Umwandlungsrechtlichen Sachverhalt der *Unternehmensabsplaltung* gleichgesetzt. Vgl. KIRCHMAIER (2006), S. 1263.

<sup>85</sup> Ein ähnliches Verständnis findet sich zum Beispiel bei CAYTAS/MAHARI (1988), S. 379, HELBLING (1989), S. 174 ff. und STEINMANN (1989), S. 99. Selten wird in der Literatur auch die Meinung vertreten, dass Spin-offs nicht als Desinvestitionsform zu betrachten sind. So beispielsweise BRÜGGEHOFF (1992), S. 173 und MASELLI (1997), S. 35. Diese Auffassung wird in der vorliegenden Arbeit – wie in der überwiegenden Lehrmeinung – nicht geteilt.

*Fortsetzung Tabelle*

- MILES/ROSEN-  
FELD (1983) *A spin-off occurs when a company distributes all of the common shares it owns in a controlled subsidiary to its existing shareholders, thereby creating a separate public company.*
- SCHIPPER/SMITH  
(1983) *A spin-off divides one firm into two; current shareholders receive a pro-rata distribution of separate equity claims on a subset of the original firm's net assets.*
- ARON (1991) *A spinoff is a form of corporate divestiture in which the original corporation is separated into two corporations, each with separately traded stock. The stock of the spun-off division is distributed on a pro rata basis to shareholders of the original corporation, so that the owners of the original firm remain the owners of the separate firms, and no cash is generated for either the parent or the spinoff. After the spinoff, the newly created firm has stock that trades independently of the parent corporation and reflects the operations of that division alone.*
- DALEY ET AL.  
(1996) *A spinoff occurs when a firm creates a subsidiary to hold a portion of its assets, and then distributes the shares of the subsidiary to its shareholders to create an independent company.*
- RAMU (1999) *One or more divisions of a quoted company is separated from the parent company and becomes independent. This is separately quoted in the stock market though the ownership may remain with the shareholders of the original business. This is called spin-off or demerger.*
- DITTMAR (2004) *A spin-off is a pro rata distribution of the stock of a subsidiary to existing shareholders. The subsidiary may be an existing division or a newly created subsidiary of the parent. At the time of the spin-off, the subsidiary becomes a freestanding company. No funds are raised in a spin-off, and neither firm revalues its assets.*

*Fortsetzung Tabelle auf nächster Seite*

*Fortsetzung Tabelle*

VELD/VELD-MERKOULOVA (2004)	<i>A spin-off is a pro-rata distribution of the shares of a firm's subsidiary to the shareholders of the company. No cash transaction takes place. After the spin-off, the shareholders of the parent company hold shares in both the parent company and the subsidiary.</i>
KIRCHMAIER (2006)	<i>Abspaltung einer im Vollbesitz einer börsennotierten Unternehmung befindlichen Tochtergesellschaft oder eines betriebsfähigen Bereichs in eine unabhängige Organisation. Damit ist Demerger die Übersetzung des amerikanischen Begriffs „Spin-off“ bzw. des deutschen Begriffs „Abspaltung“ ins britische Englisch.</i>
BREALEY ET AL. (2008)	<i>A spin-off is a new, independent company created by detaching part of a parent company's assets and operations. Shares in the new company are distributed to the parent company's stockholders.</i>

---

*Tabelle 1: Synoptische Auswahl bestehender Definitionsversuche der Literatur zu Spin-offs*

Die teleologische Untersuchung der vorgestellten Definitionsversuche ergibt die nachfolgenden Spin-off-Charakteristika:<sup>86</sup>

*Desinvestition eines Unternehmensteils*

Das wohl wichtigste Merkmal bei der Mehrheit der vorgestellten Definitionen ist die *Desinvestition eines Unternehmensteils*. Hierbei wird die Sichtweise vertreten, dass es sich bei der abgespaltenen Einheit um eine Tochtergesellschaft der abspaltenden Gesellschaft handeln muss. Damit wird das im breiteren Verständnis vorkommende Kriterium der selbständigen Fortführbarkeit aufgegriffen.

---

<sup>86</sup> Aus Gründen der Kongruenz zur Literatur wird die abspaltende Gesellschaft im Folgenden als Muttergesellschaft oder Spin-off-Subjekt, die abzuspaltende Einheit als Tochtergesellschaft oder Spin-off-Objekt bezeichnet. Dies, obschon die Tochtergesellschaft unter Umständen nur zum Zweck des Spin-offs gegründet wird und ungeachtet dessen, dass nach der Transaktion keine Mutter-Tochter-Beziehung im eigentlichen Sinne vorherrscht.

### *Rechtliche und wirtschaftliche Selbständigkeit*

Der abgespaltene Unternehmensteil muss zumindest organisatorisch eine Einheit darstellen.<sup>87</sup> Er ist durch das Erbringen selbständiger Marktleistungen gekennzeichnet.<sup>88</sup> Liegt der Unternehmensteil vor dem Spin-off nicht als juristisch eigenständige Einheit vor, so muss zum Zwecke der Vermögensübertragung spätestens zum Zeitpunkt der Spin-off-Durchführung eine Kapitalgesellschaft vorhanden sein, deren Anteile emittierbar und ihr eindeutig zuordenbar sind. In die zu formulierende Definition wird daher das Kriterium der *rechtlichen Selbständigkeit* aufgenommen.

### *Bestand der Muttergesellschaft als bewertbares Rumpfgelände*

Unabhängig von geringfügigen Differenzen der dargestellten Definitionen ist ein Charakteristikum des Spin-offs, dass die Muttergesellschaft als *bewertbares Rumpfgelände*<sup>89</sup> bestehen bleibt. Dieses Merkmal grenzt den Spin-off von der vollständigen Aufspaltung und der damit verbundenen Auflösung des Mutterunternehmens ab.

### *Pro-rata-Emission der Anteile*

Eine weitere Eigenschaft, die eine Mehrheit der ausgewählten Definitionen dem Spin-off zuweist, ist die unentgeltliche *verhältniswahrende Übertragung der Besitzrechte an die Alteigentümer der absplattendenden Einheit*.<sup>90</sup> Damit unterbleibt eine Kapitalverwässerung bei den Aktionären der Muttergesellschaft. Die Anteilseigner werden mit einer Sachdividende in Form von Anteilen an der abgespaltenen Gesellschaft entschädigt. Es wird eine separat handelbare Gesellschaft gegründet und die Entscheidung der Portfolioselektion auf die Aktionäre übertragen. Der Anteilseignerkreis der Mutter- und der Tochtergesellschaft ist – zumindest temporär – identisch.

### *Absenz von Zahlungsströmen*

Bei der Verteilung der Anteile an die Aktionäre kommt es zu *keinem Mittelfluss* bei den Gesellschaften. Spin-offs erfüllen damit *keine Finanzierungsfunktion*.

---

<sup>87</sup> Vgl. BÖLLHOFF (2009), S. 11.

<sup>88</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 44. Ähnlich auch MENSCHING (1986), S. 4.

<sup>89</sup> Der Begriff des Rumpfgeländes wird vermutlich von RECHSTEINER (1995), S. 17, erstmalig eingeführt.

<sup>90</sup> Ausgenommen sind die Transaktionskosten der Aktienübertragung. Vgl. BLANTON/PERRETT/TAINO (2000), S. 8; CHARIFZADEH (2002), S. 95.

### *Abgabe der wirtschaftlichen Kontrolle*

Die Muttergesellschaft und das Spin-off-Objekt bilden nach der Transaktion weder in personeller, institutioneller, struktureller noch in funktioneller Hinsicht eine Einheit, womit die Tochtergesellschaft nach dem Spin-off zwingend *ausserhalb des Konzernkreises* operiert. Ein Spin-off ist zwar regelmässig von Unterstützungsleistungen oder einer möglichen Kapitalbeteiligung der Muttergesellschaft geprägt, die Beteiligungshöhe ist jedoch stets maximal als Minderheitsbeteiligung ausgestaltet.<sup>91</sup> Ein charakteristisches Merkmal ist daher die *Aufgabe der Kontrolle* der Muttergesellschaft über die abgespaltene Einheit. In einigen Arbeiten wird unter dem Kontrollkriterium eine Beteiligung an der Tochtergesellschaft in Höhe von mindestens 80 % vorausgesetzt, wobei sich dieses Kriterium aus der regulatorischen Notwendigkeit für eine steuerneutrale Behandlung ergibt.<sup>92</sup> Die faktische *Abgabe der wirtschaftlichen Leitung* ist demnach als Wesensmerkmal des Spin-offs festzuhalten.

### *Fehlen einer einheitlichen Zielsetzung*

Zum Motiv- oder Zielgedanken des Spin-offs findet sich lediglich in der Definition von KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999) der Hinweis einer *Steigerung der Fokussierung* innerhalb der Muttergesellschaft. Die Zielsetzung hinter den Fokussierungsaktivitäten bleibt zwar ungenannt, die Autoren deuten jedoch implizit auf das Wertsteigerungsmotiv hin. Zum Zwecke der Formulierung einer Arbeitsdefinition ist die Motivlage unerheblich, da sich die Ursachen und Motive in der ökonomischen Realität zum Teil erheblich unterscheiden, weshalb von der Aufnahme dieses Kriteriums in die Arbeitsdefinition abgesehen wird.

### *Publikumsgesellschaften*

Obwohl die Ankündigung und Durchführung eines Spin-offs unabhängig von der Unternehmensgrösse oder -struktur ist, wird in dem hier behandelten Kontext auf *börsen-gehandelte Konzerne bzw. Publikumsgesellschaften* rekuriert. Dieses Vorgehen empfiehlt sich schon aufgrund der Datenverfügbarkeit, die im Rahmen der empirischen Untersuchung unverzichtbar ist.

---

<sup>91</sup> Vgl. WIRTZ (2003), S. 419.

<sup>92</sup> Vgl. MILES/ROSENFELD (1983), S. 1597; ACHLEITNER (2000), S. 359; CHARIFZADEH (2002), S. 96; RÜDISÜLI (2005), S. 8.

Daraus ergibt sich für die Arbeit nachfolgende Begriffsdefinition des Spin-offs:

*Der Spin-off ist ein unternehmerischer Desinvestitionsmodus zum Zweck der freiwilligen Restrukturierung von Publikumsgesellschaften. Auf die Altaktionäre werden verhältnismäßig Anteile in Form einer Sachdividende an einer bestehenden oder neu zu gründenden Tochtergesellschaft übertragen, über die der Mutterkonzern wirtschaftliche Kontrolle ausübt. Dabei kommt es zu keinen Zahlungsströmen zwischen den beteiligten Parteien. Die Tochtergesellschaft wird als aktiver Unternehmensteil von der Muttergesellschaft abgespalten, womit die rechtlich und wirtschaftlich unabhängige Tochtergesellschaft sowie die Muttergesellschaft temporär über einen identischen Anteilseignerkreis verfügen. Die Muttergesellschaft bleibt als bewertbares Rumpfgebilde bestehen.*

Damit sind Spin-offs ein komplexes Geflecht aus Ursachen, Gestaltung und Wirkungen. Abbildung 6 illustriert den technisch-prozessualen Ablauf einer Spin-off-Transaktion. Während vor der Durchführung des Spin-offs noch ein in sich geschlossener Konzernkreis besteht, liegt die Tochtergesellschaft nach dem Spin-off als rechtlich und wirtschaftlich unabhängige Einheit vor, die zum Zeitpunkt der Abspaltung von einem identischen Anteilseignerkreis gehalten wird, wie die Muttergesellschaft.

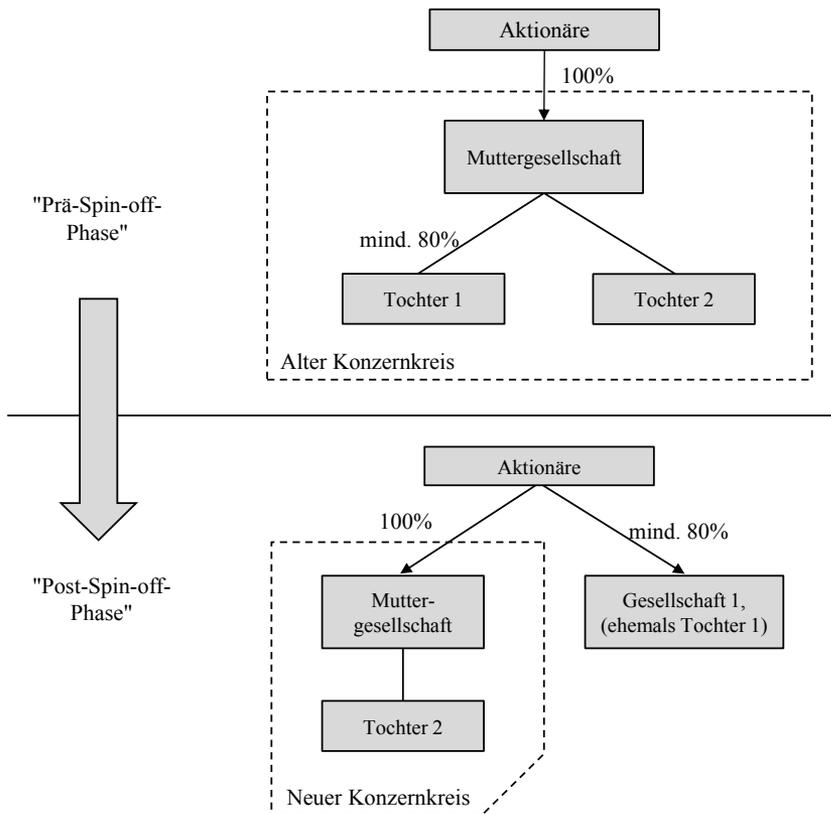


Abbildung 6: Vereinfachte Darstellung des Spin-off-Prozesses (Quelle: Eigene Darstellung)<sup>93</sup>

Aufbauend auf der positiven Beschreibung des Spin-offs ist es sinnvoll, in den folgenden Abschnitten auch eine negative Abgrenzung zu anderen Ausprägungsarten des Spin-offs und ähnlichen Transaktionstypen vorzunehmen, um die Bestandsaufnahme zum Spin-off-Begriff zu vervollständigen.

<sup>93</sup>

Ähnlich auch RECHSTEINER (1995), S. 20; SCHULTZE (1998), S. 15; THISSEN (2000), S. 37; WIRTZ (2003), S. 418.

### 2.3.1.2 Motivation des Spin-offs

In der Literatur wird zwischen dem Motiv der Restrukturierung und dem des *Entrepreneurships*<sup>94</sup> differenziert.<sup>95</sup> Abbildung 7 verdeutlicht diesen Zusammenhang.

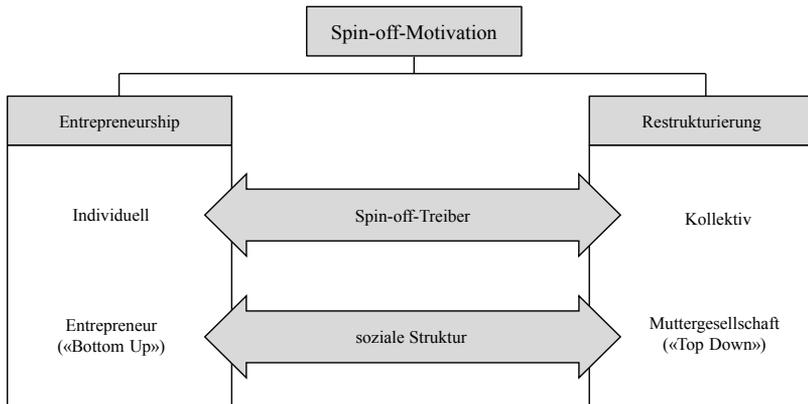


Abbildung 7: Klassifizierung von Spin-off-Transaktionen hinsichtlich ihrer Zielsetzung  
(Quelle: Eigene Darstellung)

Spin-offs, die mit dem Ziel der Restrukturierung umgesetzt werden, sind vom Einfluss des Mutterunternehmens als Treiber der Transaktion geprägt. Sie beruhen in der Regel auf einer Kollektiventscheidung des Managements und sind als *Top-down*-Prozesse zu verstehen. Demgegenüber werden Spin-offs, die mit der individuellen Absicht geplant werden, ungenutztes Potenzial innerhalb eines Unternehmensteils zu verwerten, als *Entrepreneurial Spin-offs* bezeichnet.<sup>96</sup> Die Initiative geht dann meist von einem oder wenigen Individuen aus, die den Spin-off-Prozess *Bottom-up* anstossen. LUIPPOLD (1991) sieht in einem *Entrepreneurial Spin-off* „eine Abspaltung oder Verselbständigung von Teilen einer Unternehmung durch spezialisierte Fachkräfte, die ihr Wissen

<sup>94</sup> Eine wörtliche Übersetzung von „*Entrepreneurship*“, etwa mit „Unternehmertum“, spiegelt dessen Bedeutung nicht hinreichend wider, weshalb im Folgenden die englische Begriffsverwendung beibehalten wird. Die wahrscheinlich bekanntesten Vertreter der wissenschaftlichen Auseinandersetzung des *Entrepreneurships* sind JOSEPH SCHUMPETER und PETER DRUCKER.

HEBERT/LINK (1989), S. 39, beschreiben den *Entrepreneur* als „*someone who specializes in taking responsibility for and making judgemental decisions that affect the location, the form, and the use of goods, resources, or institutions*“.

<sup>95</sup> Vgl. WOO/WILLARD/DAELLENBACH (1992), S. 433; LINDHOLM (1994), S. 4 und S. 39; PARHANKANGAS (1999), S. 22; LINDHOLM DAHLSTRAND (2000), S. 3; TÜBKE (2005), S. 3.

<sup>96</sup> Vgl. LUIPPOLD (1991), S. 16.

und bestimmte Aktiven im Einvernehmen mit der sie bislang beschäftigenden Unternehmung in eine neu gegründete unabhängige Unternehmung einbringen<sup>97</sup>.

### 2.3.1.3 Umfeld des Spin-offs

In der Literatur wird hinsichtlich des Spin-off-Umfelds differenziert.<sup>98</sup> Dabei kann zwischen Spin-offs im institutionellen und im unternehmerischen Umfeld unterschieden werden. Während institutionelle Spin-offs ihren Ursprung in privaten oder öffentlichen Institutionen finden, sind unternehmerische Spin-offs grundsätzlich einem kapitalgesellschaftlich organisierten Unternehmen zuzuschreiben.<sup>99</sup> Die regelmässig in der Öffentlichkeit diskutierten Spin-offs im Umfeld von Universitäten sind dabei als Unterkategorie der institutionellen Spin-offs zu betrachten.<sup>100</sup>

Das Spin-off-Umfeld dient schliesslich auch der Unterscheidung hinsichtlich der bei einem Spin-off vorherrschenden Rahmenlage. Während eine überwiegende Mehrheit der stattfindenden Transaktionen auf einer freiwilligen Basis erfolgt, existieren mitunter auch Fälle, in denen der Spin-off unfreiwillig durchgeführt werden muss.<sup>101</sup> Letztere sind von regulatorischen, mehrheitlich kartellbehördlichen, Auflagen oder von feindlichen Übernahmeversuchen getrieben.

### 2.3.1.4 Operationsmodus des Spin-offs

In der Unternehmenspraxis lassen sich desinvestitionsrelevante Transaktionsformen in verschiedene Bezugssysteme einordnen, wobei das wohl bekannteste Rahmenwerk von BOWMAN/SINGH (1993) stammt.<sup>102</sup> Abbildung 8 stellt das von den Autoren entwickelte Bezugssystem dar. Sämtliche Desinvestitionsformen werden unter das Motiv der Portfoliorestukturierung subsumiert. Diese Sichtweise vernachlässigt jedoch, dass gewisse Desinvestitionsformen neben der Zielsetzung einer Portfolioumgestaltung

<sup>97</sup> LUIPPOLD (1991), S. 16.

<sup>98</sup> Vgl. TÜBKE (2005), S. 3.

<sup>99</sup> Für eine umfassende Darstellung institutioneller Spin-offs vgl. LINDHOLM (1994); CARAYANNIS ET AL. (1998); OECD (1999); OECD (2000).

<sup>100</sup> Eine Kategorisierung findet sich bei OTTO (1999).

<sup>101</sup> Vgl. MILES/ROSENFELD (1983); ACHLEITNER (2002); GAUGHAN (2002). Andere Arbeiten differenzieren hinsichtlich des Kriteriums der Vorsätzlichkeit, wobei zwischen den Begriffen der *freundlichen* und *unfreundlichen* Spin-offs unterschieden wird. Vgl. LINDHOLM (1994), S. 230.

<sup>102</sup> Vgl. BOWMAN/SINGH (1993), S. 8 ff.

auch andere Motive, etwa das Ziel einer finanziellen Restrukturierung, aufweisen. So liegt neben dem veränderten Unternehmensportfolio nach dem Spin-off in der Regel auch eine veränderte Kapitalstruktur der beteiligten Gesellschaften vor. Das Bezugssystem von BOWMAN/SINGH (1993) erscheint daher für den Spin-off nicht geeignet.<sup>103</sup>

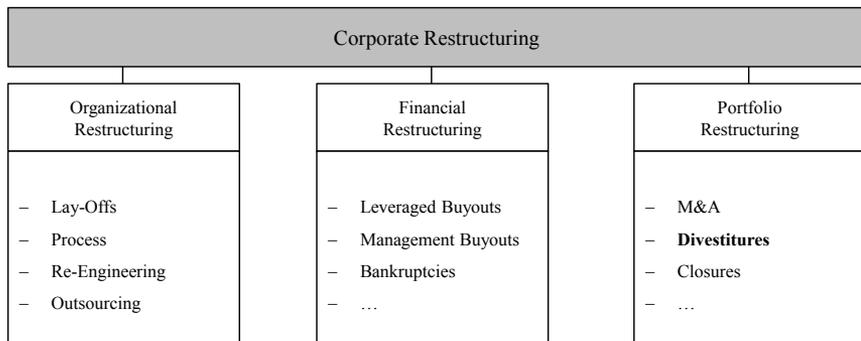


Abbildung 8: Bezugssystem der Unternehmensrestrukturierung nach BOWMAN/SINGH (1993), S. 8

WESTON/CHUNG (1990) stellen ein alternatives Bezugssystem vor (Abbildung 9).<sup>104</sup> Ihr Abgrenzungsvorschlag verdeutlicht die in der Literatur stark variiierende Verwendung des Desinvestitionsbegriffs und bietet eine alternative Sicht auf das System der Unternehmensrestrukturierung. Desinvestitionen werden als ein autonomer Teilbereich verstanden, was zumindest der Forderung nach der Anerkennung der Desinvestitionsforschung als eigenständig und unabhängig gerecht wird.<sup>105</sup> Dennoch hat auch diese Darstellung substantielle Schwächen. So erscheint die Abgrenzung verschiedener Transaktionstypen in dieser Form nicht gerechtfertigt. Etwa *Tracking Stocks* dienen neben der reinen Desinvestitionsabsicht auch als Mittel zur Abwehr feindlicher Übernahmen, *Equity Carve-outs* bewirken zugleich eine Veränderung der Eigentümerstruktur. Darüber hinaus mangelt es diesem System auch an der Möglichkeit, andere Phänomene in den Bezugsrahmen einzuordnen. Beispielsweise können Betriebsstilllegungen oder die Liquidation einer Kategorie kaum adäquat zugeordnet werden.

<sup>103</sup> Vgl. ACHLEITNER (2000), S. 355.

<sup>104</sup> Vgl. WESTON/CHUNG (1990), S. 6.

<sup>105</sup> Vgl. BRAUER (2006), S. 752.

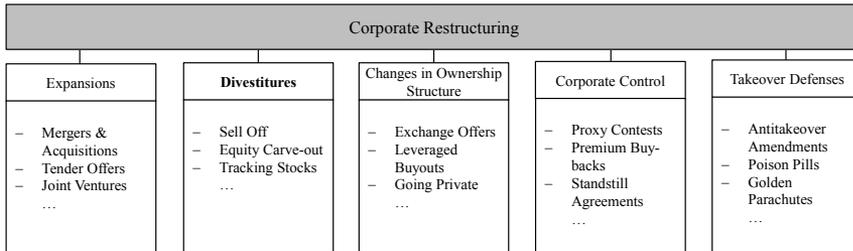


Abbildung 9: Bezugssystem der Unternehmensrestrukturierung nach WESTON/CHUNG (1990), S. 6

Insgesamt ist festzuhalten, dass beide vorgestellten Ordnungssysteme erhebliche Mängel aufweisen. In der Literatur finden sich zwar noch weitere Versuche, Desinvestitionen in ein restrukturierungsorientiertes Bezugssystem einzuordnen, allerdings scheitern auch diese am Umstand, dass die verschiedenen desintegrationsrelevanten Transaktionsformen meist keiner spezifischen zweck- oder motivorientierten Dimension zuordenbar sind. Die beobachtbaren Transaktionen beruhen meist auf unterschiedlichsten Absichten und Hintergründen, die nur selten für eine singuläre oder eindimensionale Betrachtung geeignet sind.

### 2.3.1.5 Andere desinvestive Transaktionsformen

Der voranstehende Abschnitt hat verdeutlicht, dass ein Bezugssystem häufig an der Zielsetzung scheitert, sämtliche Komponenten des Phänomens einzubeziehen. Es bietet sich daher an, eine pragmatisch-funktionale Konzeption zu entwickeln, die trotz einer Komplexitätsreduktion dem Ziel einer exakten Abgrenzung des Spin-offs gerecht wird. Zwar wird dabei weder der Anspruch auf Vollständigkeit erhoben noch werden sämtliche Transaktionsformen in ihrer Funktionsweise oder Motivlage erläutert, dennoch dient die Einordnung der eindeutigen Erfassung vorhandener Umsetzungskonzepte.<sup>106</sup>

<sup>106</sup>

Für eine umfassende Darstellung der Funktionsweisen relevanter desinvestiver Transaktionsformen vgl. COPELAND/WESTON/SHASTRI (2008), S. 986.

Desinvestitionsrelevante Transaktionsformen lassen sich hinsichtlich des zukünftigen Verbleibs der desinvestierten Einheit differenzieren.<sup>107</sup> Letztere bleibt entweder bestehen oder wird aufgegeben. Desinvestitionen, bei denen das Desinvestitionsobjekt fortgeführt wird, sind neben „*Spin-offs*“ auch „*Sell-offs*“, „*Buy-outs*“, „*Split-offs*“, „*Equity Carve-outs*“, „*Subsidiary IPOs*“, „*Tracking Stocks*“ und „*Split-ups*“. Zu den Transaktionsformen, die eine Aufgabe der desinvestierten Einheit bedingen, zählen *Teil- und Vollliquidationen* sowie *Stilllegungen*.<sup>108</sup> Zugleich wird hinsichtlich der Person unterschieden, die nach der desinvestiven Transaktion als unmittelbarer Eigentümer auftritt. Als solche kommen das Management, Mitarbeiter, bisherige und zuvor gänzlich unbeteiligte Aktionäre oder andere Unternehmen bzw. Konkurrenten in Frage. Die derart kategorisierte Zuordnung von Desinvestitionsentscheidungen wird in Abbildung 10 illustriert.

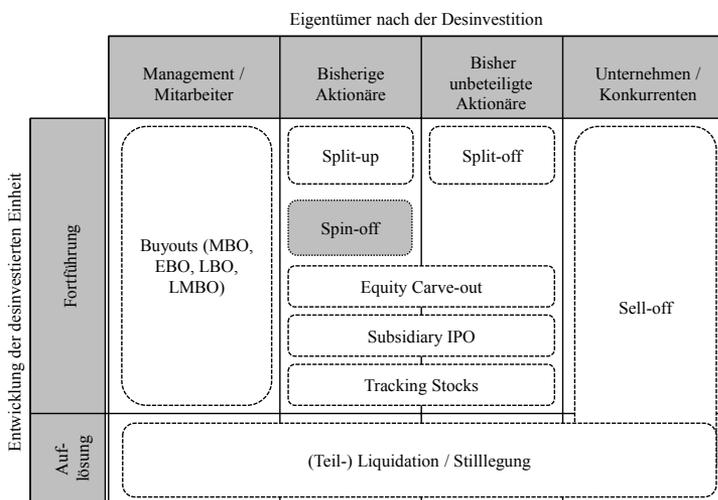


Abbildung 10: Instrumentarium zur Umsetzung von Desinvestitionsentscheidungen (Quelle: Eigene Darstellung)

<sup>107</sup> Vgl. WIRTZ (2003), S. 414; BÖLLHOFF (2009), S. 25.

<sup>108</sup> In seltenen Fällen kann auch ein *Sell-off* die Aufgabe der Einheit bedeuten. Dies etwa dann, wenn ein Unternehmensteil von einem Konkurrenten mit dem Ziel erworben wird, die Einheit danach aus strategischen Gründen aufzulösen.

Um sich einem wissenschaftlichen Verständnis des Spin-offs im Kontext der Diversifikationsforschung weiter anzunähern, bleibt zu klären, welches Wirkungsspektrum der Spin-off im Hinblick auf die Organisationsstruktur aufweist. Hierzu werden im nachfolgenden Abschnitt die Begriffe Diversifikation und Konzentration gewürdigt.

## 2.3.2 Begriff der Diversifikation

### 2.3.2.1 Diversifikation in der Portfoliotheorie

Der aus dem Lateinischen stammende Begriff der Diversifikation setzt sich aus „*diversus*“ und „*facere*“ zusammen. Er bedeutet „Verschiedenartiges tun“.<sup>109</sup> Die Diversifikation gibt es jedoch nicht. „Vielmehr steht Diversifikation für ein ganzes Bündel evolvierender Vorstellungen.“<sup>110</sup> Die Wirtschaftswissenschaften beschäftigen sich seit den 1950er Jahren mit Diversifikation,<sup>111</sup> wobei der Diversifikationsbegriff vorrangig im Licht der *Portfoliotheorie* und im *Strategischen Management* Würdigung erfährt.<sup>112</sup>

Die auf MARKOWITZ (1952) zurückgehende Portfoliotheorie beruht auf dem Gedanken der Entscheidungstheorie.<sup>113</sup> Sie stellt die Zielsetzung und die Präferenzen von Anlegern in den Mittelpunkt der Betrachtung. Im wissenschaftlichen Kontext finden sich hierbei zwei Theorieströme: die deskriptive und die präskriptive Entscheidungstheorie. Ausgehend von den Prämissen rational handelnder und nutzenmaximierender Individuen, wird in der *deskriptiven Entscheidungstheorie* der Frage nachgegangen, warum bestimmte Entscheidungen zustande kommen.<sup>114</sup> Die *präskriptive Entscheidungstheorie* indessen befasst sich mit der Entscheidungslogik, also mit der „Suche nach Entscheidungsregeln, die mit dem Postulat rationalen Verhaltens vereinbar sind“<sup>115</sup>. Zu-

<sup>109</sup> In der Literatur findet sich die Unterscheidung zwischen den Begriffen „*Diversifikation*“ und „*Diversifizierung*“. Während sich die Diversifikation vorrangig mit der „Ausdehnung der Unternehmensaktivitäten auf verschiedene Bereiche“ und dem „daraus resultierenden Zustand“ beschäftigt, wird der Diversifizierung Prozesscharakter zugewiesen. Vgl. FICHTNER (2008), S. 31; GEBERT (1983), S. 8; GANZ (1991), S. 8. Zum Verständnis der Ausführungen in der vorliegenden Arbeit ist keine solche Unterscheidung notwendig.

<sup>110</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 123.

<sup>111</sup> Vgl. RAMANUJAM/VARADARAJAN (1989), S. 523 ff.

<sup>112</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden FICHTNER (2008), S. 5.

<sup>113</sup> Die Portfoliotheorie wird heute als ein wesentlicher Bestandteil der Finanzierungstheorie betrachtet. Vgl. hierzu zum Beispiel FECHTEL (2001), S. 27. Zur Herleitung und Darstellung der einzelwirtschaftlich fokussierten und normativ ausgerichteten Portfoliotheorie vgl. MARKOWITZ (1952).

<sup>114</sup> Vgl. WEBER (1990), S. 1; SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 41.

<sup>115</sup> BAMBERG/COENENBERG (2004), S. 2 ff.

sammengefasst kann in der Entscheidungstheorie gemäss dem BERNOULLI-Prinzip festgestellt werden, dass rationales Verhalten in Risikosituationen von der Risikoeinstellung des Anlegers abhängt, die von dessen Risikonutzenfunktion beschrieben wird.<sup>116</sup> Die Risikonutzenfunktion wird dabei auf Grundlage „relativ einfacher hypothetischer Entscheidungsprobleme bestimmt“<sup>117</sup>. Auf ihrer Basis werden mögliche zukünftige Umweltzustände eindeutigen Nutzenwerten zugeordnet, die wiederum die Entscheidung des Anlegers determinieren.<sup>118</sup>

Im Gegensatz zum BERNOULLI-Prinzip, bei dem die vollständige Wahrscheinlichkeitsverteilung der Zielgrösse, also sämtliche zukünftige Umweltzustände und deren Eintrittswahrscheinlichkeit, berücksichtigt wird, beschränkt sich das als einfachere Alternative zu bezeichnende  $\mu\sigma$ -Prinzip lediglich auf die Parameter Erwartungswert ( $\mu$ ) und Standardabweichung ( $\sigma$ ).<sup>119</sup> Dabei dient der Erwartungswert als Grösse für den Nutzen, die Standardabweichung unterdessen als Risikomass. Unter Rückgriff auf die Anlegereigenschaften „Risikoaversion“, „Risikoneutralität“ und „Risikofreudigkeit“, führt das  $\mu\sigma$ -Prinzip dann im Ergebnis zu denselben Entscheidungen, wie das komplexere BERNOULLI-Prinzip, sofern die Renditen von Wertpapieren normalverteilt, sprich deren Preise lognormalverteilt sind.<sup>120</sup>

Die Portfoliotheorie fusst auf den Erkenntnissen der Erwartungstheorie und dem  $\mu\sigma$ -Prinzip.<sup>121</sup> Der Diversifikationsbegriff erhält in ihrem Rahmen eine eindeutige Definition.<sup>122</sup> Dabei reduziert die Portfoliotheorie Diversifikation auf das Ziel der Risikominimierung von Anlageentscheidungen. Gemäss dem der Portfoliotheorie zugrundeliegenden Verständnis wird Diversifikation wie folgt definiert:

---

<sup>116</sup> Vgl. WEBER (1990), S. 2.

<sup>117</sup> Vgl. BAMBERG/COENENBERG (2004), S. 86; FICHTNER (2008), S. 7.

<sup>118</sup> Die Risikonutzentheorie geht auf VON NEUMANN und MORGENSTERN zurück. Die so ermittelten Nutzenwerte werden in der Literatur auch als BERNOULLI-Nutzen, Erwartungsnutzen, Risikonutzen oder VON-NEUMANN-MORGENSTERN-Nutzen bezeichnet. Vgl. FICHTNER (2008), S. 7.

<sup>119</sup> Vgl. LAUX (1998), S. 154 f.

<sup>120</sup> Vgl. zum Beispiel FICHTNER (2008), S. 10. Auf der Annahme normalverteilter Renditen basieren auch andere finanztheoretische Konzepte wie der *Value at Risk* oder das *Black Scholes Model*. Für das Vorgehen bei Abweichungen von der Annahme normalverteilter Renditen vgl. zum Beispiel HULL/WHITE (1998).

<sup>121</sup> Vgl. PERRIDON/STEINER (2007), S. 20.

<sup>122</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 5.

*Diversifikation steht in der Portfoliotheorie für eine möglichst optimale Zusammenstellung bzw. Mischung von Wertpapieren mit dem Zweck, ein Anlageportfolio im Hinblick auf seine erwartete Zielrendite mit einem möglichst geringen Risiko oder bei einem vordefinierten Risiko mit möglichst maximaler Rendite auszustatten.*

Das Risiko wird dabei – kongruent zum  $\mu\sigma$ -Prinzip – durch die Standardabweichung der Portfoliorenditen charakterisiert.<sup>123</sup> Die rigorose Anwendung der restriktiven Prämissen, wie etwa die der vollständigen Rationalität von Investoren, stellt sicher, dass Diversifikation und Risiko eine eindeutige Beziehung erhalten.<sup>124</sup>

Der so definierte Begriffsrahmen der Diversifikation erscheint aufgrund seiner Spezifität kaum geeignet, um dem komplexen Spin-off-Phänomen, das überdies die Gesamtunternehmung betrifft, gerecht zu werden. Im Hinblick auf das optimale Unternehmensportfolio stellen sich im Vergleich zu reinen Anlageportfolios im Unternehmen häufig gänzlich andere Fragestellungen. Dies belegt etwa schon der Umstand, dass „eine investorenseitige Portfoliodiversifikation die von Unternehmen verfolgten Diversifikationsstrategien in vielen Fällen nicht ersetzen kann“<sup>125</sup>. Während die effizienzorientierte Ausnutzung leistungs- und finanzwirtschaftlicher Synergieeffekte im Fokus der Unternehmensdiversifikation steht, ist deren Verwirklichung mittels einer reinen finanztheoretischen Portfoliodiversifikation nicht erreichbar; eine Diskussion bleibt dort entsprechend aus.<sup>126</sup> GALWEILER (2005) weist zusätzlich darauf hin, dass sich ein Wertpapierportfolio kurzfristig beliebig umschichten lässt, während das Portfoliomanagement von Unternehmen demgegenüber stets mit „langfristig dynamischen und weniger offensichtlichen finanzwirtschaftlichen Bezugsgrößen zu tun“<sup>127</sup> hat. Diversifikation ist daher auch im Licht des Strategischen Managements zu untersuchen, das im Rahmen seiner Portfolioplanung zwar auf den Ideen der finanzwirtschaftlichen Portfoliotheorie aufbaut, aber weitergehende Erklärungen bereithält.<sup>128</sup>

<sup>123</sup> Für die Annahmen der Portfoliotheorie vgl. statt vieler DRUKARCZYK (1980), S. 293 f.

<sup>124</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 5.

<sup>125</sup> FICHTNER (2008), S. 28.

<sup>126</sup> FICHTNER (2008), S. 28.

<sup>127</sup> GALWEILER (2005), S. 77.

<sup>128</sup> Vgl. HUNGENBERG (2000), S. 370.

### 2.3.2.2 Diversifikation im Strategischen Management

Portfoliokonzepte sind in den Lehren des Strategischen Managements seit Ende der 1960er Jahre ein fest etabliertes Instrument zur Beurteilung unternehmerischer Geschäftsfeldaktivitäten.<sup>129</sup> Ziel der mittlerweile unüberschaubaren Anzahl<sup>130</sup> unterschiedlicher Konzepte zum Unternehmensportfolio ist es, eine „geschäftsfeldübergreifende, aus der Gesamtsicht heraus entwickelte Ausrichtung des Unternehmens zu ermöglichen“<sup>131</sup>. DIGMAN (1986) umreißt deren Geltungsanspruch noch weitgehender: „*These models illustrate the relationship between business units and highlight which should be retained or divested, and which types of businesses should be acquired or started.*“<sup>132</sup>

Gemeinsamer Grundgedanke der Portfoliokonzepte ist es, einzelne Geschäftsfelder anhand von zwei Dimensionen zu beurteilen: der internen Dimension, die die Stärken und Schwächen des jeweiligen Geschäftsfelds beleuchtet, und der externen Dimension, die letztlich auf die Attraktivität des Geschäftsbereichs für Investoren abstellt.<sup>133</sup> Letztendlich ist es das Ziel, die Optimalität einer Gesamtzusammenstellung verschiedener Geschäftsbereiche zu beurteilen und Ressourcenallokationsentscheidungen zu treffen. VANCIL (1982) merkt hierzu an: „*The purpose of portfolio analysis, then, is to encourage a more rational allocation of corporate resources to strategic business units based on their attractiveness and strength.*“<sup>134</sup>

Mit der Würdigung VANCILS (1982), rückt die Bedeutung der Portfoliokonzepte im Hinblick auf den Spin-off und dessen ökonomische Zielsetzung in den Mittelpunkt der Betrachtung. Die unterschiedlichen Formen der Portfoliogestaltung, die auf der Zusammenstellung und dem Priorisieren von Geschäftsbereichen basieren, lassen sich „allgemeingültig vor allem durch ein Merkmal beschreiben: die Diversifikation“<sup>135</sup>. Erst durch Diversifikation lassen sich unterschiedliche Unternehmensstrategien charakterisieren.<sup>136</sup>

---

<sup>129</sup> Vgl. HUNGENBERG (2000), S. 370.

<sup>130</sup> Die bekanntesten Konzepte sind die von den international tätigen Unternehmensberatungen BOSTON CONSULTING GROUP und MCKINSEY entwickelten Portfoliomatrizen. Vgl. zum Beispiel DIGMAN (1986), S. 160 ff.; BRUHN (2004), S. 70 ff.

<sup>131</sup> Vgl. HUNGENBERG (2000), S. 370.

<sup>132</sup> DIGMAN (1986), S. 160.

<sup>133</sup> Vgl. HAHN (2006), S. 215 ff.

<sup>134</sup> VANCIL (1982), S. 6.

<sup>135</sup> HUNGENBERG (2000), S. 394.

<sup>136</sup> Vgl. HUNGENBERG (2000), S. 394.

Gemäss ANSOFF (1966) ist Diversifikation eine von vier möglichen Wachstumsstrategien der Unternehmung.<sup>137</sup> Bei ihrer Verfolgung sollen neue Produkte auf neuen Märkten und damit für neue Bedürfnisse angeboten werden (Abbildung 11).

	Bestehende Produkte	Neue Produkte
Bestehende Märkte	Markt-Durchdringung	Produkt-Entwicklung
Neue Märkte	Markt-Entwicklung	<b>Diversifikation</b>

Abbildung 11: Produkt-Markt-Matrix nach ANSOFF (1966), S. 132

Die Bezeichnung der Produkte und Märkte als „neu“, weist auf die Abweichung gegenüber dem bisherigen Leistungsspektrum bzw. den bisher bearbeiteten Märkten hin.<sup>138</sup> Die Kriterien „Produkt“ und „Markt“ dienen dabei neben der Abgrenzung gegenüber alternativen Wachstumsstrategien auch für die Unterscheidung verschiedener Marktbearbeitungsstrategien<sup>139</sup> und Diversifikationsformen.<sup>140</sup> Eine derart idealtypische Betrachtung von Diversifikation erlaubt die Reduktion der in der Realität vorzufindenden Komplexität auf wenige, systematische Grundmuster.<sup>141</sup>

Da sich Diversifikation im Grad der Verwandtschaft einzelner Geschäftsfelder im Konzern ausdrückt, empfiehlt es sich, Diversifikationsformen anhand verschiedener Ähnlichkeitskriterien zu systematisieren.<sup>142</sup> Der vermutlich bekannteste Systematisierungsansatz geht auf ANSOFF (1966) zurück.<sup>143</sup> Er unterscheidet zwischen horizontaler, vertikaler und lateraler Diversifikation. Unterscheidungskriterium ist dabei die Ähnlichkeit von „Märkten“ und „Produkten“. Bei der weiteren Unterteilung greift ANSOFF (1966) noch auf ein anderes Kriterium zurück: Die Ähnlichkeit der verwendeten

<sup>137</sup> Neben der Diversifikation führt ANSOFF (1966) die Marktdurchdringung, die Marktentwicklung sowie die Produktentwicklung als Wachstumsstrategien an. Vgl. ANSOFF (1966), S. 132 ff.

<sup>138</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 31.

<sup>139</sup> Vgl. ABELL (1980), S. 192 ff.

<sup>140</sup> Vgl. SCHÜLE (1992), S. 8; FICHTNER (2008), S. 31 und die dort angeführte Literatur.

<sup>141</sup> Vgl. HUNGENBERG (2001), S. 396.

<sup>142</sup> Vgl. HUNGENBERG (2001), S. 396.

<sup>143</sup> Vgl. ANSOFF (1966), S. 152.

Technologien. Er deutet damit implizit an, dass die Kriterien „Markt“ und „Produkt“ für sich allein zu kurz greifen, um die Vielfalt der Diversifikationsmöglichkeiten zu systematisieren. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002) Etwa bemerkt hierzu treffend: „Im Hinblick auf Endprodukte und Märkte weisen auch fokussierte Unternehmen mitunter ein beträchtliches Mass an Diversität auf.“<sup>144</sup> Auch für DIGMAN (1986) sind neben Produkten und Märkten auch die Ähnlichkeit von Technologien und Industrien entscheidend, um Diversifikationsformen adäquat abzugrenzen.<sup>145</sup>

Einen im Strategischen Management populären Ansatz zur Beurteilung von Diversifikationsformen führt RUMELT (1974) ins Feld.<sup>146</sup> Er identifiziert verschiedene Diversifikationsformen, indem er Unternehmen anhand der *Specialization Ratio* und der *Related Ratio* kategorisiert.<sup>147</sup> Die *Specialization Ratio* ergibt sich als Anteil des umsatzstärksten Geschäftsfelds am Gesamtumsatz der Unternehmung.<sup>148</sup> Sofern der so ermittelte Wert grösser als 0,7 ist, wird das Hauptgeschäft als dominant bezeichnet. Bei einem Wert grösser als 0,95 wird von der „*Single Business Firm*“ gesprochen. Die *Related Ratio* gibt unterdessen den Anteil des Umsatzes der umsatzstärksten Gruppe von Geschäftsfeldern, die untereinander durch die Nutzung gemeinsamer Ressourcen verbunden sind, im Verhältnis zum Gesamtumsatz an.<sup>149</sup> Gemäss RUMELT (1974) sind Geschäftsfelder sich dann ähnlich bzw. miteinander verwandt (*related*), „*when a common skill, resource, market, or purpose applies to each*“<sup>150</sup>. Ist der Wert der *Related Ratio* grösser als 0,7, stellen die durch gemeinsame Ressourcennutzung verbundenen Geschäftsbereiche einen bedeutsamen Anteil am Unternehmensportfolio dar. Abbildung 12 illustriert die von RUMELT (1974) eingeführte Systematisierung.

---

<sup>144</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 123.

<sup>145</sup> Vgl. DIGMAN (1986), S. 167.

<sup>146</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden RUMELT (1974), S. 29 f.

<sup>147</sup> Vgl. RUMELT (1974), S. 14 f.

<sup>148</sup> Die *Specialization Ratio* findet sich bereits erstmalig bei GORT (1962), der die so definierte Grösse mit dem Diversifikationsgrad gleichsetzt.

<sup>149</sup> Vgl. RUMELT (1974), S. 15 f.

<sup>150</sup> RUMELT (1974), S. 29.

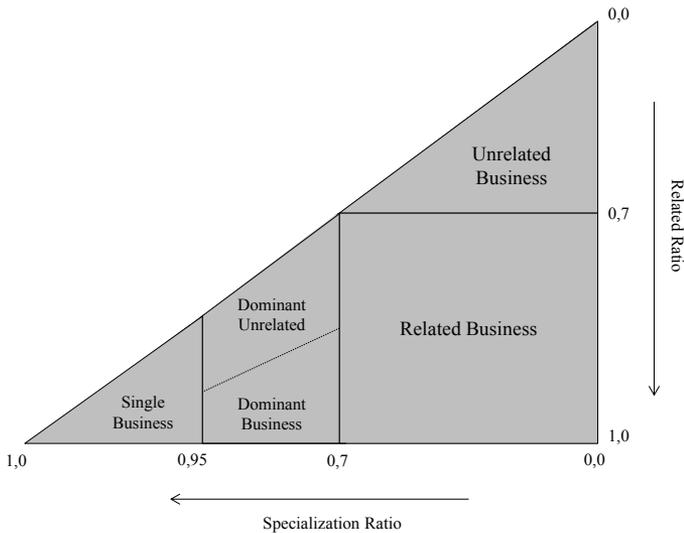


Abbildung 12: Diversifikationskategorien nach RUMELT (1974), S. 31

HUNGENBERG (1995) schlägt schliesslich vor, die Dimensionen „Unterschiedlichkeit der Märkte“ und „Unterschiedlichkeit der Leistungsprozesse“ (Abbildung 13) zu nutzen.<sup>151</sup> Diversifikation gliedert er dabei in konzentrische, rationale und konglomerate Diversifikation und versucht damit ebenfalls die enge Ausrichtung an der Produktdimension im Modell ANSOFFS zu umgehen.<sup>152</sup>

- Die Unternehmung ist *konzentrisch diversifiziert*, wenn sie mehrere Geschäftsfelder besitzt, die im Hinblick auf die bearbeiteten Märkte und internen Leistungsprozesse weitgehend ähnlich sind. Die Geschäftsfelder sind von nahezu identischen Wertschöpfungsprozessen, Kundengruppen und Wettbewerbern geprägt. Aus der Gleichartigkeit der Aktivitäten, spricht der Nutzung identischer Ressourcen und Fähigkeiten, sollen Effizienzvorsprünge genutzt und im Ergebnis Wettbewerbsvorteile erschlossen werden.

<sup>151</sup> Vgl. HUNGENBERG (1995), S. 142 f.

<sup>152</sup> Vgl. HUNGENBERG (1995), S. 142. Andere Systematisierungsversuche finden sich bei RUMELT (1974), S. 9 ff. und BIGGADIKE (1979), S. 13 ff.

- *Relationale Diversifikation* liegt vor, wenn die Geschäftsfelder des Konzerns zwar grundsätzlich heterogen sind, dennoch eine Verwandtschaft im Hinblick auf Kunden, Wettbewerber oder Wertschöpfungsprozesse aufweisen. Gemeinsames Merkmal ist die mancherorts im Konzern anzutreffende Nutzung ähnlicher oder gleicher Ressourcen, Fähigkeiten oder Kompetenzen.
- Als *konglomeratdiversifiziert* bezeichnet HUNGENBERG (1995) Unternehmen, die Geschäftsfelder betreiben, welche weder hinsichtlich ihrer Kunden und Märkte, noch hinsichtlich ihrer Leistungsprozesse Ähnlichkeit aufweisen. Zwischen den Geschäftsfeldern findet keine Nutzung ähnlicher oder identischer Ressourcen und Fähigkeiten statt. Ihr wird – ähnlich wie in der finanzwirtschaftlichen Definition – insbesondere dann ein erhebliches Risikoreduktionspotenzial zugesprochen, wenn die Geschäftsfelder saisonale, konjunkturelle oder strukturelle Ertragsschwankungen ausgleichen können.<sup>153</sup> Allerdings wird die konglomerate Diversifikation aufgrund der fehlenden Möglichkeit, gemeinsame Ressourcenbündel und Fähigkeiten zu nutzen, auch als riskant eingestuft, was deren Würdigung mitunter erschwert.<sup>154</sup>

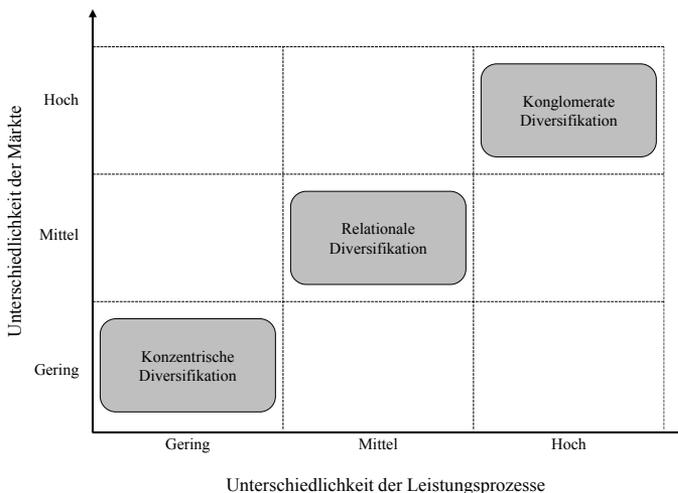


Abbildung 13: Diversifikationsformen nach HUNGENBERG (1995), S. 142

<sup>153</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 32.

<sup>154</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 33.

Insgesamt ist das Modell von ANSOFF (1966) für den Zweck einer Diversifikationsdefinition ungeeignet. Mit den Dimensionen „Markt“ und „Produkt“ greift es zu kurz, um den Diversifikationsgrad der Unternehmung adäquat zu beschreiben. Demgegenüber weisen sowohl das auf RUMELT (1974) zurückgehende Modell als auch der von HUNGENBERG (1995) entwickelte Ansatz zur Systematisierung unterschiedlicher Diversifikationsformen einen nahezu identischen Geltungsanspruch auf und erscheinen damit grundsätzlich gleichermaßen geeignet, um zumindest die Richtung von Diversifikationsstrategien oder deren Rückbau zu beurteilen. Im Hinblick auf die empirische Untersuchung von Spin-offs ist jedoch anzumerken, dass die für die Systematisierung nach RUMELT (1974) benötigten Daten entweder nicht ausreichend detailliert vorhanden oder subjektiven Einflüssen unterworfen sind, weshalb eine direkte Übertragbarkeit auf die Fragestellung der Konzentration von Ressourcen mittels Spin-offs ausscheidet.<sup>155</sup> Das Modell von HUNGENBERG (1995) erscheint indessen zwar einfach anwendbar, allerdings ist fraglich, ob die in drei Stufen kategorisierten Diversifikationsformen ohne die Vorgabe objektiver Kriterien für die empirische Analyse operationalisierbar sind.

Die diskutierte Problematik verdeutlicht, dass es für die Entwicklung eines vertieften Diversifikationsverständnisses entscheidend ist, eine möglichst allgemeingültige Definition zu erarbeiten, an die an späterer Stelle angeknüpft werden kann. Hierfür hilft RUMELT (1974) zumindest indirekt weiter. Er rückt die unternehmerischen Ressourcen und Fähigkeiten in den Vordergrund seiner Argumentation zur Diversifikationsabgrenzung. Damit bedient er sich im Wesentlichen einer Denkrichtung, die im *Resource-based View* Niederschlag findet.<sup>156</sup> Massgeblich auf der Grundlage der Arbeit von PENROSE (1959) entworfen, betrachtet der *Resource-based View* die Unternehmung als ein Bündel produktiver Ressourcen oder explizit als „*collection of sticky and imperfectly imitable resources or capabilities that enable it to successfully compete against other firms*“<sup>157</sup>.

BARNEY (1991) definiert die Ressource wie folgt: „Resources include all assets, firm characteristics, organizational processes, information, and knowledge, etc. controlled by a firm that enable the firm to conceive of and implement strategies that improve its

---

<sup>155</sup> Vgl. KERLER (2000), S. 17. Einen Versuch der Operationalisierung unternehmen BERGH/JOHNSON/DEWITT (2008).

<sup>156</sup> Zum *Resource-based View* vgl. WERNERFELT (1984); DIERICKX/COOL (1989); PRAHALAD/HAMEL (1990).

<sup>157</sup> SILVERMAN (1999), S. 1110 und die dort angeführte Literatur.

efficiency and effectiveness.“<sup>158</sup> Daran anknüpfend werden Fähigkeiten als Ressourcenkombinationen beschrieben, die auf übergeordneter Ebene Kompetenzen schaffen: „Capabilities are the building block for core competencies.“<sup>159</sup> Fähigkeiten und Kompetenzen sind demnach schlicht das Ergebnis einer Kombination und Bündelung von Ressourcen.<sup>160</sup>

Zusammengefasst sind als Ressourcen im „Sinne des ressourcenorientierten Ansatzes alle materiellen und immateriellen Vermögenswerte eines Unternehmens, aber auch komplexere individuelle und organisatorische Fähigkeiten“<sup>161</sup> zu verstehen.<sup>162</sup> Damit ist die Orientierung am *Resource-based View* bei der Beschreibung von Diversifikation legitim.<sup>163</sup> Auch SILVERMAN (1999) führt aus: „*The resource-based view of the firm has been touted as particularly well suited to understanding diversification.*“<sup>164</sup> Gleiches gilt nach wie vor. WAN ET AL. (2011) konstatieren: „*Given the explanatory power of resource-based theory in the diversification literature thus far, few would argue against the continued benefit of employing resource based theory as the primary theoretical lens to study corporate diversification.*“<sup>165</sup>

Diversifikation wird in Anlehnung an den *Resource-based View* wie folgt beschrieben.<sup>166</sup>

*Diversifikation bezeichnet den Grad der Verwandtschaft relevanter Betätigungsfelder eines Konzerns im Hinblick auf die Nutzung gemeinsamer unternehmerischer Ressourcen, Fähigkeiten und Kompetenzen. Je stärker die Verwandtschaft der verwendeten Ressourcen ist – das heisst je homogener die Geschäftsfelder sind –, desto geringer ist das Diversifikationsniveau des Gesamtunternehmens.*

<sup>158</sup> BARNEY (1991), S. 101. Eine Übersicht zum Ressourcenbegriff findet sich bei O'REGAN/GHOBADIAN (2004), S. 293.

<sup>159</sup> O'REGAN/GHOBADIAN (2004), S. 294.

<sup>160</sup> Vgl. BERRY-STÖLZLE (2012), S. 386.

<sup>161</sup> Vgl. HUNGENBERG (2001), S. 56.

<sup>162</sup> An späterer Stelle wird im Kontext der wertheoretischen Erklärungsansätze von Diversifikation und Konzentration erneut auf den *Resource-based View* rekurriert.

<sup>163</sup> Erstmals sind es RUMELT (1982), WERNERFELT (1984) und BARNEY (1991), welche die Ressource ganz explizit im Kontext der Diversifikationsforschung nennen. Vgl. WAN ET AL. (2011), S. 1339.

<sup>164</sup> SILVERMAN (1999), S. 1109.

<sup>165</sup> WAN ET AL. (2011), S. 1353.

<sup>166</sup> Eine ähnliche Definition nimmt auch HUNGENBERG (2000), S. 394, vor.

Diversifikation steht im Strategischen Management somit nicht allein für die Ausweitung der Anzahl an Geschäftsfeldern in unterschiedliche Branchen oder Märkte. Denn auch hier kann mitunter eine Vielzahl ähnlicher Ressourcen und Ressourcenbündel für die Wertschöpfung genutzt werden, d. h. der Diversifikationsgrad durchaus gering sein. Vielmehr meint Diversifikation die stufenlose Ausprägung verschiedener Organisationsmuster, welche sich von unverwandter Diversifikation (*Unrelated Diversification*) über verwandte Diversifikation (*Related Diversification*) bis hin zu nicht-diversifizierten Einproduktunternehmen erstreckt. Diese Erkenntnis ist dann entscheidend, wenn im Rahmen einer empirischen Studie Hypothesen aufgestellt werden sollen.

### 2.3.2.3 Diversifikation in der Evolutionstheorie

Nach der Systematisierung und allgemeinen Definition von Diversifikation im Rahmen des Strategischen Managements kann diese auch im Kontext der Evolutionstheorie betrachtet werden. Der Wandel in der Unternehmensumwelt und der Wettbewerb um knappe Wirtschaftsgüter zwingen die Unternehmungen zur Anpassung ihrer Ressourcenausstattung. Soll dem weitläufigen Begriff des Wandels aber ein tieferes Diversifikationsverständnis abgewonnen werden, sind traditionelle neoklassische Modelle ungeeignet. Sie verwenden „nicht nur ein unzureichendes Konzept der Organisationsstruktur, sie vermögen auch wenig zu sagen über die Möglichkeiten und Mechanismen von ökonomischem Wandel“<sup>167</sup>. Sie erscheinen daher nicht brauchbar, wenn sich der Diversifikation aus einer dynamischen Entwicklungsperspektive heraus angenähert werden soll.

Evolutionäre Theorien folgen explizit dem Ziel, die Möglichkeiten von Wandel zu erklären und sollen daher in der vorliegenden Arbeit Aufmerksamkeit erfahren.<sup>168</sup> Die Evolutionstheorien versuchen aufzuzeigen, wie sich Wandel vollzieht und warum er dies auf bestimmte Art und Weise tut.<sup>169</sup> Dabei bedienen sich die ökonomischen Theoriensätze der biologischen Evolutionstheorie DARWINS und greifen Konzepte wie *Fitness*, *Selektion* und *Variation* auf. Ohne vertieft auf die Grundkonzepte der evolutionä-

---

<sup>167</sup> Vgl. BATHELT/GLÜCKLER (2012), S. 335.

<sup>168</sup> Vgl. NELSON (1995), S. 48 ff.

<sup>169</sup> Vgl. BATHELT/GLÜCKLER (2012), S. 335.

ren Theorien einzugehen,<sup>170</sup> kann Bezug zum *Resource-based View* und dem Kernkompetenzansatz genommen werden. Denn auf Unternehmensebene kann die Kompetenz als Ressourcenbündel schlicht „als Ergebnis eines evolutionären Prozesses angesehen werden, in dessen Rahmen fortlaufende Problemlösungsaktivitäten [...] stattfinden“<sup>171</sup>.

Wissenschaftliche Studien im Feld der Unternehmensevolution greifen häufig auf das in seinen Ursprüngen von SCOTT (1973) entworfene Modell der Unternehmensentwicklung zurück.<sup>172</sup> SCOTT beschreibt darin drei Entwicklungsstufen der Unternehmung: Zunächst geht aus der nicht-diversifizierten Unternehmung (*Single Business*) ein Unternehmen hervor, das sich zwar in mehreren Geschäftsbereichen engagiert, aber nach wie vor einen dominanten Anteil am Umsatz in einem einzigen Segment erwirtschaftet (*Dominant Business*). Diversifikation erfolgt schliesslich in verwandte Geschäftsfelder (*Related Diversification*), die hinsichtlich ihrer Umsatzbedeutung als relevant einzustufen sind. MINTZBERG (1979) fügt als vierte Entwicklungsstufe die konglomerate Diversifikation in unverwandte Geschäftsfelder (*Unrelated Diversification*) hinzu.<sup>173</sup> Implizit stützt auch CHANNON (1973) diese These: „*Once adopted, the strategy of diversification tended to become institutionalized.*“<sup>174</sup> *Unrelated Diversification* als logischen und letzten Schritt der Unternehmensevolution zu betrachten ist jedoch nicht unumstritten.<sup>175</sup> Bereits CHANDLER (1962) gibt jedoch zu bedenken, dass eine konglomerate Unternehmensstruktur kein nachhaltiges und damit zeitlich stabiles Geschäftsmodell darstellen kann, evolutionäre Unternehmensentwicklung insofern Rückschritt zur *Related Diversification* bedeutet.<sup>176</sup>

Das Entwicklungsmodell schreibt gemäss SIMMONDS (2009) jedoch keine deterministische Entwicklung vor.<sup>177</sup> Unternehmen folgen demnach keiner vollständig festgelegten Abfolge mit einem in der Gegenwart bekannten Endzustand; sie können auf jeder

---

<sup>170</sup> Eine übersichtliche Darstellung der Grundzüge evolutionärer Theorien findet sich bei BATHOLT/GLÜCKLER (2012), S. 335 f. In der vorliegenden Arbeit wird die Meinung vertreten, dass sich Unternehmen durch Variation an veränderte Umweltbedingungen anpassen können. Die Organisationsökologie indessen argumentiert, dass sich der Wandel weniger in der Anpassung als vielmehr in der Selektion von Organisationen vollzieht.

<sup>171</sup> Vgl. BATHOLT/GLÜCKLER (2012), S. 280 f.; CANTWELL/FAI (1999), S. 331 ff.

<sup>172</sup> Vgl. SCOTT (1973), S. 137.

<sup>173</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden WHITTINGTON/MAYER (2000), S. 127; MINTZBERG (1979).

<sup>174</sup> Vgl. CHANNON (1973), S. 238.

<sup>175</sup> Vgl. SIMMONDS (2009), S. 7.

<sup>176</sup> Vgl. CHANDLER (1962); HALL/ST. JOHN (1993).

<sup>177</sup> Vgl. SIMMONDS (2009), S. 4.

Entwicklungsstufe zum Stillstand kommen oder in einen früheren Zustand zurückkehren. Abbildung 14 illustriert die beschriebenen evolutionstheoretischen Zusammenhänge.

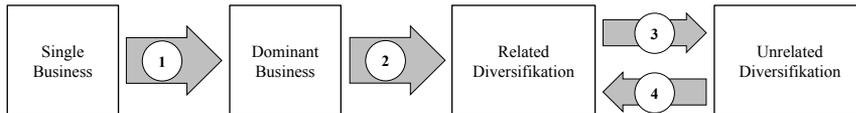


Abbildung 14: Modell der Unternehmensentwicklung (Eigene Darstellung in Anlehnung an WHITTINGTON/MAYER [2000], S. 127)

### 2.3.2.4 Konzentration als Ent-Diversifikationssynonym

Als rückbaubezogenes Pendant zur Diversifikation erfährt im nachfolgenden Abschnitt die Konzentration begriffliche Klärung. Denn Zugang zum Spin-off lässt sich am besten über dessen Wirkung herstellen. In seiner Wahrnehmung als desinvestive Transaktionsform gilt der Spin-off als ablaufbezogenes Komplement der Investition.<sup>178</sup> Er hebt in dieser Hinsicht die finanz- und leistungswirtschaftlichen Wirkungen einer Investition auf.<sup>179</sup>

Im Hinblick auf seine potenziell ent-diversifizierende Wirkung gestaltet sich das Bild indessen weniger trivial. Denn noch ist kaum etwas über die Ansatzpunkte der Diversifikation gesagt. Das Merkmal der Verwandtschaft unterschiedlicher Geschäftsfelder hinsichtlich ihrer gemeinsamen Ressourcennutzung bleibt zu abstrakt. Sicher ist: Diversifikation meint die Ressourcennutzung der Unternehmung im Hinblick auf die Bearbeitung unterschiedlicher Märkte, Produkte, Technologien, Länder oder Industrien. Hilfestellung für das Verständnis bietet das von PRAHALAD/HAMEL (1990) entworfene Konzept der Kernkompetenzen.<sup>180</sup> Ausgangspunkt ist die Betrachtung der Unternehmung als ein Portfolio von Kernkompetenzen, das die Basis der Wettbewerbsfähigkeit darstellt.<sup>181</sup> Kernkompetenzen sind Ressourcenbündel, die

<sup>178</sup> WÖHLER (1981), S. 8.

<sup>179</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 51.

<sup>180</sup> Vgl. HUNGENBERG (2001), S. 55. Für eine zusammenfassende Darstellung des Kompetenzbegriffs im Schrifttum zum *Resource-based View* vgl. auch FREILING (2001), S. 23 ff.

<sup>181</sup> Vgl. PRAHALAD/HAMEL (1990), S. 79 ff.; BATHOLT/GLÜCKLER (2012), S. 280.

- a) *in besonderer Weise Problem und Lösung zusammenbringen*,<sup>182</sup>
- b) *für das Überleben der Unternehmung entscheidend sind*,<sup>183</sup>
- c) *massgeblich zur Wertsteigerung beitragen*<sup>184</sup> sowie
- d) *„Best Practice“ erfüllen*<sup>185</sup>.

Der Kernkompetenzansatz erweitert das Diversifikationsverständnis und die nach innen gerichtete Perspektive des *Resource-based View*.<sup>186</sup> Er lässt die Auffassung zu, dass der Rückbau von Diversifikation vielschichtige Veränderung bewirken kann. Aus dieser Sichtweise rechtfertigt sich zugleich der Bezug zum Spin-off. Der Spin-off stellt unstrittig einen „weitreichenden Eingriff in die Ressourcenbasis der Unternehmung dar“<sup>187</sup> und ist auch als solcher zu würdigen. RECHSTEINER (1994) gibt einen Hinweis auf die konzentrierende Wirkung von Spin-offs, indem er sie als „probates Mittel zur Entflechtung hochdiversifizierter Konzerne“<sup>188</sup> bezeichnet.

COPELAND/WESTON/SHASTRI (2008) konstatieren: „Entflechtung [...] bedeutet für gewöhnlich die Konzentration auf einen engeren Kernbereich an Tätigkeiten.“<sup>189</sup> Der Spin-off ist damit untrennbar mit der Konzentration von Ressourcen verknüpft.<sup>190</sup> Er kann den Verwandtschaftsgrad der von den Geschäftsbereichen genutzten Ressourcen erhöhen und den Diversifikationsgrad *ceteris paribus* reduzieren.

Konzentration wirkt durch das Lösen von Ressourcen,<sup>191</sup> deren gemeinsame Nutzung das Ähnlichkeitsmerkmal in der Diversifikationsdefinition darstellt. Sie steht dem

---

<sup>182</sup> Vgl. KROGH/ROOS (1994), S. 171 ff.

<sup>183</sup> Vgl. TEECE/PISANO/SHUEN (1997), S. 509 ff.

<sup>184</sup> Vgl. HINTERHUBER (1996).

<sup>185</sup> Vgl. HAMEL (1994), S. 11 ff.

<sup>186</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 161.

<sup>187</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 156.

<sup>188</sup> Vgl. RECHSTEINER (1994), S. 21.

<sup>189</sup> COPELAND/WESTON/SHASTRI (2008), S. 986.

<sup>190</sup> Es sei auch auf die einleitenden Ausführungen zum abstrakteren Begriff der Kräftekonzentration verwiesen, die bereits Analoges vermuten liessen.

<sup>191</sup> Vgl. HAGEL/SINGER (1999), S. 133 ff.

Gründe nach für „negative Diversifikation“ oder „Ent-Diversifikation“.<sup>192</sup> Mit anderen Worten: Konzentration reduziert den Diversifikationsgrad durch das Lösen von Betätigungsfeldern, die sich nicht durch die Nutzung gemeinsamer Ressourcen, Fähigkeiten oder Kompetenzen auszeichnen. Unternehmenskonzentration wird daher wie folgt definiert:

*Konzentration meint die Auflösung der Verbindung von sich nicht durch die gemeinsame Ressourcennutzung auszeichnenden Unternehmensportfolios. Die konzentrierende Wirkung ist umso grösser, je heterogener bzw. verschiedenartiger die zuvor von den Geschäftsbereichen eines Konzernkreises genutzten Ressourcen sind.*

Für die Konzentration ist es unerheblich, ob sie aus einer ressourcenorientierten oder aus der weitergehenden kompetenzbasierten Perspektive heraus angestossen wird. Gleiches gilt für den Spin-off und seinen Einfluss auf den Unternehmenswert. Spin-offs wirken sowohl auf die eigenen Kräfte (das Unternehmensinnere), als auch auf das Kapitalmarkt-, Wettbewerbs- und Kundenumfeld (das Unternehmensexterne); sie weisen damit Innen- und Aussenwirkung bzw. Multikausalität auf.<sup>193</sup> Abbildung 15 illustriert das Wirkspektrum des Spin-offs.

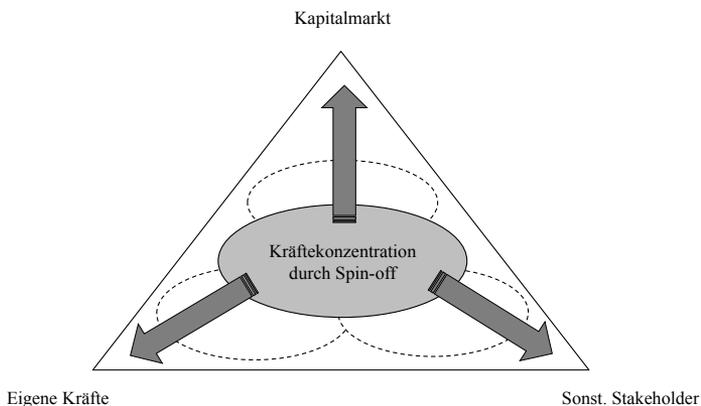


Abbildung 15: Wirkungsspektrum der Konzentration mittels Spin-off (Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an FRIEDRICH VON DEN EICHEN [2002], S. 163)

<sup>192</sup> Ähnlich auch DIGMAN (1986), S. 167.

<sup>193</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 26.

Konzentration steht somit für Weitergehendes als *Fokussierung* und ist insofern von dieser zu unterscheiden.

## 2.4 Zwischenfazit Kapitel 2

Das voranstehende Kapitel legt den Fokus auf die Relevanz der Desinvestitionsforschung sowie auf die terminologische Grundlegung.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass Desinvestitionen sowohl in der Wirtschaftspraxis als auch in der betriebswirtschaftlichen Forschung, gemessen an ihrer Relevanz, eine unzureichende Aufmerksamkeit erfahren. Die mangelnde Beleuchtung von Spin-offs ist dabei mitunter auf fehlgeleitete Denkmuster zurückzuführen, die sich auch in einer Vielzahl evolvierender Vorstellungen hinsichtlich des Begriffsverständnisses manifestieren.

Ähnliches gilt für die Diversifikation. Zwar finden sich einige Definitionsversuche, diese stellen sich allerdings sehr theoriespezifisch und in uneinheitlicher Systematik dar. Gleichwohl lässt sich insgesamt ableiten, dass sowohl der Verwandtschaftsgrad (*Relatedness*) als auch die Relevanz der im Konzernkreis verwendeten Ressourcen, Kompetenzen und Fähigkeiten entscheidend für die Beurteilung von Diversifikation sind. Darüber hinaus manifestieren sich Diversifikation und Konzentration in verschiedenen nach innen und nach aussen gerichteten Dimensionen der Unternehmung, weshalb der Spin-off eine konzentrierende bzw. diversifikationsreduzierende Wirkung zu entfalten vermag.

Die Erfolgsbeurteilung des Spin-offs bedarf einer multikausalen Analyse, der sich die nachfolgenden Kapitel annehmen. Kapitel 3 erarbeitet hierfür zunächst einen adäquaten Erfolgsmaßstab.

## **Überblick Kapitel 3**

Für die Beurteilung des Spin-off-Erfolgs bedarf es eines geeigneten Massstabs. Das nachfolgende Kapitel widmet sich hierzu der Würdigung des Shareholder-Value-Ansatzes.

Abschnitt 3.1 stellt die historische Entwicklung sowie den theoretischen und praktischen Geltungsanspruch des Shareholder Values dar. Dabei werden stellvertretend für die betriebswirtschaftliche Theorie das FISHER'sche Separationstheorem, die Theorie der Verfügungsrechte und die Effizienzmarkthypothese, stellvertretend für die Unternehmenspraxis der Markt der Unternehmenskontrolle, ein zunehmender Anlegeraktivismus sowie ein steigender Wettbewerbsdruck um Finanzmittel auf den internationalen Kapitalmärkten aufgegriffen. Abschnitt 3.2 untersucht die Eignung der theoretischen Unternehmensbewertungsverfahren und des Marktwerts für die Erfolgsbeurteilung von Spin-offs. Abschliessend wird in Abschnitt 3.3 das Wertschöpfungspotenzial von Spin-offs illustriert.

## Kapitel 3

### Spin-off-Erfolg: Beurteilung, Messung und Potenzial

*„Es gibt wenige Entwicklungstendenzen, die so gründlich das Fundament unserer freien Gesellschaft untergraben können, wie die Annahme einer anderen sozialen Verantwortung für die Unternehmer, als die, für die Aktionäre ihrer Gesellschaften so viel Gewinn wie möglich zu erwirtschaften. Das andere ist eine zutiefst subversive Doktrin.“*

MILTON FRIEDMAN (1912-2006)

### 3.1 Shareholder-Value-Orientierung als Handlungsmaxime

#### 3.1.1 Historische Entwicklung und Begriffsklärung

Für die Beurteilung und Würdigung von Spin-offs bedarf es der Festlegung eines geeigneten Erfolgsmassstabs. Ein solcher muss sich möglichst an der Zielsetzung unternehmerischen Handelns orientieren. Denn: Nur der Grad der Zielerreichung kann als adäquate Erfolgsgrösse herangezogen werden. HAGMEIER (2008) führt aus: „Wer sein Ziel nicht kennt, weiss auch nicht, welche Wegstrecke er einplanen und gehen muss, welche Verpflegung er mitnehmen sollte, wann und von wo er starten muss, und er kann nicht überprüfen, auf welchem Teilabschnitt des Weges zum Ziel er sich befindet. Ohne Ziel ist alles nichts.“<sup>194</sup>

Während die Unternehmung ihre Zielsetzung in den 1970er Jahren noch an buchhalterischen Grössen wie dem Reingewinn oder dem Umsatz ausrichtet, sind es bereits zehn Jahre später Rentabilitätskennziffern wie *Return on Equity* oder *Return on Sales*, die das Handeln des Managements massgeblich bestimmen.<sup>195</sup> Seit den 1990er Jahren

---

<sup>194</sup> HAGMAIER (2008), S. 29.

<sup>195</sup> Vgl. KERLER (2000), S. 17.

versteht die moderne Unternehmensführung die Ausrichtung auf eine Steigerung des Unternehmenswerts für die Aktionäre, den Shareholder Value, als ihr primäres Ziel.<sup>196</sup>

Bis heute hat die Shareholder-Value-Orientierung in Wissenschaft und Unternehmenspraxis eine zentrale Bedeutung. Generationen von Führungskräften sind durch die Lehren der Wohlfahrtsökonomik, der Kapitalmarkttheorie sowie der Finanzierungslehre in der Tradition der Unternehmenswertmaximierung geprägt; der Shareholder Value stellt in der modernen Finanzierungstheorie eine geradezu paradigmatische Annahme dar.<sup>197</sup> Dabei finden sich im wissenschaftlichen Schrifttum die auf dem Shareholder-Value-Ansatz basierenden Konzepte der wertorientierten Unternehmensführung durchaus unter einer facettenreichen Vielfalt an Begriffsbezeichnungen wie „*Value-based Management*“<sup>198</sup>, „*Value-based Strategic Management*“<sup>199</sup>, „*Wertorientierte strategische Planung*“<sup>200</sup>, „*Wertsteigerungs-Management*“<sup>201</sup>, „*Wertmanagements*“<sup>202</sup> oder „*Value Management*“<sup>203, 204</sup>.

Die sich in der begrifflichen Vielfalt ausdrückende Relevanz der Thematik ist bedeutend geprägt von den Arbeiten ALFRED RAPPAPORTS, der in den 1980er Jahren eine nunmehr seit Dekaden andauernde Debatte um die Shareholder-Value-Orientierung auslöste. Beginnend mit seinem Aufsatz „*Selecting Strategies that Create Shareholder Value*“ im Jahr 1981 und dem 1986 erschienenen Lehrbuch „*Creating Shareholder Value*“ erhebt er die Wertsteigerung zur obersten Zielgrösse der Unternehmung.<sup>205</sup>

Das Shareholder-Value-Konzept geht bereits aus den Ideen des frühen Wertmanagements hervor, dessen Anfänge in den 1930er Jahren und damit lange vor den Arbeiten RAPPAPORTS in der Bildung der grossen Aktiengesellschaften in den USA wurzeln.<sup>206</sup> Begünstigt von einer zunehmenden Anzahl an Publikumsgesellschaften, reduziert sich in dieser Zeit der Einfluss der Gründerfamilien zugunsten der Kapitalgeber. Diese

<sup>196</sup> Vgl. HEINEMANN/GRÖNIGER (2005), S. 233.

<sup>197</sup> Vgl. HEINEMANN/GRÖNIGER (2005), S. 233.

<sup>198</sup> Vgl. MICHEL (1993), S. 220.

<sup>199</sup> Vgl. REIMANN (1986).

<sup>200</sup> Vgl. KNYPHAUSEN (1992), S. 331.

<sup>201</sup> Vgl. HÖFNER/POHL (1994).

<sup>202</sup> Vgl. GOMEZ (1993).

<sup>203</sup> Vgl. LEWIS/STELTER (1995), S. 11.

<sup>204</sup> Für weitere Zusammenstellungen vgl. GRAML (1996), S. 69; FECHTEL (2001), S. 26.

<sup>205</sup> Vgl. RAPPAPORT (1981); RAPPAPORT (1986). Zu deren Interpretation vgl. KERLER (2000), S. 17; HEINEMANN/GRÖNIGER (2005), S. 233.

<sup>206</sup> Vgl. SKRZIPEK (2005), S. 10.

nehmen ihre Aufgaben und Rechte, insbesondere die Kontrollfunktion in den ersten Jahrzehnten allerdings nur unzureichend wahr.<sup>207</sup> Ab den 1960er und 1970er Jahren ist daher eine Tendenz hin zur Bildung von Anlegergemeinschaften wie Investmentfonds zu bemerken, die auf einen zunehmenden Einfluss auf das Management sowie im Ergebnis höhere Aktionärsrenditen und Kontrolle abzielen.<sup>208</sup>

Flankierend wirken auch die ab den späten 1960er Jahren gewonnenen Erkenntnisse im Bereich des Strategischen Managements. Zu erwähnen ist neben der auf HARRY ANSOFF zurückgehenden „Produkt-Markt-Matrix“<sup>209</sup>, auch die von MICHAEL PORTER im Konzept der „Wertkette“<sup>210</sup> hervorgehobene Notwendigkeit einer konsequenten Orientierung auf Kosten, Leistung, Wettbewerb und Markt. ALFRED RAPPAPORT erkennt schliesslich, dass es den strategieorientierten Managementansätzen an finanzwirtschaftlichen Zielgrössen mangelt.<sup>211</sup> Der von ihm vorgeschlagene Shareholder-Value-Ansatz integriert die Finanztheorie in die strategische Unternehmensplanung.

Die Verwendung des Shareholder-Value-Begriffs in der Literatur zeigt nicht nur, dass die Konzepte, die auf der Idee der Unternehmenswertsteigerung basieren, in ihrer Namensgebung divergieren, sondern auch, dass die Dimensionen des Shareholder Values nicht immer sauber voneinander abgegrenzt sind.<sup>212</sup> Es wird nicht immer deutlich, ob der Shareholder Value als finanzwirtschaftliche Mess- und Erfolgsgrösse oder als unternehmerische Handlungsmaxime verstanden wird. Während sich die Diskussion um den Shareholder Value in vielen Beiträgen der Betriebswirtschaft darauf konzentriert, wie der Wert des Unternehmens für die Eigenkapitalgeber ordnungsgemäss zu ermitteln ist<sup>213</sup> (Shareholder Value als finanzwirtschaftliche Messgrösse), diskutieren andere Arbeiten dessen grundsätzliche Eignung als oberste Zielgrösse der kapitalgesellschaftlich organisierten Unternehmung<sup>214</sup> (Shareholder Value als Handlungsmaxime).

---

<sup>207</sup> Die Folge der nur unzureichenden Kontrolle ist eine massive Managermisswirtschaft. Die in dieser Zeit durchlaufene Entwicklung wird im Schrifttum als „Manager-Kapitalismus“ bezeichnet. Vgl. MARRIS (1964).

<sup>208</sup> Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1986), S. 462; SKRZIPEK (2005), S. 10.

<sup>209</sup> Vgl. ANSOFF (1965).

<sup>210</sup> Vgl. PORTER (1985).

<sup>211</sup> Vgl. RAPPAPORT (1999), S. 84.

<sup>212</sup> Vgl. FECHTEL (2001), S. 24 und die dort angeführte Literatur.

<sup>213</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 99 f.; OSTROWSKI (2007), S. 35 ff.

<sup>214</sup> Vgl. HÖPNER (2003), S. 15 f.

Der folgende Abschnitt setzt sich zunächst mit der Legitimität der Shareholder-Value-Orientierung als Handlungsmaxime auseinander. Hierfür soll das Wesen und die theoretische Fundierung des Shareholder-Value-Ansatzes aus einer finanzwirtschaftlichen und kapitalmarktorientierten Sicht dargestellt werden, um darauf aufbauend allgemeine und praxisorientierte betriebswirtschaftliche Überlegungen zu erläutern. Analog zu einem weitläufig akzeptierten Begriffsverständnis soll die Shareholder-Value-Orientierung hierfür definiert werden als:<sup>215</sup>

*Shareholder-Value-Orientierung meint die Ausrichtung der Unternehmensführung an den ökonomischen Interessen des Aktionariats mit dem Ziel, durch Hinwendung auf die Wertposition des Eigenkapitals dessen Wohlstand zu vermehren.*

### 3.1.2 Theoretischer Geltungsanspruch des Shareholder Values

Den theoretischen Unterbau der Zielausrichtung an der Wertposition des Eigenkapitals liefert bereits im Jahr 1930 der amerikanische Ökonom IRVING FISHER im Aufsatz „*The Theory of Interest*“<sup>216</sup>. In seinem als „FISHER’sche Separation“ bekannten Theorem beschreibt er die Abhängigkeit eines funktionierenden Marktes von einer präferenzfreien und intersubjektiv gültigen Beurteilung von Zahlungsströmen nach ihrem Barwert.<sup>217</sup> FISHER (1930) zeigt, dass für die Evaluation von Unternehmensentscheidungen ausschliesslich die Maximierung der Kapitalwerte von Investitionsprojekten als „Beurteilungsgrösse herangezogen werden kann“<sup>218</sup>. Durch die von ihm vorgenommene sachliche Trennung von Konsum- oder Nutzenpräferenzen und Investitionsentscheidungen ergibt sich unter der Prämisse vollständiger Kapitalmärkte als oberstes Unternehmensziel die Maximierung des Unternehmenswerts.<sup>219</sup>

<sup>215</sup> Ein deckungsgleiches Begriffsverständnis findet sich zum Beispiel bei HORVÁTH/HERTER/MICHEL (1994), S. 235; VOLKART (1995), S. 1064; FECHTEL (2001), S. 26.

<sup>216</sup> Vgl. FISHER (1930). FISHERS fundamentale Überlegungen werden nach dem zweiten Weltkrieg von JACK HIRSHLEIFER (1970) aufgegriffen, präzisiert und verbreitet. JENSEN (2001), S. 299 berichtet, dass das Shareholder-Value-Prinzip sogar auf einer 200-jährigen betriebswirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Forschungsgeschichte basiert.

<sup>217</sup> Zur FISHER-Separation vgl. COPELAND/WESTON/SHASTRI (2008), S. 51 ff.

<sup>218</sup> SKRZIPEK (2005), S. 11 f. Auch ALFRED RAPPAPORT bleibt in seinen Arbeiten dem „Barwertdenken“ verhaftet.

<sup>219</sup> Vgl. SCHREDELSEKER (2003), S. 102. Vgl. zum Beispiel auch COPELAND/WESTON/SHASTRI (2008), S. 53.

Auch aus der *Theorie der Verfügungsrechte*<sup>220</sup> (*Property Rights Theory*) lassen sich Hinweise für den Geltungsanspruch der Shareholder-Value-Orientierung ableiten. Als Teil der *Neuen Institutionenökonomik* beschäftigt sich die Theorie der Verfügungsrechte mit Handlungs- und Verfügungsrechten an Wirtschaftsgütern und geht in ihrem grundlegenden Gedankengerüst auf den 1960 veröffentlichten Aufsatz „*The Problem of Social Cost*“ von RONALD COASE zurück. COASE (1960) weist darin nach, dass unter der Annahme der Absenz von Transaktionskosten die „Anordnung der Rechtspositionen keinen Einfluss auf die Effizienz der Ressourcenallokation hat, da sich in diesem Fall durch den Tauschweg eine effiziente Allokation durchsetzen würde“<sup>221</sup>. In der Wirtschaftsrealität indessen ist die Zuteilung von Verfügungsrechten für die Allokationseffizienz von Ressourcen entscheidend. Denn Transaktionskosten können verhindern, dass die beteiligten Akteure ihre Rechtspositionen so umstellen, dass daraus tatsächlich eine effiziente Allokation von Ressourcen resultiert.<sup>222</sup>

Die Theorie der Verfügungsrechte argumentiert im Hinblick auf die Shareholder-Value-Orientierung, dass die Unternehmung ein Netzwerk von Vertragsbeziehungen darstellt, das dem Ziel einer effizienten Produktionsorganisation dient.<sup>223</sup> Das Recht zur Kontrolle steht derjenigen Anspruchsgruppe zu, welche die Risikoverantwortung trägt.<sup>224</sup> Diese Eigenschaft erfüllen nur die Aktionäre, weshalb ihnen neben den Kontrollrechten auch die Residualansprüche zustehen.<sup>225</sup> Die Leistungen der übrigen Anspruchsgruppen werden indessen vertraglich abgegolten, weshalb die Eigentümer Geltung als primäre Anspruchsgruppe aufweisen.<sup>226</sup>

GROSSMANN/HART (1986) und darauf aufbauend HART/MOORE (1990) legen ihrer Argumentation zwar keine umfassenden Vertragswerke mit sämtlichen Anspruchsgruppen zugrunde, nutzen aber ebenfalls die Theorie der Verfügungsrechte, um die Ausrichtung an den Aktionärsinteressen zu legitimieren.<sup>227</sup> Sie begründen die Ausrichtung am Wert der Eigenkapitalgeber mit deren Residualansprüchen. Im Falle einer

---

<sup>220</sup> Im deutschsprachigen Schrifttum findet sich für die *Property Rights Theory* auch der Begriff „Theorie der Eigentumsrechte“. Vgl. statt vieler DRUNEN (2010), S. 141.

<sup>221</sup> Vgl. DRUNEN (2010), S. 142.

<sup>222</sup> Vgl. COASE (1960), S. 148 ff.; DRUNEN (2019), S. 142.

<sup>223</sup> Vgl. SKRZIPEK (2005), S. 12.

<sup>224</sup> Vgl. ALCHIAN/DEMETZ (1972), S. 777 ff.; JENSEN/MECKLING (1976), S. 305 ff.

<sup>225</sup> RICHTER/FURUBOTN (1999), S. 272 f.; DCGK (2013), S. 3.

<sup>226</sup> Diese Vorstellung liegt auch den Arbeiten RAPPAPORTS zugrunde und ist von der neoklassischen Theorie geprägt.

<sup>227</sup> Vgl. GROSSMANN/HART (1986), S. 691 ff.; HART/MOORE (1990), S. 1119 ff.

Insolvenz werden zunächst die vertraglich zugesicherten Ansprüche der übrigen Parteien befriedigt. Entsprechend sind es die Aktionäre, die das grösstmögliche Interesse am Fortbestand der Unternehmung aufweisen. Eine Ausrichtung des Handelns an den ökonomischen Bedürfnissen der Eigentümer erscheint damit gerechtfertigt.<sup>228</sup> SHLEIFER/VISHNY (1997) arbeiten anknüpfend an der Argumentation von GROSSMANN/HART (1986) heraus, dass die Eigentümer eines Unternehmens im Vergleich zu den sonstigen Anspruchsgruppen eines Unternehmens über effektivere Durchsetzungsmöglichkeiten ihrer Interessen verfügen. Zusätzlich vermögen es die Anteilseigner, notwendige Strukturen einer *Corporate Governance*<sup>229</sup> umzusetzen.<sup>230</sup>

Neben die Theorie der Verfügungsrechte und die Investitionstheorie tritt auch ein Mechanismus, der mitunter als Kernbaustein der modernen Finanzierungs- und Finanzmarkttheorie<sup>231</sup> bezeichnet wird: *Die Effizienzmarkthypothese*.<sup>232</sup> Sie schliesst die theoretische Lücke zwischen den von der Unternehmung generierten Zahlungsströmen und den von Aktionären vereinnahmten Renditen, die sich aus Dividenden und Kapitalgewinnen zusammensetzen. Die Effizienzmarkthypothese stellt das kapitalmarkttheoretische Fundament der Arbeiten RAPPAPORTS dar.<sup>233</sup> Sie beschäftigt sich vorrangig mit der Informationseffizienz von Kapitalmärkten und der Kursentwicklung gehandelter Wertpapiere. Ein Kapitalmarkt gilt nach Lehre der Effizienzmarkthypothese als vollständig informationseffizient, wenn er sämtliche Informationen in ihrer Gesamtheit

<sup>228</sup> Vgl. hierzu auch EASTERBROOK/FISCHEL (1991), S. 91.

<sup>229</sup> Die GRUNDSATZKOMMISSION CORPORATE GOVERNANCE definiert ihre Zielsetzung als die „Verwirklichung einer verantwortlichen, auf Wertschöpfung ausgerichteten Leitung und Kontrolle von Unternehmen und Konzernen“. Vgl. GRUNDSATZKOMMISSION (2000). Damit verdeutlicht die Kommission die Bedeutung von Wertsteigerung als unternehmerische Zielgrösse.

<sup>230</sup> Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1997), S. 744 f.

<sup>231</sup> JENSEN/SMITH (1984), S. 2, sprechen in diesem Zusammenhang von der *Theory of Finance*, die sich seit den 1950er Jahren durch einen zunehmend deskriptiven Forschungsansatz und verstärkt basierend auf analytischen Methoden der *Economic Theory* als eigenständige Forschungsrichtung entwickelt hat.

RUDOLPH (1979), S. 1034, definiert die Finanzierungstheorie entsprechend der angelsächsischen Begriffsverwendung zweigeteilt: „Sie hat zum einen die Märkte, an denen Finanzierungsmittel angeboten und nachgefragt werden, systematisch zu beschreiben und Erklärungshypothesen für die an diesen Märkten herrschenden Bedingungen zu entwickeln; sie hat zum anderen auf der Grundlage solcher Hypothesen Prognoseverfahren und Entscheidungskriterien bereitzustellen, die sich bei der Planung des Investitionsprogrammes und der Finanzierungsmassnahmen von Unternehmen einsetzen lassen.“

Die klassische deutschsprachige Literatur betrachtet die „Finanzierungstheorie in einem engeren Sinne als reine Theorie der Unternehmensfinanzierung“. Vgl. FECHTEL (2001), S. 26.

<sup>232</sup> Die Effizienzmarkthypothese gilt als mathematisch-statistische Theorie der Volkswirtschaftslehre und ist durch die Arbeit von SAMUELSON (1965) und FAMA (1970) fundamental geprägt. Im deutschsprachigen Schrifttum ist auch von der Theorie des effizienten Marktes die Rede. Vgl. FECHTEL (2001), S. 27.

<sup>233</sup> Neben der Effizienzmarkthypothese sind es vor allem die auf MARKOWITZ (1952) zurückgehende Portfoliotheorie und das von SHARPE (1964), LINTNER (1965) und MOSSIN (1966) entwickelte *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, die Implikationen für die Preisbildung an den Kapitalmärkten bereithalten. Eine vertiefte Auseinandersetzung und Herleitung des *CAPM* findet sich bei ELTON ET AL. (2007), S. 284 ff.; BODIE/KANE/MARCUS (2009), S. 280 ff.

und zeitlich unmittelbar in den Kursen der Wertpapiere verarbeitet.<sup>234</sup> Die Preise der an ihm gehandelten Wertpapiere spiegeln somit sämtliche verfügbaren Informationen jederzeit vollständig und korrekt wider.<sup>235</sup>

Das voranstehende strikt definierte Effizienzkriterium ist nicht mit einer an den Kapitalmärkten beobachtbaren, über die marktübliche Verzinsung hinausgehenden Rendite vereinbar.<sup>236</sup> Daher ist es nötig, zwischen verschiedenen Formen der Markteffizienz zu differenzieren. Die wohl bekannteste Kategorisierung der Markteffizienz geht auf FAMA (1970) zurück. Er unterscheidet zwischen drei Formen der Informationseffizienz in Bezug auf die Art und den Umfang der durch den Markt transformierten Informationen im Rahmen der Preisbildung.<sup>237</sup>

- Unter der Annahme *der schwachen Form* der Informationseffizienz werden in den Wertpapierkursen lediglich historische Kursinformationen verarbeitet. Renditen, die über die marktübliche Verzinsung hinausgehen, sind durch die Auswertung vergangener Kurse nicht zu erzielen. Die Mehrheit der empirischen Untersuchungen zur Markteffizienz weist auf die Gültigkeit der schwachen Form der Markteffizienz hin.<sup>238</sup>
- Bei Gültigkeit der *halbstrengen Form* von Informationseffizienz reflektieren die Aktienkurse neben den historischen Preisen sämtliche öffentlich verfügbaren Informationen. Mithilfe der Auswertung aller öffentlichen Informationen ist es nicht möglich, systematisch Überrenditen zu erwirtschaften.
- Die *strenge Form* der Informationseffizienz unterstellt, dass alle existierenden Informationen in den Aktienkursen verarbeitet sind. Damit ist es für Anleger auch mithilfe von Insiderinformationen nicht möglich, systematische Überrenditen zu generieren. Eine Bedingung für die Gültigkeit der strengen Form der Markteffizienz ist, dass keine Kosten für die Beschaffung von Informationen

---

<sup>234</sup> Vgl. FAMA (1970), S. 383.

<sup>235</sup> Vgl. BREALEY/MYERS (2003), S. 290.

<sup>236</sup> Vgl. FAMA (1991), S. 1575; STEINER/BRUNS (2002), S. 43.

<sup>237</sup> Diese von FAMA (1970) vorgenommene Kategorisierung der Informationseffizienz geht in ihrem Ursprung auf ein unveröffentlichtes Arbeitspapier von ROBERTS (1967) mit dem Titel „*Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market*“ zurück. Vgl. FAMA (1970), S. 388 f.

<sup>238</sup> Vgl. MAY (1994), S. 12.

und für das Handeln von Wertpapieren anfallen.<sup>239</sup> Realiter ist die strenge Form der Effizienz entsprechend abzulehnen, da die Anleger für den Aufwand der Informationsbeschaffung nicht kompensiert würden.<sup>240</sup>

Bislang konnten weder die schwache noch die halb strenge Form der Informationseffizienz widerlegt werden.<sup>241</sup> Insbesondere für den US-amerikanischen und die europäischen Kapitalmärkte wird vor dem Hintergrund der vorliegenden empirischen Befunde von der Gültigkeit der halb strengen Form der Informationseffizienz ausgegangen.<sup>242</sup> FAMA (1991) konstatiert, dass die Gültigkeit der halb strengen Informationseffizienz insbesondere im Rahmen unternehmensspezifischer Ereignisse unterstellt werden darf.<sup>243</sup> Tabelle 2 fasst die Formen der Informationseffizienz zusammen.

	EFFIZIENT IN BEZUG AUF...		ÜBERRENDITEN NICHT MÖGLICH DURCH...	EMPIRISCHE EVIDENZ
SCHWACHE INFORMATIONSEFFIZIENZ	Historische Kurse		Technische Chartanalyse	Kaum empirisch belegt
HALBSTRENGE INFORMATIONSEFFIZIENT	Historische Kurse	Öffentliche Informationen	Fundamental- analyse	Empirisch bestätigt
STRENGE IN- FORMATIONSEFFIZIENZ	Historische Kurse	Öffentliche Informationen	Insider- informationen	Empirisch falsifiziert.

Tabelle 2: *Formen der Informationseffizienz (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an SCHEUFELE/HAAAS [2008], S. 27)*

Die Effizienzmarkthypothese bietet auch Implikationen für die Anwendbarkeit der Shareholder-Value-Orientierung. Der sich im Aktienkurs verdichtende Wert eines Unternehmens, stellt sich als nicht „zu manipulierender objektiver Erfolgsmaßstab dar, der sämtliche relevanten Daten verarbeitet“<sup>244</sup>. JENSEN/SMITH (1984) konstatieren zur

<sup>239</sup> Vgl. GROSSMANN/STIGLITZ (1980), S. 405.

<sup>240</sup> Vgl. FAMA (1991), S. 1575.

<sup>241</sup> Vgl. hierzu schon früh zum Beispiel FAMA (1970), S. 387, und jüngeren Datums LO (2007), S. 12 f.

<sup>242</sup> Vgl. für das Beispiel des deutschen Kapitalmarkts die bei FECHTEL (2001), S. 29, angeführte Literatur.

<sup>243</sup> Vgl. FAMA (1991), S. 1601 f.

<sup>244</sup> Vgl. FECHTEL (2001), S. 29; BREALEY/MYERS (2003), S. 200 ff.

Effizienzmarkthypothese: „*There is no ambiguity about the firm's objective function: Managers should maximize the current market value of the firm.*“<sup>245</sup>

### 3.1.3 Praktischer Geltungsanspruch des Shareholder Values

Angrenzend an die in der finanzwirtschaftlichen Theorie kaum noch bestrittene Bedeutung des Shareholder Values sind auch praktische Überlegungen geeignet, um dessen Legitimität darzulegen.<sup>246</sup>

Die betriebswirtschaftliche Relevanz der Unternehmenswertsteigerung ergibt sich vorwiegend aus den Entwicklungen der Kapitalmärkte sowie deren rascher Liberalisierung und Deregulierung in den vergangenen Jahrzehnten. FECHTEL (2001) berichtet, dass „der Kapitalmarkt und seine historische Entwicklung [...] unternehmerische Rahmenbedingungen setzen, die die Zielbildung der Unternehmung und dabei vor allem die Bedeutung der Wertorientierung als expliziter Zielausrichtung auf die Erfüllung von Eigentümerinteressen entscheidend prägen“<sup>247</sup>. Drei Strömungen sind dafür verantwortlich, dass sich Unternehmen, die ihre Aktivitäten nicht „konsequent auf eine Steigerung des Unternehmungswerts ausrichten, [...] nicht am Markt behaupten können“<sup>248</sup>:

- *Effizienzsteigerungen im Markt für Unternehmenskontrolle*
- *Anlegeraktivismus*
- *steigender Wettbewerbsdruck um Finanzmittel auf den internationalen Kapitalmärkten*<sup>249</sup>

Das in seinen Grundzügen von Vertretern der *Chicago School*<sup>250</sup> entwickelte Konzept des Markts für Unternehmenskontrolle (*Market for Corporate Control*)<sup>251</sup> beruht auf

<sup>245</sup> Vgl. JENSEN/SMITH (1984), S. 5.

<sup>246</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 65.

<sup>247</sup> Vgl. FECHTEL (2001), S. 38.

<sup>248</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 65.

<sup>249</sup> Vgl. im Folgenden COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 31 ff.

<sup>250</sup> Zu nennen ist insbesondere MANNE (1965).

der Sichtweise, dass eine Unternehmung, sofern sie ihr Handeln nicht an der Steigerung des Shareholder Values ausrichtet, zum Zielobjekt feindlicher Übernahmen wird. Die Überlegungen zur Entstehung des *Market for Corporate Control* basieren auf der neoklassischen Preistheorie, wonach der Preismechanismus eine optimale Ressourcenallokation sicherstellt.<sup>252</sup> Die Unternehmung fällt durch die Transaktionstätigkeit demnach langfristig dem Eigentümer zu, der sie effizient bewirtschaftet; also dasjenige Management einsetzt, das die Unternehmensressourcen optimal nutzt und somit maximale Wertsteigerung erzielt.<sup>253</sup> Damit entfaltet der Markt für Unternehmenskontrolle im Hinblick auf die durchzusetzenden Wertsteigerungsinteressen der Aktionäre eine disziplinierende oder sanktionierende Wirkung auf das Management.<sup>254</sup> Im Idealfall sorgt er dafür, dass Ressourcen ihrer wertmaximierenden Verwendung zugeführt werden.<sup>255</sup>

Mit Blick auf die Effizienzmarkthypothese wird zudem deutlich, dass ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle ein bestimmtes Mass an Informationseffizienz voraussetzt.<sup>256</sup> Ein ineffizient handelndes Management sollte sich demnach auch in einer tiefen Kapitalmarktbeurteilung des Unternehmens niederschlagen.<sup>257</sup>

Ein sich vor dem Hintergrund der massiven Managermisswirtschaft der 1960er und 1970er Jahre entwickelnder Anlegeraktivismus festigt die Ausrichtung am Unternehmenswert als oberste Zielgrösse. Stand den Anlegern in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts – bedingt durch die mehrheitlich in breitem Streubesitz befindlichen Publikumsgesellschaften – als Option zur Disziplinierung des Managements lediglich der Verkauf der Anteile (*Exit*) zur Verfügung, so etabliert die Ausübungsmöglichkeit der

<sup>251</sup> Synonym für den Markt für Unternehmenskontrolle finden sich in der Literatur auch die Termini Take-over-Markt und Unternehmenskontrollmarkt. Vgl. BORNER (1999), S. 195.

<sup>252</sup> Vgl. BRADLEY/JARELL (1988), S. 253.

<sup>253</sup> Vgl. zum Beispiel BÜHNER/WEINBERGER (1991), S. 194; GRAML (1996), S. 66; FECHTEL (2001), S. 39.

<sup>254</sup> Zu ergänzen ist, dass beginnend in den 1980er und 1990er Jahren im angelsächsischen Raum die Tendenz zur Entlassung von Top-Managern aufkommt, wenn die Unternehmung aufgrund tiefer Bewertungen an den Kapitalmärkten zum Ziel von Übernahmeversuchen wird. Prominentes Beispiel ist die Entlassung von RON MILLER als Chef der WALT DISNEY COMPANY im Jahr 1984. Beispiel jüngeren Datums ist der ehemalige HEWLETT-PACKARD-Konzernchef LEO APOTHEKER, der nach der überbewerteten Übernahme des Softwareunternehmens AUTONOMY im Jahr 2011 entlassen wurde.

<sup>255</sup> Vgl. JENSEN/RUBACK (1983), S. 5 ff.; GRAML (1996), S. 66.

<sup>256</sup> Zur Auseinandersetzung mit den rechtlichen Rahmenbedingungen für eine adäquate Sanktionswirkung des Markts für Unternehmenskontrolle vgl. BAUMS (1993).

<sup>257</sup> Als Kontrollübernahme wird die faktische Übernahme der Kontrolle durch eine juristische oder natürliche Person oder Personengruppe verstanden. Vgl. BORNER (1999), S. 195.

Stimmrechte (*Voice*) im Rahmen von Anlegergemeinschaften eine weitaus aktivere Einflussnahme.<sup>258</sup>

Jüngere Studien zeigen, dass der Trend zur Institutionalisierung, d. h. zu einer „zunehmenden Delegation privater Ersparnisse an professionelle Kapitalanleger“<sup>259</sup> nicht abgeschlossen ist, sondern nach wie vor als bedeutende Entwicklung an den Kapitalmärkten angesehen werden kann.<sup>260</sup> Der Grund hierfür liegt vor allem in den zu Beginn der 2000er Jahre öffentlich gewordenen Betrugsfällen in den USA (z. B. ENRON [2001], WORLDCOM [2002]) und Europa (z. B. COMROAD [2002], PARMALAT [2003]). Im Schweizer Kontext sind die Insolvenz und der folgende Zusammenbruch der Fluggesellschaft SWISSAIR im Jahr 2001 sowie der Kollaps der familiengeführten ERB-Gruppe im Jahr 2003 anzuführen. Getrieben durch den erheblichen Schaden, den die Anteilseigner im Rahmen der milliarden schweren Betrugsfälle und Unternehmenskonkurse erlitten, beginnt eine „Neubewertung und Verbesserung der vorhandenen Führungs- und Kontrollstrukturen“<sup>261</sup>, die in einer aktiven Befürwortung stärkerer Implementierung und Institutionalisierung von *Corporate-Governance*-Mechanismen mündet. WEICHSLER (2009) expliziert für die Zielsetzung der *Corporate Governance*, dass „durch geeignete Strukturen, Prozesse und Mechanismen sichergestellt werden soll, dass eine stärkere Ausrichtung des Managements von Publikumsgesellschaften an den Interessen der Anteilseigner stattfindet und somit das bereitgestellte Eigenkapital im Sinne der Anteilseigner wertsteigernd eingesetzt wird“<sup>262</sup>. Exemplarisch für die fortlaufende Weiterentwicklung im Bereich der Shareholder-Value-Orientierung kann in diesem Kontext das wachsende Bewusstsein für die Bedeutung von Anreizsystemen, etwa im Rahmen der Diskussion um aktien- und aktionsoptionsbasierte Vergütungsmodelle, angeführt werden.<sup>263</sup>

Auch die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-2009 und ihre wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen zeigen Optimierungsbedarf im Bereich des Anlegeraktivismus und fordern zu einer konsistenten Ausrichtung am Shareholder Value auf.

---

<sup>258</sup> Institutionelle Investoren besitzen einen grösseren Anreiz, sich intensiver mit den Unternehmungen auseinanderzusetzen als Kleinanleger, für die die Kosten einer Informationsbeschaffung den möglichen Nutzen übersteigen. Vgl. HIRSCHMAN (1972), S. 46. Zum *Freedrider*-Problem vgl. GILLAN/STARKS (1997); KIM/LYON (2011); SCHNEIDER/Ryan (2011).

<sup>259</sup> STEIGER (1998), S. 2.

<sup>260</sup> Vgl. zum Beispiel STEIGER (1998), S. 2; FLEISCHER (2011), S. 155.

<sup>261</sup> Vgl. WEICHSLER (2009), S. 5.

<sup>262</sup> Vgl. WEICHSLER (2009), S. 5.

<sup>263</sup> Vgl. THAKOR/DEGRAFF/QUINN (2001), S. 282.

FLEISCHER (2011) bemerkt, dass „neben den Aufsichtsräten [...] die institutionellen Investoren ins Fadenkreuz der Kritik geraten“ sind. Die EUROPÄISCHE KOMMISSION führt Ähnliches an: „*Shareholders do not seem to have fulfilled their role of ‚responsible owners‘, which entails actively monitoring companies and using shareholder rights to ensure long-term viability of companies and improve their Corporate Governance and strategy.*“<sup>264</sup> Als grösste Aktionärsgruppe der Finanzindustrie werden insbesondere die institutionellen Investoren gerügt.<sup>265</sup>

Schliesslich ist es auch der zunehmende Wettbewerbsdruck um Finanzmittel auf den internationalen Kapitalmärkten, der die unternehmerische Bedeutung der Shareholder-Value-Orientierung aufzeigt. Er resultiert aus veränderten Wettbewerbsbedingungen, einem erhöhten Bedarf an Finanzierungsmitteln sowie einer globalisierten Weltwirtschaft.<sup>266</sup> Zum einen erfordert die Notwendigkeit globaler Präsenz in vielen Produkt- und Absatzmärkten, neue Finanzierungsquellen und Kapital zu akquirieren, zum anderen zwingen abnehmende Technologie- und Produktlebenszyklen und damit eng verbunden die rasch an Bedeutung verlierenden Wettbewerbsvorteile zu erhöhtem Investitionsbedarf im Bereich der Forschung und Entwicklung, um neue Fähigkeiten und Geschäftsbereiche zu erschliessen.<sup>267</sup> Verschärfend wirkt sich in diesem Zusammenhang die Transparenz des Shareholder Values aus. So veröffentlicht etwa die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft PRICEWATERHOUSECOOPERS einen Shareholder-Value-Index und vergibt zusammen mit EFINANCIAL NEWS und dem EUROPEAN BUSINESS FORUM den *European Shareholder Value Award*.<sup>268</sup> Insofern stellt der Shareholder-Value-Gedanke die Unternehmenskommunikation vor wichtige Aufgaben<sup>269</sup> und es überrascht nicht, dass die Öffentlichkeitsarbeit vieler europäischer Kon-

<sup>264</sup> Vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION (2010), S. 24 f.

<sup>265</sup> Wörtlich heisst es: „*Institutional shareholders, which form the largest portion of financial institutions’ shareholders, seem to have contributed to excesses, rather than curbing them. There is some evidence that banks with more institutional ownership took more risk before the crisis and experienced larger losses. Furthermore, passive, short-term oriented investment strategies create ‘ownerless companies’ where too much power is concentrated in the hands of the management or/and certain shareholders with larger stakes and the management is not being held accountable for what they do.*“ Vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION (2010), S. 25.

<sup>266</sup> Vgl. FECHTEL (2001), S. 3 f.

<sup>267</sup> Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 32 ff.

<sup>268</sup> Vgl. SCHREDELSEKER (2003), S. 101. Auch andere Unternehmen verleihen inhaltlich deckungsgleiche Auszeichnungen. Seit 2002 vergibt etwa die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft KPMG ebenfalls einen *Shareholder Value Award*.

<sup>269</sup> Vgl. KOHLÖFFEL (2000), S. 45.

zerne das unternehmenswertorientierte Handeln des Managements in den Mittelpunkt der Kommunikation stellen.<sup>270</sup>

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die Ausrichtung am Shareholder Value sowohl einen theoretisch fundierten als auch einen umfassenden praxisrelevanten Geltungsanspruch erheben darf. In der angelsächsischen, ebenso wie in der deutschsprachigen Literatur steht die Ausrichtung am Wert des Eigenkapitals im Vordergrund des Unternehmenszwecks.<sup>271</sup> SPREMAN (2007) postuliert hierzu: „Selbstverständlich kommt es, wie bereits FISHER argumentierte, bei allem auf den Wert der Unternehmung an.“<sup>272</sup> Missdeutungen der Shareholder-Value-Orientierung, etwa im Kontext verfehlter Anreiz- und Remunerationspolitik in den 1990er Jahren oder jüngst im Rahmen der Finanz- und Wirtschaftskrise, erfordern keineswegs die Ausarbeitung einer gänzlich neuen Zielgrösse, sondern eher eine stringenteren Umsetzung der Wertorientierung.<sup>273</sup> Der Geltungsanspruch des Shareholder Value wird schon deshalb nicht an Bedeutung verlieren, weil die Residualansprüche der Aktionäre deren Interesse am Fortbestand des Unternehmens sicherstellen. Dass unternehmerischer Erfolg anhand seines Werts für die Eigentümer beurteilt wird, muss auch heute der übergeordnete Leitgedanke für das Management sein.<sup>274</sup> Insgesamt ist es daher zielführend, die Beurteilung von Spin-off-Erfolg an seinem Beitrag zum Shareholder Value festzumachen.<sup>275</sup>

Der nachfolgende Abschnitt diskutiert die ordnungsmässige Ermittlung des Shareholder Values.<sup>276</sup>

---

<sup>270</sup> Vgl. SIEGERT (1995), S. 593.

<sup>271</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 64.

<sup>272</sup> Vgl. SPREMAN (2007), S. 4.

<sup>273</sup> Vgl. SCHREDELSEKER (2003), S. 106.

<sup>274</sup> Ähnlich auch HUNGENBERG (2002), S. 8.

<sup>275</sup> Die Begriffe „Unternehmenswert“ und „Wert des Eigenkapitals“ werden im Folgenden teilweise synonym verwendet. Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 9.

<sup>276</sup> Im Folgenden wird dort, wo es zur Verdeutlichung der Ausführungen notwendig erscheint, auf die von ADOLF MOXTER geprägten „Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung“ zurückgegriffen. Vgl. MOXTER (1983). Die Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung stellen gemäss METZ (2007) „ein System anerkannter zweckorientierter Regeln der Unternehmensbewertung dar und bestimmen die bei der Unternehmensbewertung erforderliche Sorgfalt“. Vgl. METZ (2007), S. 4.

## 3.2 Shareholder Value als finanzwirtschaftliche Erfolgsgrösse

### 3.2.1 Ökonomischer Wertbegriff und Unternehmenswerttheorie

Im folgenden Abschnitt werden zunächst der Charakter und der Geltungsanspruch des Unternehmenswerts konkretisiert. Bislang wurde geklärt, dass der Unternehmenswert einen umfassenden Geltungsanspruch aufweist und damit grundsätzlich für die Spin-off-Beurteilung geeignet ist. Es ist jedoch zu untersuchen,

- *welche Unternehmenswerttheorien existieren,*
- *welche Verfahren der Unternehmenswertermittlung zur Verfügung stehen und*
- *welche konkrete Grösse als Erfolgsmasstab für den Spin-off herangezogen werden soll.*

Der ökonomische Wertbegriff wurzelt in der ricardianischen und der marxistischen Volkswirtschaftslehre.<sup>277</sup> Der Wert eines Gutes gilt darin als „objektive Eigenschaft, die sich auf Grundlage von Tauschrelationen, etwa anknüpfend an den Kosten für die Produktion und die Arbeitszeit, ermitteln lässt“<sup>278</sup>.

Der Ansatz, welcher von der Existenz objektiver, jedem Objekt innewohnender Werte ausgeht, wird im Rahmen der Literatur und Lehre der Unternehmensbewertung bis in die 1960er Jahre verfolgt.<sup>279</sup> Die Vorstellung, den Wert einer Unternehmung „möglichst losgelöst von konkreten Bezugspersonen als Bewertungsinteressenten und auf der Basis von Faktoren zu ermitteln, die von ‚jedermann‘ realisiert werden könnten“<sup>280</sup>, ist in der frühen Literatur zur Unternehmensbewertung weit verbreitet. Die Vertreter dieser *objektiven Werttheorie* berufen sich auf den „Wert des Unternehmens an sich“<sup>281</sup> und beurteilen den objektiven Wert der Unternehmung, „wie sie steht und liegt“<sup>282</sup>. Die objektive Werttheorie geht dabei implizit davon aus, dass der Wert eines

<sup>277</sup> Vgl. FECHTEL (2001), S. 23.

<sup>278</sup> Vgl. LÖFFLER (1979), S. 16.

<sup>279</sup> Vgl. zum Beispiel die Arbeiten von MORAL (1920); LEITNER (1926); GELHAUSEN (1948); MELLEROWICZ (1952); VIEL (1955); HERZOG (1962). Für weitere Vertreter der objektiven Werttheorie vgl. die bei WITTMANN (1956), S. 64 f., angeführte Literatur.

<sup>280</sup> Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 14.

<sup>281</sup> Vgl. KRAUS-GRÜNEWALD (1995), S. 1839.

<sup>282</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 62.

Unternehmens – sofern er objektiv ermittelt wird – für alle Beteiligten bzw. Marktteilnehmer von Bedeutung ist.<sup>283</sup>

*Den Wert einer Unternehmung gibt es nicht.*<sup>284</sup> Die Vorstellung, jedem Wirtschaftsgut einen einzigen, „objektiven“<sup>285</sup>, „wahren“<sup>286</sup> oder „richtigen“<sup>287</sup> Wert beimessen zu können, wird in den Wirtschaftswissenschaften entsprechend bereits früh aufgrund der unbefriedigenden Ergebnisse verworfen.<sup>288</sup> Es hat sich als falsch erwiesen, dass sich durch die Bestimmung eines objektiven Werts der „Überwindung eines Interessengegensatzes zwischen den Bewertungsinteressen durch die Unparteilichkeit des Bewerter“<sup>289</sup> genähert werden könne. Die moderne Unternehmensbewertung hat gezeigt, dass es einen objektiven Unternehmenswert schlichtweg nicht gibt;<sup>290</sup> dies ist in der betriebswirtschaftlichen Literatur mittlerweile unbestritten. Ein von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien losgelöster Unternehmenswert muss schon deshalb scheitern, weil er keinen bzw. kaum einen Aussagegehalt für die Beteiligten besitzt.<sup>291</sup> PEEMÖLLER (2009) hält ebenso fest, dass ein objektiver Wert generell nicht zu ermitteln ist, „da sich der Wert aus einer Objekt-Subjekt-Beziehung ergibt“<sup>292</sup>. Seine Eignung, etwa als Basispreis von Verhandlungen, in denen gerade die subjektiven Interessen der Parteien durchzusetzen sind, ist entsprechend abzulehnen.<sup>293</sup> Ein als objektiv bezeichneter Unternehmenswert ist daher stets theoretisch anfechtbar, nicht begründbar und selbstverständlich nichtssagend.<sup>294</sup>

Basierend auf diesen Überlegungen, setzt sich nach der Lehre der *subjektiven Werttheorie* „eine relationale Vorstellung vom Wert eines Gutes durch“<sup>295</sup>, wobei diese mass-

<sup>283</sup> Vgl. HOMMEL/DEHMEL (2006), S. 40.

<sup>284</sup> Vgl. SIEBEN (1983), S. 539.

<sup>285</sup> Vgl. MELLEROWICZ (1952), S. 12.

<sup>286</sup> In der Rechtsprechung indessen ist der „wahre“ Wert eines Wirtschaftssubjekts Grundlage für die Bemessung von Abfindungen. In diesem Kontext handelt es sich allerdings eher um eine terminologische Abgrenzung zu anderen Wertbegriffen. Vgl. METZ (2007), S. 3.

<sup>287</sup> Vgl. METZ (2007), S. 3.

<sup>288</sup> Eine Unternehmenstransaktion kommt nur dann zustande, wenn Verkäufer und Käufer dem „Wirtschaftsgut“ Unternehmen unterschiedliche Werte beimessen. Vgl. FECHTEL (2001), S. 24; FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 100.

<sup>289</sup> Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 16.

<sup>290</sup> Vgl. HOMMEL/DEHMEL (2006), S. 40; MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 16.

<sup>291</sup> Vgl. BALLWIESER (2007), S. 4.

<sup>292</sup> Vgl. PEEMÖLLER (2009), S. 5.

<sup>293</sup> Vgl. HOMMEL/DEHMEL (2006), S. 40.

<sup>294</sup> Vgl. BORN (2003), S. 19.

<sup>295</sup> Vgl. FECHTEL (2001), S. 24.

geblich von den Überlegungen des italienischen Ökonomen VILFREDO PARETO geprägt ist. Die subjektive Werttheorie vertritt eine zur objektiven Theorie konträre Position. Sie ermittelt den Unternehmenswert unter Berücksichtigung der individuellen Interessen, Planungen, Ziele, Potenziale und Erwartungen von Käufer oder Verkäufer.<sup>296</sup> Die Ermittlung eines Unternehmenswerts erfordert gemäss dem Prinzip der Subjektivität die Verknüpfung des Bewertungsobjekts, mit den Vorstellungen des Bewertungsinteressenten.<sup>297</sup> In der subjektiven Werttheorie existiert damit nicht mehr nur ein einziger Wert für ein Unternehmen, sondern grundsätzlich bestehen „so viele Werte, wie Parteien [...] am Bewertungsanlass [...] beteiligt sind“<sup>298</sup>.

Seit Mitte der 1970er Jahre hat sich in der Unternehmensbewertungsliteratur zunehmend die Auffassung einer Zweckabhängigkeit des ohne Zweifel stets subjektiven Unternehmenswerts etabliert. Der „richtige“ Unternehmenswert ist demnach eine zweckgerichtete Grösse.<sup>299</sup> Die *funktionale Werttheorie* stellt diese Abhängigkeit des Unternehmenswerts von der jeweiligen Aufgabenstellung in den Vordergrund.<sup>300</sup> Dabei stützt sie sich grundsätzlich – ähnlich der subjektiven Theorie – auf die Prinzipien der Subjektivität, der Zukunftsbezogenheit sowie der Gesamtbewertung, aber eben zusätzlich auf das Prinzip der Zweckadäquanz.<sup>301</sup> „Damit hat das Unternehmen nicht nur für jeden Bewertungsinteressenten einen spezifischen Wert, sondern kann auch je nach Aufgabenstellung einen durchaus unterschiedlichen Wert haben.“<sup>302</sup>

<sup>296</sup> Vgl. MANDL/RABEL (1997), S. 7 f.

<sup>297</sup> Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 18.

<sup>298</sup> Vgl. JAENSCH (1966), S. 10.

<sup>299</sup> Vgl. BALLWIESER (2007), S. 1.

<sup>300</sup> Die sogenannte funktionale Bewertungslehre wird auch als *Kölner Funktionenlehre* oder *Kölner Schule der Unternehmensbewertung* bezeichnet und entwickelt sich in den 1970er Jahren aus einer ständigen und kontrovers geführten Diskussion zwischen Vertretern der objektiven und subjektiven Werttheorie. Massgeblich sind es MÜNSTERMANN, SIEBEN, BUSSE VON COLBE und MATSCHKE, die im Umfeld der Universität zu Köln die funktionale Unternehmensbewertungslehre prägen. Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 22.

<sup>301</sup> Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 23.

<sup>302</sup> Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 23. Auf die Darstellung spezifischer Bewertungsanlässe und -zwecke wird nicht eingegangen, da sie für die hier behandelte Fragestellung irrelevant sind. Meist werden je nach Bewertungsanlass die Beratungs-, die Vermittlungs- und die Argumentationsfunktion angeführt. Vgl. SCHILDBACH (1998), S. 301; HOMMEL/BRAUN/SCHMOTZ (2001), S. 341. Denkbar ist auch die Ermittlung von Besteuerungsgrundlagen und Bilanzwerten. Vgl. BALLWIESER (2007), S. 1.

### 3.2.2 Ermittlung des theoretischen Eigenkapitalwerts

#### 3.2.2.1 Verfahren der theoretischen Shareholder-Value-Ermittlung

Die bisherigen Ausführungen zeigen, dass sich die unternehmerische Zielsetzung im idealtypischen Zustand auf die Steigerung des Unternehmenswerts für die Anteilseigner fokussiert. Dieser Eigenkapitalwert bzw. Shareholder Value ergibt sich dabei aus dem Gesamtunternehmenswert abzüglich des Fremdkapitalwerts.<sup>303</sup> Es stellt sich die Frage nach einer adäquaten Ermittlung des Unternehmenswerts. Die darüber bestehende Kontroverse in der Ökonomie zwingt zur Behandlung der Frage, mithilfe welches Verfahrens der Shareholder-Value-Erfolg von Spin-offs zu ermitteln ist.

Grundsätzlich ist bei der definitorischen Bestimmung des Shareholder Values zwischen dem Marktwert und dem theoretisch richtigen (inneren) Wert einer Unternehmung zu unterscheiden.<sup>304</sup> Der folgende Abschnitt beschäftigt sich zunächst mit der theoretischen Bewertungslehre und deren Eignung im Hinblick auf die Erfolgsbeurteilung von Spin-offs.

Zur Ermittlung des theoretischen Unternehmenswerts hat sich mittlerweile eine umfassende Literatur entwickelt. Dabei ist die theoretische Bewertung der Unternehmung durch eine Vielzahl unterschiedlicher Bewertungsmethoden bzw. -verfahren gekennzeichnet. Der Hauptgrund hierfür liegt vor allem in den zahlreichen Bewertungsanlässen. So sind, wie im Abschnitt 3.2.1 zu den Wertkonzeptionen und zum Prinzip der Zweckadäquanz erläutert, für unterschiedliche Bewertungsanlässe auch unterschiedliche Bewertungsmethoden geeignet.<sup>305</sup> Anlässe können etwa gesetzliche Vorschriften, vertragliche Vereinbarungen oder andere Beweggründe, wie Unternehmenskäufe oder -verkäufe, sein.<sup>306</sup> Abhängig von der Aufgabenstellung der Bewertung lassen sich verschiedene Annahmen über die Unternehmensentwicklung, die Diskontierung künftiger Zahlungsströme oder auch über den zulässigen Grad an Vereinfachung und Objektivierung treffen.<sup>307</sup> Insgesamt ist festzuhalten, dass „je neuer das Schrifttum, umso stärker (a) ist der Einfluss [...] der Cashflow-basierten Wertkalküle und desto ausgepräg-

---

<sup>303</sup> Vgl. RAPPAPORT (1986), S. 51.

<sup>304</sup> Vgl. CHARIFZADEH (2002), S. 30 ff.; FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 99; OSTROWSKI (2007), S. 36.

<sup>305</sup> Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THEILEN (2010), S. 1.

<sup>306</sup> Vgl. IDW (2008), S. 4 (Rn. 8-11).

<sup>307</sup> Vgl. IDW (2008), S. 7 (Rn. 17).

ter (b) die Hinwendung von objektiven zu subjektiven sowie anlassdeterminierten Wertansätzen<sup>308</sup>.

Abbildung 16 gibt einen Überblick zu den in der einschlägigen Literatur geläufigsten Verfahren der Unternehmensbewertung. Dabei wird zwischen den Einzelbewertungsverfahren, den Mischverfahren sowie den Gesamtbewertungsverfahren differenziert. Diese Form der Einteilung bestehender Bewertungsmethoden gilt heute als Allgemeingut.<sup>309</sup>

Methoden der Unternehmensbewertung		
Einzelbewertungsverfahren	Mischverfahren	Gesamtbewertungsverfahren
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Substanzwert auf Basis von Reproduktionswerten</li> <li>▪ Substanzwert auf Basis von Liquidationswerten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mittelwertverfahren</li> <li>▪ Übergewinnverfahren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ DCF-Verfahren (Bruttoverfahren, Nettoverfahren, Adjusted Present Value)</li> <li>▪ Ertragswertverfahren</li> <li>▪ Multiplikatorverfahren</li> <li>▪ Realoptionsansatz</li> </ul>

Abbildung 16: Überblick über die gängigsten Bewertungsverfahren (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an SCHULTZE [2001], S. 206; ERNST/SCHNEIDER/THEILEN [2010], S. 1)

### 3.2.2.2 Einzelbewertungsverfahren

Bei den Einzelbewertungsverfahren wird der Unternehmenswert aus der Summe der einzelnen Unternehmensbestandteile (Vermögensgegenstände und Schulden) zu einem bestimmten Stichtag berechnet. Der sogenannten Substanzwertberechnung liegt folgende Vorgehensweise zugrunde: Zunächst wird in einer isolierten Bewertung der individuelle Wert der einzelnen Vermögensgegenstände bestimmt. Daran anknüpfend werden die Einzelwerte zum Gesamtwert des Unternehmens aggregiert. Der Substanzwert ergibt sich schliesslich durch den Abzug der Schulden vom Gesamtunternehmenswert.<sup>310</sup> Dabei kann der Substanzwert grundsätzlich unter der Annahme der

<sup>308</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 100.

<sup>309</sup> Vgl. MANDL/RABEL (1997), S. 30; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2007), S. 103.

<sup>310</sup> Vgl. MOXTER (1983), S. 35.

Fortführung (Reproduktionswert) oder der Prämisse der Liquidation (Liquidationswert) ermittelt werden.<sup>311</sup>

Bei der Berechnung auf Basis von Reproduktionswerten wird von einer Fortführung des Unternehmens ausgegangen (*Going Concern*). Als Ausgangspunkt der Bewertung dient die Vorstellung, dass die bei der Reproduktion des Unternehmens entstehenden Kosten als Wertansatz herangezogen werden können. Der Reproduktionswert der Substanz beinhaltet alle betrieblichen Vermögenswerte, bewertet zu Wiederbeschaffungszeitwerten, abzüglich der aktuellen und latenten Verpflichtungen gegenüber Dritten. Die nicht betrieblichen Vermögenswerte fließen zu ihren Veräusserungswerten in die Bewertung ein.<sup>312</sup>

Die Bewertung zu Liquidationswerten unterstellt die Zerschlagung des Unternehmens. Ein solches Bewertungskonzept ist dann anzusetzen, wenn „die Liquidation eines Unternehmens einen höheren Wert als die Weiterführung des Unternehmens ergibt und diese auch wirklich realisiert werden soll“<sup>313</sup>. Ein so ermittelter Wert stellt gemäss geltender Lehre und Praxis in aller Regel den minimalen Wert eines Unternehmens dar.<sup>314</sup>

Dem Substanzwert wird in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung noch immer eine nicht unerhebliche Bedeutung zugesprochen. Zwar ist sich die Literatur hinsichtlich der theoretischen Fundierung des Substanzwerts weitestgehend einig, dass den Käufer „nicht der Betrag, den er aufwenden müsste, um ein dem betreffenden Unternehmen völlig gleiches Unternehmen zu reproduzieren, sondern alleine der Ertrag, der sich aus dem Unternehmen bei Fortführung erwirtschaften lässt“<sup>315</sup>, interessiert. Dennoch ist davon auszugehen, dass manche Praktiker „ein [...] Interesse an überstark vereinfachten Bewertungsverfahren“<sup>316</sup> besitzen. Viele Experten erachten den Substanzwert noch immer als „wichtigen Indikator für die Wertuntergrenze beim Bewertungsprozess“<sup>317</sup>. Insofern finden sich in einem Grossteil des Schrifttums, insbesondere auch in der jüngsten Literatur, stets umfangreiche Erläuterungen zum Substanz-

---

<sup>311</sup> Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S. 3.

<sup>312</sup> Vgl. AARGAUISCHE KANTONALBANK (2011), S. 18.

<sup>313</sup> Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S. 4.

<sup>314</sup> Vgl. HELBLING (2002), S. 741.

<sup>315</sup> Vgl. MOXTER (1983), S. 50.

<sup>316</sup> Vgl. MOXTER (1983), S. 51.

<sup>317</sup> Vgl. GANTENBEIN/GEHRIG (2007), S. 604.

wert.<sup>318</sup> HELBLING (2002) konstatiert in seinen Grundsätzen für die Unternehmensbewertung gar, dass bei „allen Unternehmensbewertungen der Substanzwert zu ermitteln ist“<sup>319</sup>. Eine Eignung der Substanzwertverfahren für die Erfolgsbeurteilung von Spin-offs scheidet allerdings schon deshalb aus, da weder eine theoretische Fundierung vorliegt, noch eine Wertuntergrenze relevant ist, noch ein Liquidationssachverhalt zu überprüfen ist.

### 3.2.2.3 Mischverfahren

Die Mischverfahren können als Weiterentwicklung der reinen Substanzwertbetrachtung interpretiert werden. Charakteristisch für sie ist die Eigenschaft, dass sowohl Einzel- als auch Gesamtbewertungsaspekte in die Bewertung einfließen. Grundlage dieser Methodik ist die Erkenntnis, dass neben der reinen Substanz eines Unternehmens auch die Ertragskraft in der Wertermittlung berücksichtigt werden sollte.<sup>320</sup> Die Wahl der Gewichtungsfaktoren beruht allerdings auf rein subjektiven Einschätzungen und folgt keiner betriebswirtschaftlichen Begründung, weswegen die Ertrags- und die Substanzkomponente in der Praxis durchaus auch unterschiedlich gewichtet werden.<sup>321</sup> Ein bekanntes Mischverfahren ist das Mittelwertverfahren, bei dem der Ertragswert sowie der Substanzwert jeweils zu gleichen Teilen in die Bewertung einfließen.<sup>322</sup> Im sogenannten Schweizer Verfahren fließt etwa der Ertragswert zu zwei Dritteln, der Substanzwert zu einem Drittel in den Unternehmenswert ein. Zu den Mischverfahren zählen auch das Übergewinnverfahren und dessen Sonderformen wie etwa das Stuttgarter Verfahren. Diese fassen auf der Annahme, dass Unternehmen langfristig nur eine Normalverzinsung des eingesetzten Kapitals erwirtschaften können. In der Theorie der Unternehmensbewertung werden die Mischverfahren aufgrund der diesen inhärenten Berücksichtigung des Substanzwerts häufig kritisiert.<sup>323</sup> Dies führt dazu, dass auch die Mischverfahren für die Spin-off-Beurteilung ausscheiden.

<sup>318</sup> Vgl. MUGLER/ZWIRNER (2013), S. 799; HOMMEL/DEHMEL (2013), S. 49 ff. und die dort angeführte Literatur.

<sup>319</sup> Vgl. HELBLING (2002), S. 740.

<sup>320</sup> Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S. 5.

<sup>321</sup> Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S. 5.

<sup>322</sup> Andere Mischverfahren, wie etwa das Übergewinnverfahren, werden aus Gründen ihrer Nichtrelevanz für die hier behandelte Fragestellung nicht diskutiert. Für die Darstellung des Übergewinnverfahrens vgl. statt vieler MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 435 ff.

<sup>323</sup> Vgl. HELBLING (1998), S. 121.

### 3.2.2.4 Gesamtbewertungsverfahren

Im Gegensatz zu den Mischverfahren sind die Gesamtbewertungsverfahren ausschliesslich auf die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens ausgerichtet und folgen somit dem Prinzip der Zukunftsbezogenheit; einzeln bewertete Vermögenswerte sind insofern grundsätzlich irrelevant. Das auch als Prognoseorientierung bekannte Prinzip leitet sich aus der Auffassung ab, dass die Mandanten eines Bewertungsgutachtens „nur an dem in Zukunft aus dem Unternehmen zu ziehenden Nutzen interessiert sind“<sup>324</sup>. Bereits früh formuliert MÜNSTERMANN (1966): „Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts“<sup>325</sup>. Das Prinzip der Zukunftsbezogenheit hat sich in der Unternehmensbewertung als „selbstverständliche wie wichtige Maxime“<sup>326</sup> etabliert. Erträge aus der Vergangenheit können nur Indikatoren zukünftiger Erträge sein und damit lediglich eine Prognosehilfe darstellen.<sup>327</sup> Denn „Vergangenheitserträge sind nicht das, was der Käufer erwirbt (und zu vergüten bereit ist), und sie sind nicht das, was der Verkäufer aufgibt (und zu vergüten fordern darf)“<sup>328</sup>. Die theoretische Grundlegung erarbeiten MILLER/MODIGLIANI (1961). Sie übertragen das Grundprinzip einer barwertigen Abbildung des Werts zukünftiger Ein- und Auszahlungen der dynamischen Investitionsrechnung auf die Bewertung von Unternehmensteilen und Gesamtunternehmen. MILLER/MODIGLIANI (1961) zeigen, dass der Unternehmenswert von der Höhe, der zeitlichen Verteilung und dem Risiko zukünftiger Zahlungsströme determiniert wird.<sup>329</sup>

Den Gesamtbewertungsverfahren liegt ferner die Überlegung zugrunde, dass die zukünftigen Erträge aus dem Zusammenwirken sämtlicher realer Bestandteile des Unternehmens resultieren.<sup>330</sup> Entsprechend berechnen die Gesamtbewertungsverfahren den Unternehmenswert nicht als „Saldo aus den Werten der im Unternehmen vorhandenen einzelnen Aktiva und Passiva [...], sondern die aus der Nutzung aller Aktiva und Passiva resultierenden gesamten finanziellen Vorteile für den Eigentümer“<sup>331</sup>. Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen unter anderem die *Ertragswertmethode*, die *Multipli-*

---

<sup>324</sup> Vgl. BALLWIESER/LEUTHIER (1986), S. 545.

<sup>325</sup> Vgl. MÜNSTERMANN (1966), S. 21.

<sup>326</sup> Vgl. MOXTER (1983), S. 171.

<sup>327</sup> Vgl. BALLWIEDER (2007), S. 16.

<sup>328</sup> Vgl. MOXTER (1983), S. 171.

<sup>329</sup> Vgl. MILLER/MODIGLIANI/ (1961).

<sup>330</sup> Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THEILEN (2010), S. 8.

<sup>331</sup> Vgl. BALLWIESER (2007), S. 9.

katorverfahren, der *Realloptionsansatz* sowie die *Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF)*.

Das eigentliche *Ertragswertverfahren* erfährt insbesondere im jüngeren Schrifttum kaum noch gesonderte Behandlung. Dies, weil in der Bewertungspraxis eine Gleichstellung zwischen dem Nettoverfahren des *DCF* und dem Ertragswertverfahren zu beobachten ist. Bei der korrekten Anwendung einer qualitativ hochstehenden Unternehmensbewertung sowie bei konsistenten Annahmen, gelangen beide Verfahren im Hinblick auf den Unternehmenswert zu identischen Ergebnissen,<sup>332</sup> weshalb an dieser Stelle auf eine separate Darstellung des Ertragswertverfahrens verzichtet wird.

*Multiplikatorverfahren* sollten nicht als ein theoretisch fundiertes Bewertungsinstrumentarium interpretiert werden, sondern vielmehr als einfache Regeln zur Plausibilisierung von Unternehmenswerten. Der hohe Vereinfachungsgrad ist auch der Grund, warum sie in der Praxis zwar eine zunehmende Bedeutung erlangt haben, aber – wenn überhaupt – „von den meisten Autoren nur als Randthema betrachtet“<sup>333</sup> werden. Bei den Multiplikatorverfahren handelt es sich um Vergleichsverfahren, die den Wert eines Unternehmens aus den Aktienkursen vergleichbarer Unternehmen (*Comparable Companies Analysis*) oder den realisierten Marktpreisen vergleichbarer Transaktionen (*Recent Acquisition Analysis*) ableiten.

Der *Realloptionsansatz* stellt eine auf Handlungsflexibilitäten des Managements basierende Bewertungsmethodik dar. Ziel ist es, den Wert realer Optionen, die durch Investitionen in unternehmerische Handlungsspielräume entstehen, zu quantifizieren. Der *Realloptionsansatz* ist ein zu den anderen Verfahren komplementärer Ansatz, da der Wert von Handlungsflexibilitäten in den anderen Verfahren nur unzureichend berücksichtigt wird.<sup>334</sup>

Die *DCF-Verfahren* genießen eine breite investitionstheoretische Fundierung. Sie haben sich mittlerweile als wichtigstes Standardverfahren in der Unternehmensbewertungslehre etabliert.<sup>335</sup> Analog zur Ermittlung des Werts einer Investition wird der

<sup>332</sup> Vgl. IDW (2008), S. 25 (Rn. 125).

<sup>333</sup> Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S. 10.

<sup>334</sup> Aufgrund der geringen Relevanz des *Realloptionsansatzes* für die hier diskutierte Fragestellung wird auf eine ausführliche Darstellung verzichtet. Ausführlich hierzu vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 539 ff. und die dort angeführte Literatur.

<sup>335</sup> Von einer Darstellung der übrigen Bewertungsverfahren wird aus Gründen der dominierenden praktischen und wissenschaftlichen Bedeutung des *DCF-Verfahrens* im Folgenden abstrahiert.

Wert eines Unternehmens bei den *DCF*-Verfahren auf Basis der auf den Bewertungsstichtag abgezinsten, zukünftig zu erwartenden *Free Cashflows* berechnet. Literatur und Praxis unterscheiden verschiedene *DCF*-Verfahren.<sup>336</sup> Regelmässig werden das Bruttoverfahren (*Entity Approach*), das Nettoverfahren (*Equity Approach*) und die Methode des *Adjusted Present Value (APV)* angeführt.<sup>337</sup> Sofern identische Annahmen über das zukünftige Finanzierungsverhalten getroffen werden, führen jedoch sämtliche *DCF*-Verfahren im Hinblick auf den Unternehmenswert zu identischen Ergebnissen.<sup>338</sup> Aufgrund ihrer theoretischen Fundierung ist nachfolgend zu prüfen, ob insbesondere die *DCF*-Verfahren für die Spin-off-Beurteilung geeignet sind.

### 3.2.3 Eignung des theoretischen Unternehmenswerts zur Erfolgsbeurteilung des Spin-offs

Weder das Substanzwert- noch das Mischverfahren sind geeignet, um Spin-off-Erfolg adäquat beurteilen zu können. Einzig die Gesamtbewertungsverfahren, insbesondere die *DCF*-Ansätze, weisen eine hinreichende theoretische Fundierung auf. Doch auch wenn diese insgesamt als überzeugend zu bezeichnen sind, ist deren Eignung im Hinblick auf die Erfolgsbeurteilung von Spin-offs skeptisch zu betrachten. Meist sind es das Prognoseproblem und die von subjektiven Elementen geprägte Bestimmung der Kapitalkosten, die in den Mittelpunkt der Argumentation gegen eine theoretische Wertbetrachtung zur Erfolgsbeurteilung gerückt werden.<sup>339</sup>

#### *Problem der Prognose zukünftiger Zahlungsströme*

Aus der Zukunftsbezogenheit der *Free Cashflows* ergibt sich das Prognoseproblem. Eine Unternehmensbewertung nach einem *DCF*-Verfahren ist notwendigerweise auf Prognosen über zukünftige *Free-Cashflow*-Entwicklungen gestützt. Damit setzt die so vorgenommene Ermittlung des Shareholder Values „grundsätzlich die Prognostizierbarkeit der Ein- und Auszahlungen sowohl in ihrer Höhe als auch in der zeitlichen Verteilung voraus“<sup>340</sup>. Da dem Anwender zum Bewertungszeitpunkt der genaue zukünftige Nutzen des Spin-offs sowie alle daraus resultierenden zukünftigen Hand-

<sup>336</sup> Vgl. SCHULTZE (2001), S. 206 ff.

<sup>337</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 36.

<sup>338</sup> Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THEILEN (2010), S. 9.

<sup>339</sup> Vgl. HAHN/HUNGENBERG (2001), S. 196.

<sup>340</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 38.

lungsalternativen und -konsequenzen nicht bekannt sind, erweist sich eine Erfolgsbestimmung, wie sie hier für den Spin-off vorzunehmen ist, anhand des theoretischen Shareholder Values als ungeeignet.<sup>341</sup>

### *Problem der Kapitalkostenermittlung*

Es überrascht nicht, dass die Ermittlung der Kapitalkosten in der Bewertungstheorie einen „grösseren Stellenwert einnimmt als die Ableitung betriebswirtschaftlich korrekter Prognosen, obwohl das Prognoseproblem für das Ergebnis des Unternehmenswertkalküls zumindest nicht von geringerer Bedeutung sein dürfte“<sup>342</sup>. Grosse Teile von Unternehmensplanungen können aufgrund ihrer Zukunftsgerichtetheit nicht nach objektiven Kriterien beurteilt werden, womit eine einwertige Bestimmung künftiger Entwicklungen ausscheidet. Im Zentrum der Kapitalkostenermittlung stehen der risikolose Zinssatz, die Marktrisikoprämie, der Betafaktor sowie die Kapitalstruktur:

#### – *Bestimmung des risikolosen Zinssatzes*

Dass Staatsanleihen ein geeignetes Schätzmass für den risikolosen Zinssatz darstellen, war lange unstrittig.<sup>343</sup> Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-2009, spätestens jedoch seit der im Jahr 2009 beginnenden Währungskrise und dem drohenden Staatsbankrott Griechenlands besteht Unsicherheit darüber, ob bei der Festlegung des risikolosen Zinssatzes auf Renditen von Staatsanleihen zurückgegriffen werden darf.<sup>344</sup>

Auch bezüglich der Aktualität des zu verwendenden risikolosen Zinssatzes herrscht in Theorie und Praxis Uneinigkeit. Grundsätzlich bestehen die Möglichkeiten einer stichtagsbezogenen Betrachtung oder einer Glättung historischer Zinssätze anhand von Durchschnittswerten. Für einen aktuellen Zinssatz spricht, dass er aus theoretischer Sicht den besten Prognosewert für die Zukunft darstellt; in ihm sind die Markterwartungen berücksichtigt. Eine solche Verwendung sieht etwa das INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER (IDW) vor, indem

<sup>341</sup> Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2006), S. 19.

<sup>342</sup> NEIS (2009), S. 3.

<sup>343</sup> Vgl. statt vieler IDW (2008), S. 24 (Rn. 116).

<sup>344</sup> Abhilfe soll die Verwendung sogenannter *Overnight Indexed Swaps* (OIS) schaffen, die eine adäquatere Abbildung des risikolosen Zinssatzes erlauben sollen. HULL (2012) etwa hält hierzu fest: „*The credit crisis that started in 2007 caused many derivatives dealers to critically review their practices. This is because banks became very reluctant to lend to each other during the crisis and LIBOR rates soared. Many dealers have now switched to using the overnight indexed swap (OIS) rate as a proxy for the risk-free rate. [...] It is closer to the risk-free rate than LIBOR.*“ Vgl. HULL (2012), S. 75 f. und S. 164 f.

es die Laufzeitäquivalenz mit dem Stichtagsprinzip verbindet. Es hält fest, dass die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite heranzuziehen ist.<sup>345</sup> Für einen Durchschnittszinssatz spricht hingegen, dass er sich stabiler verhält als die sehr viel volatilere Stichtagswerte. Kommen Durchschnittswerte zur Anwendung, so kommen sowohl arithmetische als auch geometrische Mittelwerte in Betracht. Während beide Varianten zwar als im statistischen Sinn korrekt zu bezeichnen sind,<sup>346</sup> weisen sie doch unterschiedliche finanztechnische Vor- und Nachteile auf. Mit dem geometrischen Durchschnitt ist der Nachteil verbunden, dass er kurzfristig stärker auf Veränderungen an den Aktienmärkten reagiert. Dagegen unterstellt der arithmetische Durchschnitt, dass die jährlichen Renditen im Zeitablauf unkorreliert anfallen, was mit der Realität nicht durchweg vereinbar ist. Die Verwendung von geometrischen oder arithmetischen Durchschnitten wird in wissenschaftlichen Kreisen kontrovers diskutiert. Vertreter beider Auffassungen können stichhaltige Argumente ins Feld führen und zählen namhafte Kapitalmarkttheoretiker zu ihren Befürwortern.<sup>347</sup>

– *Bestimmung der Marktrisikoprämie*

Neben zukunftsorientierten Ansätzen zur Ableitung der Marktrisikoprämie, die auf Expertenbefragungen und der analytischen Ermittlung impliziter Eigenkapitalkosten basieren, existieren in der Literatur vor allem auf historischen Kapitalmarktanalysen beruhende Verfahren. Historische Modelle unterliegen dem Problem, dass die Vergangenheit nicht immer einen geeigneten Schätzer für die Zukunft darstellt bzw. sich die Marktrisikoprämie zeitlich nicht notwendigerweise stabil verhält. Grundsätzlich besteht daher auch keine Einigkeit über die Länge der zu betrachtenden Perioden, die zur Ermittlung der Marktrisikoprämie heranzuziehen sind.<sup>348</sup> Dagegen besitzen zukunftsorientierte Modelle zur Schätzung der Marktrisikoprämie den konzeptionell sinnvollen Charakter, auf erwarteten Zahlungen und aktuellen Preisen zu basieren. Ein Nachteil liegt allerdings darin, dass sie „höchste Subjektivität“<sup>349</sup> mit sich bringen. Gegen die Verwen-

<sup>345</sup> Vgl. IDW (2008), S. 24 (Rn. 117).

<sup>346</sup> Vgl. VOLKART/VETTIGER (2009), S. 13.

<sup>347</sup> Die Berechnung von Durchschnittsrenditen auf Basis des geometrischen Mittelwerts wird zum Teil empfohlen (DAMODARAN [2001], S. 190 ff.), zum Teil abgelehnt (BREALEY/MYERS [2003], S. 157: „If the cost of capital is estimated from historical returns or risk premiums, use arithmetic averages, not compound annual rates of return.“). Für eine ausführliche Diskussion vgl. WRIGHT/MASON/MILES (2003), S. 23 ff.

<sup>348</sup> Für eine Darstellung unterschiedlicher Meinungen zur Länge des Untersuchungszeitraums für die Ermittlung der Marktrisikoprämie vgl. PRATT/GRABOWSKI (2008), S. 98.

<sup>349</sup> Vgl. VOLKART/VETTIGER (2009), S. 13.

dition zukunftsorientierter Modelle bestehen daher generelle Einwände: So liegt den Modellen in der Regel die Annahme einer konstanten Wachstumsrate von Dividenden, Gewinnen oder Residualgewinnen zugrunde. Ebenfalls kritisch zu sehen ist die Abhängigkeit der Ergebnisqualität von Analystenmeinungen.<sup>350</sup> Diese wiederum sind stark von vereinfachenden Prämissen und kurzfristigen Erwartungen geprägt.<sup>351</sup> Die Modelle unterstellen zusätzlich eine Identität von Marktkapitalisierung und Unternehmenswert, die jedoch nicht in jedem Fall vorausgesetzt werden kann.<sup>352</sup> Überdies steht bislang der Nachweis aus, dass zukunftsbezogene Modelle adäquatere Ergebnisse liefern als die auf historischen Daten basierenden Methoden.<sup>353</sup> Hinsichtlich der Berechnung von Durchschnittswerten gilt auch für die Marktrisikoprämie: „*The true market risk lies between the arithmetic and geometric averages.*“<sup>354</sup> Es ist daher nicht verwunderlich, dass die in der Bewertungspraxis geschätzten Marktrisikoprämien teilweise erheblich differieren<sup>355</sup> und sich nur eingeschränkt zur Erfolgsbeurteilung von Spin-offs verwenden lassen.

– *Bestimmung des Betafaktors*

Methodisch kann der relevante Betafaktor anhand fundamentaler Daten, zukunftsorientierter Betafaktoren oder historischer Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Bezüglich der „richtigen“ Methode zur Bestimmung des Betafaktors herrscht im Schrifttum Dissens. Gegen eine Verwendung fundamentaler Daten wird von Teilen der Literatur angeführt, dass kein nachgewiesener Zusammenhang zwischen dem systematischen Aktienkursrisiko und den Fundamentaldaten existiert.<sup>356</sup> Andere Studien wiederum legen einen solchen Zusammenhang nahe.<sup>357</sup> Die zukunftsorientierte Ableitung von Betafaktoren wird zwar dem Grundsatz der Zukunftsorientierung gerecht, scheitert aber regelmässig an praktischen Hindernissen. So scheint etwa die Ermittlung impliziter Volatilitäten aus Optionspreismodellen, derer es für ein solches Vorgehen bedarf, insofern fragwürdig, als Optionen in Bezug auf Fristigkeit und relevantes Marktportfolio

<sup>350.</sup> Vgl. STEHLE (2004), S. 917.

<sup>351.</sup> Vgl. WAGNER ET AL. (2006), S. 1017.

<sup>352.</sup> Vgl. WAGNER ET AL. (2006), S. 1017.

<sup>353.</sup> Vgl. REESE (2007), S. 132 f.

<sup>354.</sup> Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 219.

<sup>355.</sup> Vgl. DAMODARAN (2002), S. 160 ff.

<sup>356.</sup> Vgl. JÄHNCHEN (2009), S. 83.

<sup>357.</sup> Vgl. DÖRSCHHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S. 121.

nur in den seltensten Fällen in genügender Anzahl vorliegen dürften. Doch auch die Verwendung historischer Kapitalmarktdaten weist Schwächen auf. So unterstellt sie eine ausreichende zeitliche Stabilität des Betafaktors.<sup>358</sup> Zudem ist es bei der Ableitung des Betas aus historischen Daten notwendig, eine Schätzperiode zu definieren, einen Vergleichsindex auszuwählen und die Länge des Renditeintervalls festzulegen. In der Literatur wird die Bestimmung solcher zeitlichen Intervalle auch beim Betafaktor als konzeptionell kritisch betrachtet. Dies, weil empirische Untersuchungen belegen, dass die oft willkürliche Festlegung dieser Größen einen signifikanten Einfluss auf die Höhe des Betafaktors ausübt.<sup>359</sup>

– *Bestimmung der Kapitalstruktur*

Im Rahmen der Ermittlung des *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* sind die im Unternehmen anzutreffenden Finanzierungsverhältnisse abzubilden. Die Kapitalstruktur fließt einerseits als Gewichtungsfaktor zwischen den Fremd- und Eigenkapitalkosten direkt in die *WACC*-Berechnung ein, andererseits ist sie auch bei der Bestimmung des Betafaktors relevant. „In Theorie und Praxis ist unbestritten, dass die zu berücksichtigende Kapitalstruktur dem nachhaltigen Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital entsprechen muss.“<sup>360</sup> Der aus theoretischer Sicht korrekte Ansatz sieht die Verwendung eines von Jahr zu Jahr differierenden Kapitalkostensatzes vor, der die jeweils jährliche Kapitalstruktur unter Verwendung von Marktwerten widerspiegelt.<sup>361</sup> Allerdings ist die zukünftige jährliche Kapitalstruktur üblicherweise unbekannt. Daher wird in der Bewertungspraxis für die Verzinsung meist nur ein einziger Kapitalkostensatz verwendet. Dieser wiederum wird anhand einer Zielkapitalstruktur festgelegt. Es ist davon auszugehen, dass die gegenwärtige oder die vergangene Kapitalstruktur des Unternehmens nicht derjenigen entspricht, die zukünftig und über die gesamte Lebensdauer des Unternehmens Gültigkeit besitzt, da die Marktwerte etwa durch Wertveränderungen der sich im Umlauf befindlichen Aktien, durch Finanzierungsaktivitäten oder andere Faktoren beeinflusst werden. Ein zweiter Grund für die Verwendung einer Zielkapitalstruktur ist, dass sie das

---

<sup>358.</sup> Vgl. ZIMMERMANN (1997), S. 209.

<sup>359.</sup> Vgl. statt vieler DÖRSCHHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S. 118 ff.

<sup>360.</sup> Vgl. VOLKART/VETTIGER (2009), S. 23.

<sup>361.</sup> Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 252.

Problem der Zirkularität<sup>362</sup> bei einem gewichteten Kapitalkostensatz löst. Dennoch ergibt sich bei der Zielkapitalstruktur ein nicht zu vernachlässigender Ermessensspielraum, der im Hinblick auf die Beurteilung von Spin-offs den wissenschaftlichen Ansprüchen nicht gerecht wird. Die Daten zur Zielkapitalstruktur der in die empirische Untersuchung eingehenden Unternehmungen sind nicht beobachtbar und daher unbekannt.

### *Problem der Berücksichtigung von Synergie- und Dissynergieeffekten*

Synergieeffekte<sup>363</sup> charakterisieren Prozessergebnisse, bei denen das Zusammenwirken von Teilen überadditiv (Synergie) oder unteradditiv (Dyssynergie) ausfällt.<sup>364</sup> Das betriebswirtschaftliche Interesse im Rahmen von Unternehmenstransaktionen gilt der Frage, inwiefern sich bei der Verbindung oder Auflösung von Unternehmen oder Unternehmensteilen der Wert über (unter) das hinaus erhöht (reduziert), was aus der reinen Addition der Werte resultieren würde.<sup>365</sup>

Das Problem der Berücksichtigung von Synergieeffekten ist in Literatur und Unternehmenspraxis bislang nicht einvernehmlich gelöst; ebendies gilt auch für die Erfolgsbeurteilung von Spin-offs.<sup>366</sup> Da als Motiv von Spin-offs regelmässig die Beseitigung von Dyssynergien angeführt wird,<sup>367</sup> sollten diese für eine Erfolgsevaluation zwar grundsätzlich Berücksichtigung finden, das Meinungsspektrum reicht allerdings „aufgrund bzw. trotz der Schwierigkeit einer eindeutigen Zuordnung von der vollkommenen Ablehnung<sup>368</sup> aller Synergieeffekte bis hin zur Forderung der vollständigen Erfassung<sup>369</sup> des Synergiepotenzials“<sup>370</sup>.

<sup>362</sup> Die gegenseitigen Abhängigkeiten entstehen, weil für die Berechnung des gewichteten Kapitalkostensatzes Marktwerte benötigt werden, die wiederum nur durch die Diskontierung von *Cashflows* mit dem gewichteten Kapitalisierungszinssatz ermittelt werden können.

<sup>363</sup> Synonym findet sich in der Literatur auch der Begriff der „Verbundeffekte“. Vgl. MEICHELBECK (2009), S. 601.

<sup>364</sup> Vgl. ZIEGLER (1997), S. 15.

<sup>365</sup> Vgl. WOLLNY (2010), S. 177.

<sup>366</sup> Vgl. GROSSFELD (2002), S. 64 ff.; METZ (2007), S. 8.

<sup>367</sup> Vgl. zum Beispiel BÜHNER (2002), S. 55.

<sup>368</sup> Vgl. BILDA (2000), Rn. 82; HÜFFNER (2004), Rn. 22.

<sup>369</sup> Vgl. BÖCKING (1994), S. 1433 f. BALLWIESER (2007), S. 9, hält überdies fest: „Soweit Verbundeffekte im Unternehmen geschaffen werden oder soweit sie durch Verbindung mit bereits vorhandenen Unternehmen entstehen, werden diese Verbundeffekte mitberücksichtigt.“ MOXTER (1983), S. 75, betont ebenso, dass der „Unternehmensbewerter [...], will er den wirklichen Grenzpreis (Ertragswert) bestimmen, keine Ertragsselemente vernachlässigen“ darf.

<sup>370</sup> METZ (2007), S. 8.

### 3.2.4 Eignung des Marktwerts zur Erfolgsbeurteilung des Spin-offs

Die Probleme der theoretischen Shareholder-Value-Ermittlung verdeutlichen, dass die Marktwertbetrachtung des Eigenkapitals auf deren Eignung für die Erfolgsbeurteilung von Spin-offs zu untersuchen ist.

Der Marktwert des Eigenkapitals kann gemäss der von RAPPAPORT (1986) formulierten Definition als *Wert der Unternehmensanteile* verstanden werden.<sup>371</sup> Der Shareholder Value börsennotierter Unternehmen ist damit als der Börsenwert des Eigenkapitals zu interpretieren, der durch den Preisbildungsmechanismus auf dem Kapitalmarkt entsteht.<sup>372</sup> Er ergibt sich rechnerisch durch die Multiplikation der Anzahl ausstehender Anteile mit dem aktuellen Kurswert und kann somit unmittelbar abgelesen werden.<sup>373</sup> Dabei stellt der Marktwert des Eigenkapitals das aggregierte Ergebnis einer täglich von den Marktteilnehmern durchgeführten Unternehmensbewertung dar.<sup>374</sup> „Er drückt die heute für die Zukunft gültigen Erwartungen aus – positive wie negative.“<sup>375</sup> Die Subjektivität des Unternehmenswerts, die der theoretischen Shareholder-Value-Ermittlung innewohnt, erfährt durch die Aggregation der individuellen Meinungen zum Unternehmenswert Objektivierung.<sup>376</sup>

Die Frage nach der anzuwendenden Methode der Shareholder-Value-Ermittlung zur Erfolgsbeurteilung von Spin-offs kann auf die Frage reduziert werden, ob die theoretische Unternehmensbewertung durch einzelne Wirtschaftsakteure einer Beurteilung durch den Kapitalmarkt vorzuziehen ist. Dies ist strikt zu verneinen. Die Kapitalmärkte haben sich „als hervorragende Informationsverarbeitungssysteme erwiesen und das eingelöst, was vor bereits mehr als einem halben Jahrhundert FRIEDRICH HAYEK als besondere Leistung von Märkten herausgestrichen hat“<sup>377</sup>, nämlich „*to be a more efficient mechanism for digesting dispersed information than any that man has deliberately designed*“<sup>378</sup>. Zwar mag der Bewertungsprozess auch an den Kapitalmärkten Schwächen aufweisen, dennoch ergibt sich aus dem Gewinnerzielungsinteresse einer hinreichenden Anzahl von Marktakteuren die Tatsache, dass Abweichungen vom

---

<sup>371</sup> Vgl. RAPPAPORT (1986), S. 32 ff.

<sup>372</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 41.

<sup>373</sup> Vgl. CHARIFZADEH (2002), S. 33; OSTROWSKI (2007), S. 41.

<sup>374</sup> Vgl. LOEHR (1993), S. 182.

<sup>375</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 99.

<sup>376</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 99.

<sup>377</sup> Vgl. SCHREDELSEKER (2003), S. 114.

<sup>378</sup> Vgl. HAYEK (1945), S. 519 ff.; HAYEK (1974), S. 7.

„wahren“ Unternehmenswert nur geringfügig und nicht dauerhaft sein können.<sup>379</sup> Die Bewertungsqualität der Märkte ist denen einzelner Wirtschaftssubjekte stets überlegen. Diese Auffassung teilen selbst diejenigen Finanzwissenschaftler, die sich mit der Effizienzmarkthypothese und entsprechend mit Abweichungen des Marktwerts vom „wahren“ Unternehmenswert beschäftigen.<sup>380</sup>

Eine Marktwertbetrachtung der den Spin-off durchführenden Unternehmen scheint neben ihrer besonderen Eignung für die Erfolgsbeurteilung von Spin-offs und den bestehenden Problemkreisen der theoretischen Ermittlung auch deshalb geboten, weil sie für die Anteilseigner massgeblich und relevant ist. Der Marktwert ergibt sich aus der Diskontierung sämtlicher zukünftig zu erwartenden Zahlungsströme an die Aktionäre und stellt damit einerseits eine Orientierungshilfe für das Management im Hinblick auf die Bewertung bestimmter Strategien dar, andererseits unterwirft er das Management einer stetigen Beurteilung.<sup>381</sup>

DAVIS/STOUT (1992) konstatieren: „*In the financial economic approach to the firm, the firm's share price provides the only objective indicator of management performance.*“<sup>382</sup> Auch RUMPF (1994) versteht den Shareholder Value „als geeignetsten Erfolgsmassstab, da er eine einheitliche Sprache ermöglicht, prinzipiell auf vom Markt vorgegebenen und nicht auf durch die Unternehmensleitung manipulierbaren Grössen basiert und so die am Effizienzziel ausgerichtete Auswahl zwischen und Beurteilung von (strategischen) Alternativen erlaubt“<sup>383</sup>. Insgesamt erweist sich eine Marktwertbetrachtung auch für BREALEY/MYERS (1991) als am geeignetsten: „Der Aktienkurs eines Unternehmens stellt einen nicht zu manipulierenden objektiven Erfolgsmassstab dar, der sämtliche relevante Daten verarbeitet.“<sup>384</sup> Es scheint in der vorherrschenden betriebswirtschaftlichen Literatur ganz unbestritten, dass der Aktienkurs zumindest das eindeutigste Mass der Markterwartungen über zukünftige Entwicklungen der Zahlungsströme darstellt.

<sup>379</sup> Vgl. SCHREDELSEKER (2003), S. 114.

<sup>380</sup> Vgl. SCHREDELSEKER (2003), S. 115.

<sup>381</sup> Vgl. HACHMEISTER (1999), S. 37.

<sup>382</sup> Vgl. MANNE (1965); DAVIS/STOUT (1992), S. 612.

<sup>383</sup> Vgl. RUMPF (1994), S. 135.

<sup>384</sup> Vgl. BREALEY/MYERS (2003), S. 200 f.

### 3.2.5 Ursachen mangelnder Identität von Marktwert und theoretischem Wert des Eigenkapitals

Sind der theoretische und der am Markt zu beobachtende Shareholder Value identisch oder zumindest gleichgerichtet? Der Marktwert des Eigenkapitals entspricht dessen theoretischem, wahren Wert, wenn die Marktteilnehmer vollständig rational handeln.<sup>385</sup> Diese neoklassische Prämisse impliziert, dass den Akteuren am Markt alle bewertungsrelevanten Informationen zur Verfügung stehen und in einem korrekten Bewertungsmodell verarbeitet werden. In der Terminologie der Effizienzmarkthypothese ausgedrückt: Märkte müssen der strengen Informationseffizienz unterliegen, um vollständige Identität zwischen Marktwert des Eigenkapitals und theoretischem Wert des Eigenkapitals sicherzustellen.<sup>386</sup>

Die Annahme streng informationseffizienter Märkte ist nicht realitätsisomorph. Es sollten daher regelmässig Abweichungen zwischen dem Marktwert und dem theoretisch abgeleiteten Shareholder Value auftreten.<sup>387</sup> Der mittels theoretischer Verfahren der Unternehmensbewertung ermittelte Shareholder Value entspricht nicht dem Marktwert des Eigenkapitals, sondern vielmehr einem modelltheoretisch vermuteten Wert, einer Schätzung, die in den seltensten Fällen dem in der Realität beobachtbaren Wert entspricht.<sup>388</sup> Der dem Preisbildungsmechanismus zugrunde liegende Bewertungsprozess an den Märkten stellt sich in der Realität daher weitaus komplexer dar, als es ein theoretisches Bewertungsverfahren abzubilden vermag.

Für den Zusammenhang zwischen Marktwert und theoretischem Wert des Eigenkapitals spricht FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002) von einer Oszillation des Börsenkurses um den inneren Wert (Abbildung 17): „In den Abweichungen manifestieren sich Über- bzw. Unterbewertungssituationen; sie schaffen Raum für Spekulation und ermöglichen vorteilhafte Kauf- und Verkaufsentscheidungen.“<sup>389</sup>

---

<sup>385</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 43.

<sup>386</sup> Vgl. NOWAK (2003), S. 24.

<sup>387</sup> Vgl. CHARIFZADEH (2002), S. 34 f.

<sup>388</sup> Vgl. DRUKARCZYK (1980), S. 140. Zitiert auch bei HACHMEISTER (1999), S. 94, und OSTROWSKI (2007), S. 44.

<sup>389</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 100.

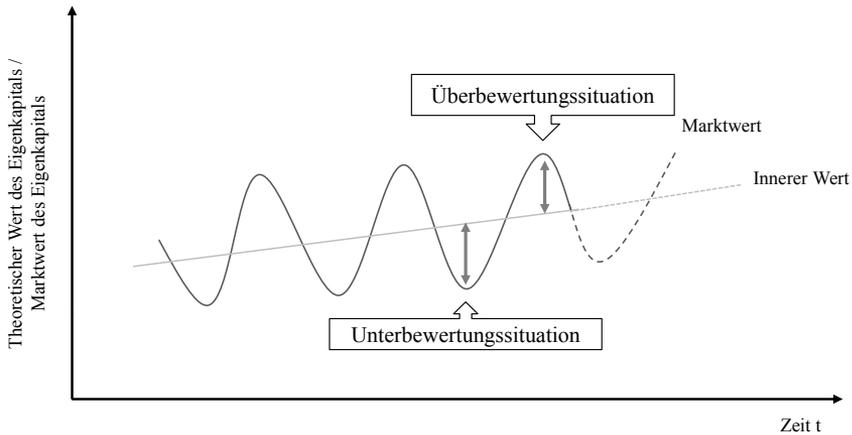


Abbildung 17: Theoretischer Wert des Eigenkapitals und Marktwert des Eigenkapitals  
(Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an FRIEDRICH VON DEN EICHEN [2002], S. 100)

In der Tat erscheint ein enger Zusammenhang zwischen dem fundamentalen Bewertungsverfahren und der Bewertung an den Kapitalmärkten naheliegend.<sup>390</sup> Ökonomisch ist eine weitgehende Kongruenz von Börsenkurs und theoretischem Eigenkapitalwert allein schon deshalb anzunehmen, weil rational handelnde Marktteilnehmer Fehlbewertungen ausnutzen und sich der Preis entsprechend wieder an den fundamentalen Wert angleichen würde. Eine dauerhafte Fehlbewertung ist daher ausgeschlossen.<sup>391</sup> Eine im Sinne der halbstrengen Form der Informationseffizienz zeitverzögerte Anpassung des Aktienkurses ist zu akzeptieren. Zwar werden öffentlich zugängliche Informationen in den Wertpapierkursen verarbeitet, dies geschieht jedoch nicht ohne Zeitverzögerung. Empirisch lässt sich dieser Zusammenhang nachweisen. Für eine positive Entwicklung des *Free Cashflows* kann in der Regel auch eine positive Marktentwicklung des Aktienkurses unterstellt werden.<sup>392</sup> Auch ein statistisch signifikanter hoher Korrelationszusammenhang zwischen dem anhand des *DCF*-Verfahrens ermittelten und dem am Markt zu beobachtenden Unternehmenswert lässt sich empirisch

<sup>390</sup> Vgl. RASTER (1995), S. 208; OSTROWSKI (2007), S. 46.

<sup>391</sup> Vgl. SCHREDELSEKER (2003), S. 114.

<sup>392</sup> Vgl. GRUCA/REGO (2005). Für die grundsätzliche Entwicklung des Shareholder-Value-Kalküls vgl. RAPPAPORT (1986).

nachweisen.<sup>393</sup> Des Weiteren gibt eine überwiegende Mehrheit von Führungskräften in Befragungen an, dass sich der Aktienkurs langfristig am fundamentalen Unternehmenswert orientiert, selbst dann, wenn er kurzfristig von ihm abweichen kann.<sup>394</sup>

Die Frage, ob der Marktwert des Eigenkapitals als „wahrer Wert“ zu bezeichnen ist, entzieht sich zwar einer abschliessenden Beurteilung,<sup>395</sup> entscheidender ist aber ohnehin die Erkenntnis, dass es bei der Wahl des Aktienkurses als zu untersuchendem Erfolgsmassstab des Spin-offs nicht zu systematisch verzerrten Ergebnissen im Vergleich zum theoretischen Eigenkapitalwert kommt. In der vorliegenden Arbeit wird daher aufgrund seiner Vorteile und seiner besonderen Eignung für eine möglichst objektivierte Erfolgsbeurteilung des Spin-offs auf den Marktwert des Eigenkapitals zurückgegriffen.

### 3.3 Wertänderungspotenzial des Spin-offs

#### 3.3.1 Determinanten der Shareholder-Value-Veränderung nach Rappaport

Der Erfolg des Spin-offs wird vom Mehrwert-Kriterium<sup>396</sup> determiniert. Das Shareholder-Value-Konzept analysiert den Nutzen der Transaktion für das Unternehmen als Ganzes. Die Anteilseigner stehen als relevante Anspruchsgruppe im Mittelpunkt der Betrachtung.<sup>397</sup> Ziel des Spin-offs ist demnach die Schaffung von Nutzen für die Aktionäre in Form von Dividenden und Kursgewinnen.

In seinem als Wertsteigerungsnetzwerk bekannten Rahmenwerk beschreibt RAPPA-PORT (1986), wie Managemententscheidungen die von ihm als Werttreiber identifizierten Grössen beeinflussen und die bewertungsrelevanten Barwerte der Zahlungsströme, also die diskontierten *Cashflows* und damit den Unternehmenswert für die Aktionäre beeinflussen (Abbildung 18).

---

<sup>393</sup> Entsprechende Studien stellen einen Korrelationszusammenhang zwischen 0,7 und 0,95 fest. Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 106; McTAGGART/KONTES/MANKINS (1994), S. 61 und S. 333; KADEN ET AL. (1997), S. 393 ff.; HACHMEISTER (1999), S. 41.

<sup>394</sup> Vgl. GLAUM (1998), S. 44 ff.

<sup>395</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 44.

<sup>396</sup> Der daran angelehnte Begriff des Mehrwert-Kriteriums wird von FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 5, eingeführt und von FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 120, aufgegriffen und vertieft.

<sup>397</sup> Vgl. SKRZIPEK (2005), S. 11.

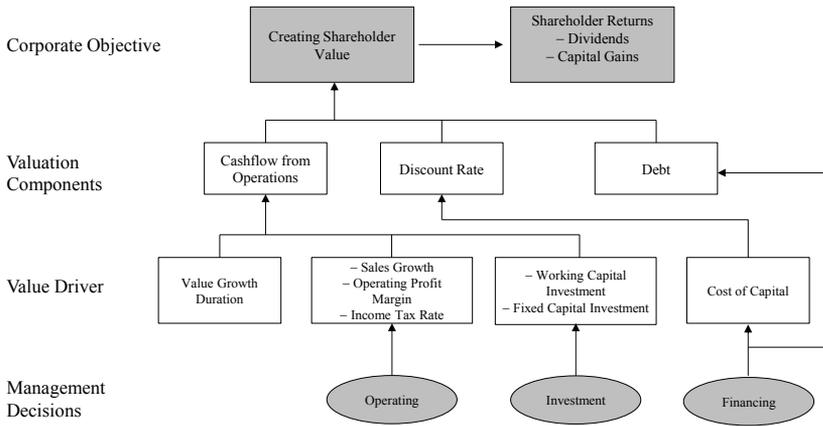


Abbildung 18: Wertsteigerungsnetzwerk (Quelle: Rappaport [1986], S. 76)

Mit dem Wertsteigerungsnetzwerk stellt RAPPAPORT (1986) eine Verbindung zwischen den unternehmerischen Zahlungsströmen und den Renditen der Aktionäre her. Er geht davon aus, dass sich Veränderungen in den Erwartungen über zukünftige Zahlungsströme und über das unternehmerische Risiko (tieferer Kapitalisierungszinssatz) in Anpassungen der Aktienkurse ausdrücken. Zusätzlich schlägt er die Brücke zwischen dem Strategischen Management und der Finanztheorie, indem er den Wirkungszusammenhang zwischen den Entscheidungen des Managements und dem Unternehmenswert systematisiert.<sup>398</sup> Damit kann das Wertsteigerungsnetzwerk zur Untersuchung alternativer unternehmerischer Strategien, wie die Durchführung eines Spin-offs, herangezogen werden.<sup>399</sup> Jede strategische Entscheidung kann hinsichtlich ihrer unterschiedlichen Werttreiber und schlussendlich hinsichtlich ihrer Wertauswirkung evaluiert und vergleichend untersucht werden. Übertragen auf den Spin-off bedeutet dies, dass ein solcher idealerweise dann in Erwägung zu ziehen ist, sofern er gegenüber einer alternativen Strategie eine positivere Wirkung auf den Unternehmenswert erwarten lässt.

<sup>398</sup> Vgl. SKRZIPEK (2005), S. 11.

<sup>399</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 88.

### 3.3.2 Unmittelbares Wertänderungspotenzial des Spin-offs: Das Mehrwert-Kriterium

Werteffekte von Spin-offs lassen sich ermitteln, indem die „Differenz zwischen dem Shareholder Value vor der Transaktion und nach der Transaktion betrachtet wird. Eine positive Differenz steht für eine Wertschaffung, eine negative für eine Wertvernichtung.“<sup>400</sup>

Der Wert der Unternehmung wird nach GRAML (1996) von zwei Mechanismen beeinflusst:<sup>401</sup> Zum einen lässt sich durch die „bessere Koordination der Teilunternehmen“<sup>402</sup> Mehrwert generieren.<sup>403</sup> Andererseits ist Wertsteigerung durch ein „effizienteres Management der vorhandenen Aktiva und Passiva“<sup>404</sup> erzielbar.<sup>405</sup>

Der Wertzuwachs im Konzern resultiert daher nicht alleine aus der Beziehung der Geschäfte untereinander, sondern massgeblich „aus jener der Zentrale zu jedem einzelnen Geschäft und ihrer Leistung für das Ganze.“<sup>406</sup> Die Wertgrenze des Konzerns erstreckt sich so weit, wie die Geschäftsbereiche von der Beziehung zur Zentrale profitieren und einen positiven Wertbeitrag zur Konzernstruktur liefern. Ausserhalb dieses Bereichs ist ein Verbleib von Unternehmensteilen im Konzernverbund ineffizient. Notwendiges „Ziel einer Unternehmensleitung muss es unter den beschriebenen Bedingungen sein, den Wert eines Unternehmens zu steigern, d. h., einzelne Unternehmensteile müssen im Unternehmen einen höheren Wert besitzen, als wenn sie verkauft oder verselbständigt würden.“<sup>407</sup>

Eine Konzernstruktur kann nur unter zwei Voraussetzungen Wert stiften: Erstens müssen die Geschäftsbereiche einen positiven Wert erzielen, was zugleich Bedingung für nachhaltigen Erfolg ist.<sup>408</sup> Zweitens muss die Zentrale einen positiven Wertbeitrag leisten; das Gesamtunternehmen hat zum Erfolg der Einzelgeschäfte beizutragen.<sup>409</sup> Im Idealzustand wird der Wert des Konzerns die Summe der Unternehmensteile überstei-

---

<sup>400</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 38.

<sup>401</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 85.

<sup>402</sup> GRAML (1996), S. 85.

<sup>403</sup> Vgl. auch COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S. 52.

<sup>404</sup> GRAML (1996), S. 85.

<sup>405</sup> Vgl. COENENBERG/SAUTTER (1988), S. 698 f.

<sup>406</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 19.

<sup>407</sup> Vgl. HENZLER (1988), S. 1296.

<sup>408</sup> Vgl. HUNGENBERG (2002), S. 9.

<sup>409</sup> Vgl. HUNGENBERG (2002), S. 9.

gen. Man spricht von einem durch die Zentrale generierten Mehrwert (*Value added*), durch den die Konzernstruktur erst Legitimität erlangt (Abbildung 19).

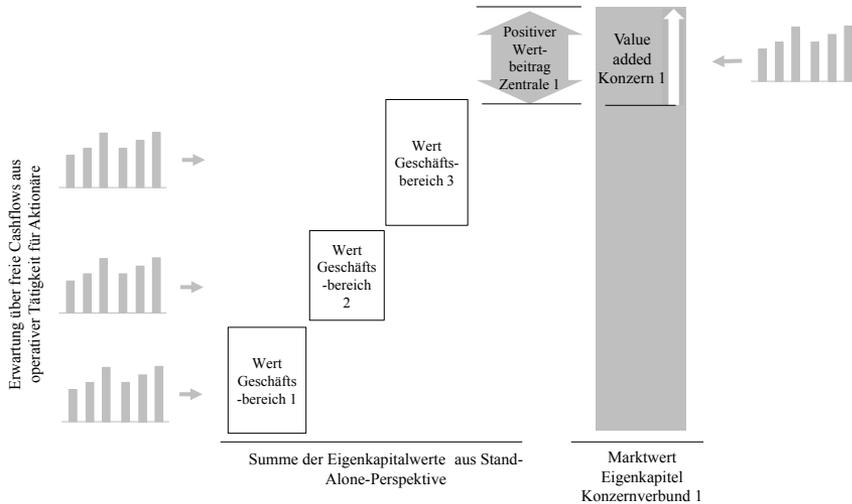


Abbildung 19: Idealtypische Wertstruktur des Konzerns (Quelle: Eigene Darstellung)

Ein Spin-off wird *ceteris paribus* dann erfolgreich sein, wenn die bestehende Beziehung des Spin-off-Objekts zur Zentrale eine im Vergleich zur *Stand-Alone*-Variante geringere Wertschöpfung aufweist. Anders ausgedrückt ist die Voraussetzung für Wertsteigerung durch einen Spin-off erst dann erfüllt, wenn die Zentrale ihrer Aufgabe, einen positiven Wertbeitrag zu leisten, nicht gerecht wird. In der Literatur hat sich für eine solche Situation der Begriff des Konglomeratsabschlags (*Conglomerate Discount*) etabliert.<sup>410</sup>

COPELAND/WESTON/SHASTRI (2008) bemerken, dass Spin-Offs besonders wertsteigernd wirken, wenn es unwahrscheinlich ist, dass die Muttergesellschaft wesentliche Beiträge zum Geschäft des Segments leistet.<sup>411</sup> Aus dieser konzeptionell ineffizienten Verwendung von Ressourcen ergibt sich das *unmittelbare Wertpotenzial* des Spin-offs,

<sup>410</sup> Massgeblich sind die Arbeiten BERGER/OFEK (1995) und LANG/STULZ (1994) mit dem Begriff des Konglomeratsabschlags verknüpft.

<sup>411</sup> Vgl. COPELAND/WESTON/SHASTRI (2008), S. 995.

das sich durch die Aggregation der Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Zahlungsströme im Aktienkurs niederschlägt (Abbildung 20).<sup>412</sup>

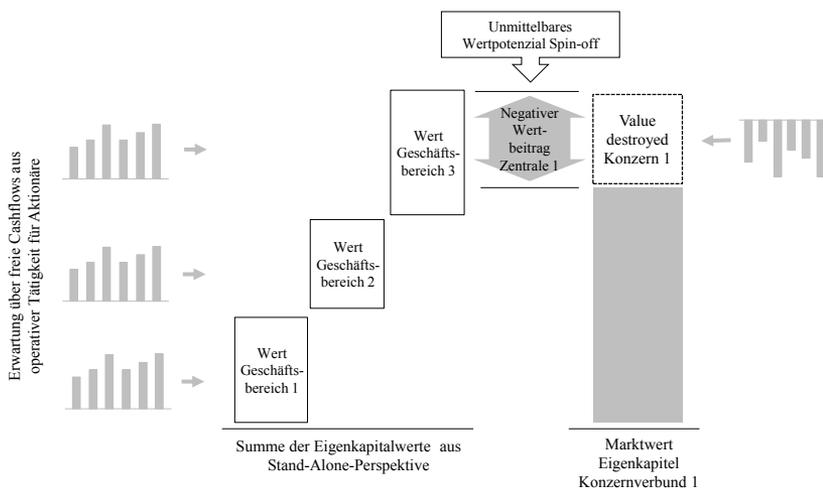


Abbildung 20: Unmittelbares Wertsteigerungspotenzial des Spin-offs auf Basis eines vorhandenen Konglomeratsabschlags (Quelle: Eigene Darstellung)

### 3.3.3 Mittel- und langfristiges Wertänderungspotenzial des Spin-offs: Das Effizienzwertkriterium

Gemäss dem von GOOLD/CAMPBELL/ALEXANDER (1994) entwickelten *Parenting*-Konzept ist die Effizienzgrenze der Unternehmung nicht alleine durch das Mehrwertkriterium festgelegt, sondern wird vom Merkmal einer optimalen Ressourcenverwendung determiniert.<sup>413</sup> HUNGENBERG (2002) zufolge kann „ein positiver Wertbeitrag alleine, [...] das Handeln ihrer Unternehmenszentrale noch nicht rechtfertigen. Ein positiver Wertbeitrag besagt zunächst nur, dass es überhaupt einen Vorteil aus der Zusammenfassung der Einzelgeschäfte gibt. Er gibt aber keinen Anhaltspunkt dafür, ob dieser nicht noch zu steigern wäre.“<sup>414</sup> Der Verbleib eines Geschäftsbereichs unter einheitlicher Leitung der Zentrale im Verbund des Konzerns erscheint aus gesamt-

<sup>412</sup> Vgl. hierzu auch EMANS (1988), S. 118; GRAML (1996), S. 92.

<sup>413</sup> Vgl. GOOLD/CAMPBELL/ALEXANDER (1994), S. 12 ff.

<sup>414</sup> Vgl. HUNGENBERG (2002), S. 10.

volkswirtschaftlicher Perspektive nur dann gerechtfertigt, wenn die Zentrale eine im Vergleich zur alternativen Verwendung optimale Nutzung der im Geschäftsbereich vorhandenen Ressourcen erreicht. Andernfalls muss eine effizientere Verwendung gefunden werden, indem der jeweilige Geschäftsbereich abgespalten und über den Marktmechanismus einer anderen Zentrale zugeführt wird (Abbildung 21). Die Werteffizienzgrenze steht demnach als Indifferenzkurve für diejenigen Punkte, auf denen sowohl die Konzernstruktur als auch deren Auflösung zu einem identischen Gesamtnutzen führen.

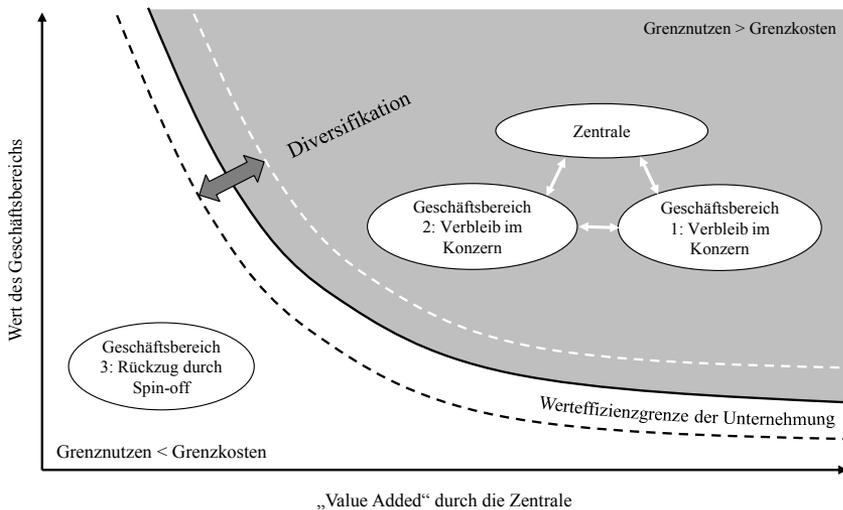


Abbildung 21: Das Effizienzwert-Kriterium des Konzerns (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER [2000], S. 18).

Basierend auf diesen Überlegungen wird das mittel- bzw. langfristige Wertschöpfungspotenzial des Spin-offs als *Parenting Disadvantage* charakterisiert. Dieser ergibt sich aus dem kurzfristigen Wertsteigerungspotenzial, das aus der gegenüber einer *Stand-Alone*-Perspektive geringeren Bewertung einer Geschäftseinheit für die absplattende Muttergesellschaft und dem darüber hinausgehenden Wertbeitrag resultiert, den eine alternative Zentrale mit der Geschäftseinheit generieren kann (Abbildung 22).

Das vollständige mittel- bzw. langfristige Wertänderungspotenzial wird erst erreicht, sobald der betroffene Unternehmensteil der optimalen Zentrale zugeführt ist. Inse-

samt wird die, den Spin-off durchführende, Muttergesellschaft in den seltensten Fällen den gesamten *Parenting Disadvantage* als Wertzuwachs vereinnahmen können. Da sich ihr Shareholder Value aus den von ihr zu generierenden zukünftigen Zahlungsströmen ergibt, ist das Wertsteigerungspotenzial des Spin-offs für das Mutterunternehmen durch den negativen Wertbeitrag des Unternehmensteils im Konzernverbund begrenzt.<sup>415</sup>

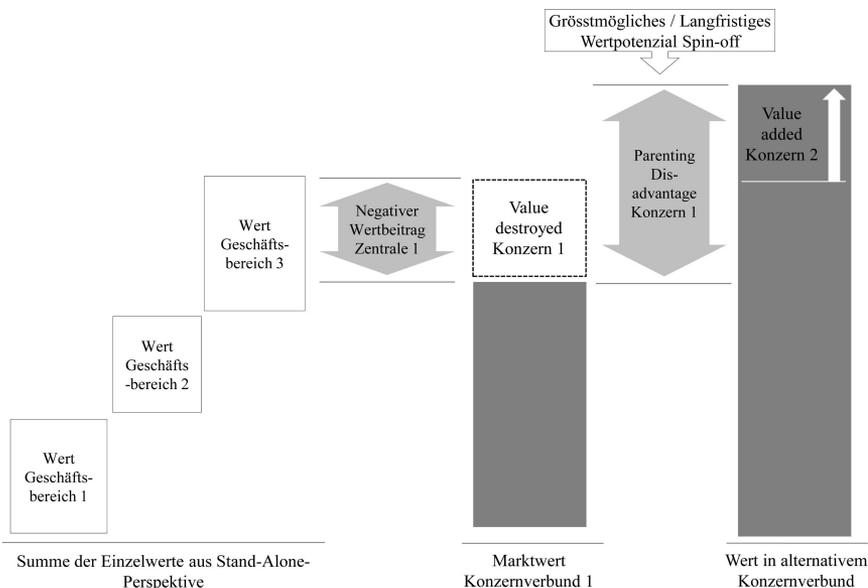


Abbildung 22: Langfristiges Wertpotenzial des Spin-offs (Quelle: Eigene Darstellung)

### 3.4 Zwischenfazit Kapitel 3

Im vorangehenden Kapitel werden drei Fragen beantwortet:

1. Ist eine Erfolgsbeurteilung des Spin-offs aus der Shareholder-Value-Perspektive legitim?

Die Shareholder-Value-Orientierung weist einen umfassenden theoretischen Geltungsanspruch auf. Sowohl die Investitionstheorie, die Theorie der Verfügungsrechte als auch die Effizienzmarkthypothese belegen, dass die Ausrich-

<sup>415</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 90.

tung einer Spin-off-Beurteilung am Unternehmenswert ein legitimes Vorgehen darstellt. Dies wird von den in der Unternehmenspraxis beobachtbaren Entwicklungen im Markt für Unternehmenskontrolle, dem Anlegeraktivismus sowie einem steigenden Wettbewerb um Finanzmittel auf den internationalen Kapitalmärkten bestätigt.

2. *Welche der zur Verfügung stehenden Instrumente der Shareholder-Value-Ermittlung sind für die Spin-off-Beurteilung geeignet?*

Grundsätzlich weisen die theoretischen Unternehmensbewertungsverfahren, allen voran das *DCF*-Verfahren, einen hohen Fundierungsgrad auf. Dennoch führen verschiedene Problemkreise, wie die Kapitalkostenbestimmung oder der Einbezug von Synergien, zu einer mangelnden Eignung für die Erfolgsbeurteilung des Spin-offs. Aufgrund seiner Eigenschaften stellt sich der Marktwert des Eigenkapitals demgegenüber als adäquate und objektive Erfolgsgrösse von Spin-offs heraus; er verarbeitet sämtliche relevanten Informationen.

3. *Welches theoretische Wertänderungspotenzial weist der Spin-off auf?*

Spin-offs können den Unternehmenswert beeinflussen. Dies verdeutlicht das Wertsteigerungsnetzwerk von RAPPAPORT (1986). Ihr unmittelbares Wertänderungspotenzial liegt in einem negativen Wertbeitrag der Zentrale zum betroffenen Unternehmensteil begründet. Das Effizienzwertkriterium im Konzept des *Parenting Advantage* deutet zugleich darauf hin, dass ein Spin-off langfristig auch Wert zu schaffen vermag, wenn der Wertbeitrag der Zentrale zwar positiv, aber nicht so hoch wie der einer alternativen Muttergesellschaft ist.

Im nachfolgenden Kapitel 4 wird der Spin-off-Erfolg in die Literatur zur Diversifikation eingeordnet sowie mithilfe der Systematisierung von Erfolgsfaktoren die Grundlage für die empirische Untersuchung des Shareholder-Value-Erfolgs von Spin-offs gelegt.

## **Überblick Kapitel 4**

Kapitel 4 widmet sich den Ursachen des Spin-off-Erfolgs. Nachdem sich im vorangegangenen Kapitel der Marktwert des Eigenkapitals als geeignete Grösse zur Erfolgsbeurteilung des Spin-offs herausgestellt hat, ist zu untersuchen, in welchen Mechanismen das Wertänderungspotenzial des Spin-offs zu suchen ist. Hierfür bedarf es einer umfassenden Aufarbeitung der Literatur.

Abschnitt 4.1 wendet sich dem Wandel und dem Verständnis von Diversifikation zu. In Abschnitt 4.2 wird die Aufmerksamkeit auf die Systematisierung und Darstellung des theoretischen Forschungsstands gelenkt, es werden erste Schlussfolgerungen zum Zusammenhang zwischen Unternehmenswert und Diversifikation bzw. Konzentration abgeleitet. Abschnitt 4.3 spannt schliesslich den Bogen zu den empirischen Befunden, die sich in den Themenkomplex einordnen lassen. Die Ausführungen werden abschliessend zu einem Zwischenfazit verdichtet, das den Grundstein für die eigene empirische Untersuchung legt.

## Kapitel 4

# Spin-off-Erfolg im Verhältnis von Diversifikation und Konzentration

„Es ist nicht gesagt, dass es besser wird, wenn es anders wird. Wenn es aber besser werden soll, muss es anders werden.“

GEORG CHRISTOPH LICHTENBERG (1742-1799)

## 4.1 Die diversifizierte Unternehmung im Wandel von Zeit und Paradigmen

### 4.1.1 Empirische Evidenz zur Diversifikationsentwicklung

Das nachfolgende Kapitel beleuchtet zunächst die empirische Literatur zur historischen Entwicklung der Diversifikation. In ihr drückt sich das sich wandelnde und teilweise divergierende Verständnis zum Nutzen der Diversifikation aus.

Zu Beginn des vergangenen Jahrhunderts ist die Unternehmenslandschaft geprägt von Firmen, deren Umsätze überwiegend in nur einem Geschäftsbereich erwirtschaftet werden.<sup>416</sup> In der Literatur wird von dieser Phase als der „Vorherrschaft der Einproduktunternehmen“ oder *Single Business Firms* gesprochen.<sup>417</sup>

Ab den 1920er und 1930er Jahren beginnt eine zunehmende Zahl von Unternehmen in verschiedene Tätigkeitsfelder vorzustoßen.<sup>418</sup> Die Zahl der als *Multibusiness Firms* bekannten Unternehmen, die sich anfangs meist in heterogenen Einzelgeschäften engagieren und von einer gemeinsamen Unternehmenszentrale geführt werden, steigt bis

<sup>416</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERUBER (2000), S. 7; FICHTNER (2008), S. 35; SIMMONDS (2009), S. 33.

<sup>417</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 123.

<sup>418</sup> Vgl. HUNGENBERG (2002), S. 4.

in die 1970er Jahre stark an.<sup>419</sup> RUMELT (1974) weist nach, dass sich ihr Anteil an der Gesamtheit von US-amerikanischen Grossunternehmen im Zeitraum 1949-1969 signifikant erhöht, während die *Single Business Firms* gleichzeitig an Bedeutung verlieren.<sup>420</sup> SCHÜLE (1992) berichtet auch für andere Industrienationen von ähnlichen Tendenzen.<sup>421</sup> Der Trend hin zu den *Multibusiness Firms* vollzieht sich gemäss RUMELT (1982) und MARIOTTI/RICOTTA (1987) bis in die 1980er Jahre hinein.<sup>422</sup>

Spätestens ab Mitte der 1980er Jahre ist der Rückgang der *Multibusiness Firms* unstrittig. LICHTENBERG (1990) weist anhand einer repräsentativen Stichprobe von 17.000 US-amerikanischen Unternehmen nach, dass hochdiversifizierte Unternehmen im Zeitraum 1985-1989 zunehmend von Einproduktunternehmen verdrängt werden.<sup>423</sup> Auch WILLIAM/PAEZ/SANDERS (1988), LEE/COOPERMAN (1989), MARKIDES (1990), LIEBESKIND/OPLER (1993) sowie COMMENT/JARRELL (1995) zeigen in ihren Arbeiten für die 1980er Jahre und zu Beginn der 1990er Jahre deutliche Konzentrationstendenzen.<sup>424</sup> HABEL (2000) stellt für den deutschen Kapitalmarkt etwas zeitverzögert noch für die Periode 1992-1997 einen Trend hin zu konzentrierten, im Hinblick auf ihre Tätigkeitsfelder homogenen, Unternehmen fest.<sup>425</sup>

Für die 1990er Jahre konstatieren WHITTINGTON/MAYER (2000) anhand empirischer Daten für verschiedene Industrienationen einen erneuten Diversifikationstrend.<sup>426</sup> GANTENBEIN (2010) bestätigt dies anhand ausgewählter Beispiele. BASU (2010) kann für die Jahre 1990-1997 keine deutliche Zunahme der Diversifikation belegen, sondern stellt in seiner Stichprobe einen solchen Anstieg der *Multibusiness Firms* erst für die Periode 2000-2007 fest.<sup>427</sup> KHORANA ET AL. (2011) finden für die Jahre 2000-2010 empirische Evidenz für einen erneuten globalen Rückgang der Konglomerate, womit das Pendel abermals umzuschlagen beginnt.<sup>428</sup>

<sup>419</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERUBER (2000); FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 123; HUNGENBERG (2002), S. 4; FICHTNER (2008), S. 35.

<sup>420</sup> Vgl. RUMELT (1974), S. 50 ff.

<sup>421</sup> Vgl. SCHÜLE (1992), S. 19.

<sup>422</sup> Vgl. RUMELT (1982); MARIOTTI/RICOTTA (1987). SCHWALBACH (1987) berichtet bereits in der Periode von 1970 bis 1980 von einem Abschwächen der Diversifikationstendenzen.

<sup>423</sup> Vgl. LICHTENBERG (1990).

<sup>424</sup> Vgl. WILLIAM/PAEZ/SANDERS (1988); LEE/COOPERMAN (1989); MARKIDES (1990); LIEBESKIND/OPLER (1993); COMMENT/JARRELL (1995).

<sup>425</sup> Vgl. HABEL (2000), S. 148.

<sup>426</sup> Vgl. WHITTINGTON/MAYER (2000), GANTENBEIN (2010), S. 71.

<sup>427</sup> Vgl. BASU (2009), S. 90 f.

<sup>428</sup> Vgl. KHORANA ET AL. (2011), S. 93.

Trotz der beschriebenen Diversifikationswellen, die sich in deutlichen Pendelbewegungen manifestieren, erscheint der Blickwinkel zum Diversifikationsverhalten der Unternehmen bislang zu eng gefasst. Die empirischen Untersuchungen variieren sowohl in der angewendeten Methodik, in ihrem Diversifikationsverständnis als auch in ihrer geografischen Ausrichtung. Dies verunmöglicht eine abschliessende Beurteilung der Diversifikationsentwicklung im Zeitablauf. In der Literatur wird heute daher die Meinung vertreten, dass weder die 1980er noch die 1990er Jahre tatsächlich für Ent-Diversifikation stehen, obschon dies die Empirie regelmässig postuliert. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002) meint vielmehr, dass „sowohl der (zwischenzeitliche) Hang zu ‚*Related Business*‘ als auch die anhaltend hohen Desinvestitionszahlen nicht vom Ende, sondern lediglich vom *Wandel der Diversifikation* künden“<sup>429</sup>.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Beurteilung und Ausgestaltung von Diversifikation in der Unternehmenspraxis von zyklischen Pendelbewegungen geprägt ist.<sup>430</sup> Dies liegt in der Logik der sich wandelnden Diversifikationskonzeptionen begründet, die im nachfolgenden Abschnitt entwickelt wird.

#### 4.1.2 Die Diversifikationskonzeption im Licht des Managementmoden-Ansatzes

In unklaren Bewertungssituationen orientieren sich Investoren an anderen Kapitalmarktakteuren, Referenzwerten und an allgemein anerkannten *Best Practices* in Form institutionalisierter Managementkonzepte.<sup>431</sup> Der sogenannte *Managementmoden-Ansatz* beschäftigt sich mit dem Prozess ihrer Verbreitung. Er untersucht die Rolle techno-ökonomischer, sozio-psychologischer sowie rhetorischer Einflussfaktoren auf die Popularisierung einzelner Ansätze und Konzepte.<sup>432</sup> Der Strategiepfad der Unternehmung ist nach dem Managementmoden-Ansatz das Ergebnis der Kommunikation zwischen verschiedenen Akteuren. Aus diesem Kommunikationsprozess bilden sich sogenannte *Dominant Logics* und *Industry Recipes* heraus, die den Managementdiskurs intensiv prägen und sich zu allgemein anerkannten Wahrheiten entwickeln.<sup>433</sup>

---

<sup>429</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 123.

<sup>430</sup> Ähnlich auch HUNGENBERG (2001), S. 398; GANTENBEIN (2010), S. 70.

<sup>431</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden NICOLAI/THOMAS (2006), S. 60; SCHULZ (2011), S. 109.

<sup>432</sup> Für einen Überblick zum Managementmoden-Ansatz vgl. ABRAHAMSON (1996); KIESER (1997).

<sup>433</sup> Vgl. SPENDER (1989), S. 188.

Das Entstehen einer Managementmode wird häufig vom Vorliegen „technischer Widersprüche“ begünstigt.<sup>434</sup> So bedürfen viele Managementprobleme einer klaren Entscheidung zwischen sich gegenseitig ausschliessenden Positionen. Managementmoden betonen daher häufig eine sehr einseitige Darstellung der Problematik, was sich in pendelartigen Moden und Gegenmoden manifestiert. Die Frage nach Diversifikation oder Konzentration verdeutlicht ein solches Managementdilemma.

Der folgende Abschnitt untersucht die Logik der Diversifikation vor dem Hintergrund des Managementmoden-Ansatzes. Er erlaubt ein vertieftes Verständnis des sich vollziehenden Wandels im Diversifikationsbegriff. Abbildung 23 gibt einen Überblick über die berücksichtigten Managementkonzepte. Erstmals werden sowohl Argumentationsmuster aus dem Strategischen Management als auch aus der Finanzierungstheorie gemeinsam berücksichtigt.

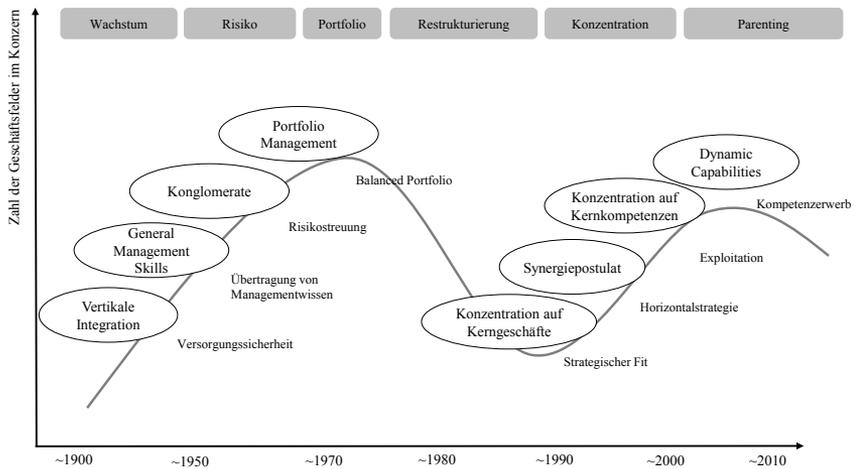


Abbildung 23: Diversifikationszyklus, Gedankengut und Trends (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an HUNGENBERG [2002], S. 5)

Zu Beginn des 20. Jahrhunderts sind ein noch lückenhaftes Angebot und die damit verbundene Versorgungsunsicherheit Treiber unternehmerischen Diversifikationsstrebens.<sup>435</sup> Diversifikation, sofern man sie in dieser frühen Phase und aufgrund ihrer

<sup>434</sup> Vgl. ABRAHAMSON (1996), S. 274.

<sup>435</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 8; FICHTNER (2008), S. 35.

heterogenen Anwendungsvielfalt bereits so nennen möchte, erfolgt häufig unfreiwillig. Um den Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten, sind Unternehmen in dieser Phase vielmehr gezwungen, vor- und nachgelagerte Schritte in der Wertschöpfungskette selbst zu übernehmen. Dies wird vorrangig durch *vertikale Integration* erreicht, die mitunter als ein „Imperativ der frühen Jahre“<sup>436</sup> charakterisiert wird. Anfänglich erweist sich vertikale Integration dabei als durchaus erfolgreich. Denn: Mit zunehmendem Unternehmenswachstum steigen auch die Markteintrittsbarrieren für die Konkurrenz. Sind diese allerdings erst überwunden und setzt damit Wettbewerb auf jeder Wertschöpfungsstufe ein, lässt sich die Logik vertikaler Integration ohne tieferen Sinn nur schwer aufrechterhalten.<sup>437</sup> Denn nur wer auf jeder Stufe des Leistungsprozesses wettbewerbsfähig ist, kann sich Integration leisten.<sup>438</sup> Der Trend zu vertikaler Integration ist damit rasch überholt. Es setzt sich die Erkenntnis durch, dass vertikale Integration die Adaptabilität der Unternehmung an sich immer schneller verändernde Wettbewerbsbedingungen hemmt, während Effizienzgewinne in der Informationstechnologie die Arbeitsteilung gleichzeitig erleichtern.<sup>439</sup> Vertikale Integration ist auf dieser Basis weder notwendig noch zu empfehlen.

Mit dem Scheitern der vertikalen Integration als Diversifikationsmotiv und einer zunehmenden Sättigung der Märkte setzen Desintegrationsbemühungen und das Suchen nach leicht transferablen Ressourcen ein, um sich Wettbewerbsvorteile zu verschaffen.<sup>440</sup> Bald werden *Managementfähigkeiten (General Management Skills)* als idealtypisch für die Übertragung in verschiedenste Geschäftsbereiche und neue Märkte identifiziert. Es verbreitet sich die Auffassung, dass im Wesentlichen hochqualifizierte Manager für den Erfolg der Unternehmung verantwortlich sind, entsprechend auch verschiedenste Geschäftsfelder innerhalb eines Konzernkreises effizient zu bewirtschaften sind. Diese Sichtweise mündet in immer weiter vom Kerngeschäft entfernte Produkt-Markt-Kombinationen zunehmend konglomeratdiversifizierter Unternehmensstrukturen.<sup>441</sup> Ausser im gemeinsamen Management ähneln sich die in den Konzernen verbundenen Geschäftsfelder im Hinblick auf gemeinsam genutzte Ressourcen jedoch kaum noch.<sup>442</sup> Das Entstehen von *Business Schools* und die damit einhergehen-

---

<sup>436</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 8.

<sup>437</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 123.

<sup>438</sup> Zur vertikalen Integration und deren Logik vgl. HARRIGAN (1985).

<sup>439</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 8.

<sup>440</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 35.

<sup>441</sup> Vgl. CHANDLER (1962), S. 391.

<sup>442</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 36.

de Steigerung der betriebswirtschaftlichen Aus- und Weiterbildungsqualität erhöhen das Angebot an gut ausgebildeten Führungskräften jedoch massiv und relativieren den vorherrschenden Diversifikationsgedanken der *übertragbaren Managementfähigkeiten*.<sup>443</sup> Es ist nicht weiter verwunderlich, dass der Gedanke *einzigartiger Managementfähigkeiten* wenige Jahre nach seinem Aufschwung ebenfalls kaum noch Anerkennung findet. Zurück bleiben hochdiversifizierte Konzerne, deren Komplexität und Zusammenwirken kaum noch jemand in Gänze versteht.

Das gestiegene Reservoir an Führungskompetenz tut der noch immer wachsenden Diversifikation bzw. der zunehmenden Zahl der in einem Konzernverbund vereinten Geschäftsfelder zunächst noch keinen Abbruch. In den 1960er und 1970er Jahren rückt das durch „schrumpfende und stagnierende Märkte, konjunkturelle und saisonale Schwankungen sowie rasanten technologischen Wandel“<sup>444</sup> gestiegene *Risiko* in den Vordergrund der Argumentation rund um die Diversifikation. Dabei wird die gedankliche Orientierung an der finanzwirtschaftlichen Portfoliotheorie ausgerichtet. Das Risiko soll „durch die Erschließung verschiedener und voneinander unabhängiger Erfolgsquellen“<sup>445</sup> minimiert werden.<sup>446</sup> Doch auch die auf diesem Gedankengerüst errichteten *Konglomerate* überzeugen nur kurzfristig mit einer positiven Ertragslage. Denn schon bald bereiten schrumpfende Gewinne und abnehmende Rentabilität den Weg für eine erneute Abkehr vom Diversifikationsgedanken.<sup>447</sup> Lediglich durch ihr Wachstum (*Profitless Growth*) können die Konglomerate die Kapitalmärkte noch überzeugen.<sup>448</sup>

Hilfestellung bei der Führung der so entstandenen Konglomerate bietet ab dem Ende der 1960er Jahre zugleich das von den Lehren des Strategischen Managements propagierte *Portfoliomanagement*.<sup>449</sup> Anhand der schnell an Popularität gewinnenden Portfoliomethode sollen diversifizierte Unternehmensportfolios hinsichtlich ihrer Mittelfreisetzung und ihres Mittelbedarfs in einen ausgewogenen Zustand gebracht wer-

<sup>443</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 9.

<sup>444</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 36.

<sup>445</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 36.

<sup>446</sup> Vgl. SCHWALBACH (1990), S. 27.

<sup>447</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 9.

<sup>448</sup> Nicht selten sind es darüber hinaus kartell- und wettbewerbsrechtliche Grenzen, die das diversifizierte Wachstum in unverwandte Geschäftsfelder beschleunigen.

<sup>449</sup> Vgl. HEDLEY (1977); WITTEK (1980). Zur Portfoliomethode vgl. Abschnitt 2.3.2.2.

den.<sup>450</sup> Den Geschäftsbereichen wird ein Rollenverständnis „im Sinne einer nachhaltigen Entwicklung des Ganzen“<sup>451</sup> zugewiesen. Neben reifen Geschäften (*Cash Cows*) werden Wachstumsbereiche (*Stars*), im Aufbau befindliche Geschäfte (*Question Marks*) und solche, die abgestossen werden sollen (*Poor Dogs*) identifiziert.<sup>452</sup> Unternehmensstrategie verfolgt demnach das Ziel einer „geschäftsfeldübergreifenden, aus der Gesamtsicht heraus entwickelten Ausrichtung des Unternehmens“<sup>453</sup>.

Auf Basis der in Kapitel 2 erarbeiteten, ressourcenorientierten Diversifikationsdefinition sei angemerkt, dass die Periode zwischen 1920 und 1970 somit nicht strenggenommen für Diversifikation steht, da deren Funktionsmechanismen im Hinblick auf die Verwandtschaft von Ressourcen, Fähigkeiten und Kompetenzen bis dahin weitestgehend unverstanden sind. Vielmehr ist zu konstatieren, dass die erste Diversifikationswelle, getrieben von reinen Wachstums-, Risikostreunungs- und Portfolioüberlegungen, für die blosse Ausweitung der Geschäftsaktivitäten steht, ohne dass dem Handeln bereits tiefere Einsichten zugrunde liegen.

Spätestens in den 1980er Jahren werden die mit der steigenden Komplexität der Führungsaufgaben und der Vielfalt an Unternehmensaktivitäten verbundenen Probleme evident.<sup>454</sup> Mit dem Durchbruch des Shareholder-Value-Gedankens wird die Leistungsfähigkeit der Konglomerate zunehmend in Frage gestellt.<sup>455</sup> Es findet sich nicht selten das Urteil, dass „die Koordinaten für das Diversifizieren mittlerweile nicht mehr dieselben zu sein scheinen“<sup>456</sup>. Zum einen büsst das Kriterium der Grösse, das bislang in vielerlei Hinsicht als Wert an sich galt, aufgrund von vermeintlicher Inflexibilität, fehlender Marktnähe und übermässiger Bürokratie an Vorzügen ein.<sup>457</sup> Zum anderen geben Effizienzsteigerungen an den Kapitalmärkten zu denken.<sup>458</sup> Unterbewertungssituationen treten seltener auf, aktionärsseitige Diversifikation erscheint überdies kos-

<sup>450</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 10. Zur Verbreitung der Portfoliomethode in der Unternehmenspraxis vgl. BETTIS/HALL (1981).

<sup>451</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 10.

<sup>452</sup> Die Überlegungen dieses Portfolioansatzes gehen auf die Unternehmensberatung BOSTON CONSULTING GROUP (BCG) zurück, weshalb häufig auch die Bezeichnung „Boston-Portfolio“ verwendet wird. Zum Boston-Portfolio vgl. BRUHN (2004), S. 70 f.

<sup>453</sup> Vgl. HUNGENBERG (2000), S. 370.

<sup>454</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 10; FICHTNER (2008), S. 36.

<sup>455</sup> Vgl. RÜHL/SACHS (2000), S. 132.

<sup>456</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 11.

<sup>457</sup> Vgl. PETERS (1993), S. 93 ff.

<sup>458</sup> Vgl. BHADE (1990); HUBBARD/PALIA (1999).

tengünstiger als die unternehmerische.<sup>459</sup> Zu all dem verbreitet sich in der Unternehmenspraxis die Auffassung, dass unternehmerische Diversifikation entbehrlich und im Hinblick auf den Unternehmenswert gar nachteilig sei. Es beginnt die Zeit des *Corporate Restructurings*, der schonungslosen Restrukturierung vermeintlich unprofitabler Konglomerate, deren Auflösung besonderes Potenzial zu versprechen scheint.<sup>460</sup> Sogenannte *Corporate Raiders* forcieren feindliche Übernahmen, womit sie über den Markt für Unternehmenskontrolle (*Market for Corporate Control*) disziplinierende Wirkung auf das Management entfalten.<sup>461</sup> Ineffiziente Unternehmensführung wird damit unmittelbar mit einem drohenden Arbeitsplatzverlust verbunden.<sup>462</sup> Zugleich scheinen in dieser Phase Übernahmen jeder Grössenordnung darstellbar, Unternehmen somit zu Profilierung und regelmässig zur Abstossung vermeintlich unprofitabler Geschäftsbereiche gezwungen.<sup>463</sup> SHLEIFER/VISHNY (1990) stellen fest: „*The takeover wave of the 1980s was to a large extent a response to the disappointment with conglomerates.*“<sup>464</sup> Die Bemühungen bleiben nicht ohne Wirkung. Allein für den Zeitraum 1981-1986 ermitteln BLACK/GRUNDFEST (1988) eine auf Restrukturierungsmaßnahmen zurückgehende Unternehmenswertsteigerung an den Kapitalmärkten in Höhe von 162 Mrd. USD.<sup>465</sup>

Infolge der fundamentalen Kritik an den Konglomeraten, dem Ausbleiben neuer Erklärungsansätze für Wertquellen der Diversifikation sowie vor dem Hintergrund der nicht unerheblichen Restrukturierungserfolge, wird auch unter dem Leitsatz des „*Stick to the Knitting*“ die Konzentration auf Kerngeschäfte (*Core Business*) propagiert. Mit ihrem Buch „*In Search of Excellence*“ stossen PETERS/WATERMANN (1982) die Entwicklung massgeblich an.<sup>466</sup> Hintergrund ist die von ihnen belegte Beobachtung, dass

<sup>459</sup> Für eine aktionärsseitige Diversifikation sprechen etwa eine bessere Handel- und Teilbarkeit der Anteile sowie eine durch geringeren Kapitaleinsatz erzielbare Streuung. Vgl. AMIT/WERNERFELT (1990); LUB-ATKIN/CHATTERJEE (1994).

<sup>460</sup> Zum *Corporate Restructuring* vgl. zum Beispiel auch MAGNET (1987); GRESSLE (1990); BOWMAN/SINGH (1990).

<sup>461</sup> Zur Rolle der *Corporate Raiders* im Markt für Unternehmenskontrolle vgl. WALSH/KOSNIK (1993), S. 671 ff. Zu deren Nutzen im Hinblick auf den Unternehmenswert vgl. CROCI (2007), S. 949 ff.

<sup>462</sup> Vgl. SETTNIK (2006), S. 124. DELINGAT (1996) bezeichnet die Disziplinierungshypothese als ein „Korrektiv für Managementwillkür“. Vgl. DELINGAT (1996), S. 61.

<sup>463</sup> Vgl. PORTER (1996), S. 61 ff. Zu denken ist auch etwa an die von PORTER empirisch nachgewiesene U-Kurve, die das Problem des „*Stuck in the Middle*“ aufzeigt. Unternehmen, die weder als klarer Spezialist noch als klarer Generalist auftreten, sind demnach nicht ausreichend profitabel. Vgl. PORTER (1985), S. 16.

<sup>464</sup> Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1990), S. 746. Vgl. hierzu auch MATSUSAKA (1993), S. 357; HOLSTROM/KAPLAN (2001), S. 121 f.

<sup>465</sup> Vgl. BLACK/GRUNDFEST (1988).

<sup>466</sup> Vgl. PETERS/WATERMANN (1982).

diejenigen Unternehmen am erfolgreichsten operieren, die sich auf ihr angestammtes Geschäft konzentrieren. Damit scheint die Unternehmung ermahnt, sich auf Aktivitäten, Produkte, Dienstleistungen, Märkte, Technologien usw. zu konzentrieren, die als Schlüssel des ursprünglichen Unternehmenserfolgs betrachtet werden. Der „Strategische Fit“ der Geschäftsbereiche rückt in den Vordergrund der Argumentation der mittlerweile stark auf Profitabilität bedachten Führungspersönlichkeiten.

Die Folgen des massiven Rückbaus diversifizierter Unternehmen werden allerdings nur langsam deutlich. Bis sich die Erkenntnis durchsetzt, dass die vorangetriebene Konzentration auf Kerngeschäfte im Rahmen der Restrukturierung eine in höchstem Masse defensive Interpretation erfahren hat, vergehen Jahre.<sup>467</sup> Sich nur dort zu betätigen, wo die ursprünglichen und damit vermeintlich die besten Fähigkeiten liegen, ist in einem zunehmend dynamischem Wettbewerbsumfeld kaum ein Konzept, das den Fortbestand der Unternehmung sicherzustellen vermag. Etwa LEONTIADES (1986) warnt berechtigt: „*The Risk in diversifying into new Business in some Situations is less than the Risk of standing still.*“<sup>468</sup> Der monokausal begründete Rückbau der Diversifikation hin zum Eingeschäftsunternehmen steht somit in jedem Fall für Stillstand, regelmäßig sogar für Rückschritt.

Mit dem Erfolg des *Corporate Restructurings* avanciert auch die *Related Diversifikation* zu einem zentralen Bestandteil der Argumentation des Strategischen Managements.<sup>469</sup> Die Erkenntnis, dass der Verwandtschaftsgrad der vom Konzern unterhaltenen Geschäftsfelder eine entscheidende Rolle bei der Realisierung von *Synergien* spielt, führt zu einer differenzierteren Näherung an die Diversifikation. Die Desinvestition wird in den 1980er Jahren und bis in die 1990er Jahre hinein vorrangig als Instrument genutzt, um nicht verwandte Geschäftsbereiche abzustossen. Zusammen-schlüsse verfolgen umgekehrt meist das Ziel, in verwandte Geschäftsfelder vorzudringen.<sup>470</sup> Legitimierung erfährt das Vorgehen vom *Resource-based View*.<sup>471</sup> Unter dem Schlagwort der „*Excess Capacity*“<sup>472</sup>, dem Vorhandensein nicht genutzter Ressourcen,

<sup>467</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 12.

<sup>468</sup> Vgl. LEONTIADES (1986), S. 81.

<sup>469</sup> Dabei geht auch hier die Nomenklatur auf RUMELT (1974) zurück.

<sup>470</sup> Für den Rückbau der Diversifikation in den 1980er Jahren vgl. BHAGAT/SHLEIFER/VISHNY (1990); MORCK/SHLEIFER/VISHNY (1990); KAPLAN/WEISBACH (1992); MATSUSAKA (1993); HOLSTROM/KAPLAN (2001).

<sup>471</sup> Die Verbindung zwischen Diversifikation und *Resource-based View* wird bereits von PENROSE (1959), ANSOFF (1966) und RUMELT (1974) zumindest indirekt hergestellt. Vgl. FICHTNER (2008), S. 38.

<sup>472</sup> Zur *Excess Capacity* bzw. den *Excess Resources* vgl. TEECE (1982); WERNERFELT (1984); FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 159; WAN ET AL. (2011), S. 1338.

spricht er zu Diversifikation in andere Geschäftsfelder an und prognostiziert deren Erfolg. Gleichzeitig enthüllt die *Transaktionskostentheorie*, dass die Nutzung bzw. der Austausch überschüssiger Ressourcen zwischen den Geschäftsbereichen im Rahmen unverwandter Diversifikation deutlich schwieriger ist als bei Diversifikation in verwandte Geschäftsbereiche.<sup>473</sup> Für wirtschaftliche Austauschbeziehungen wird gemäss der Transaktionskostentheorie idealtypisch diejenige Koordinationsform gewählt, die die Summe aus Transaktionskosten und Produktionskosten minimiert.<sup>474</sup> Vor diesem Hintergrund bietet die *Transaktionskostentheorie* komplementär zum *Resource-based View* Erklärungshilfe für *Related Diversification*.<sup>475</sup> Man könnte postulieren, dass der *Resource-based View* über die *Excess Resources* zwar die theoretisch notwendige Voraussetzung für Diversifikation schafft, aber erst die Transaktionskostentheorie die hinreichende Bedingung für eine vorteilhafte Ausgestaltung von Diversifikation und die Ausweitung der Unternehmensgrenze liefert. Denn: Vorteilhaft ist die Internalisierung von Lieferungs- und Leistungsbeziehungen durch die Bildung von Konglomeraten nur dann, wenn die Kosten der internen Nutzung unternehmensspezifischer Überschussressourcen, etwa von Markenrechten, Managementfähigkeiten, Kundendaten, Produktionsstätten oder Innovationstechnologien, geringer ausfallen als bei ihrer Verwertung über externe Märkte.<sup>476</sup>

Erst durch die Perspektive beider Ansätze, sowohl der Ressourcen- als auch der Transaktionskostentheorie, wird deutlich, warum vorrangig die Diversifikation in verwandte Geschäftsfelder Erfolg zu versprechen scheint. So ist es nur unter der Annahme von Transaktionskosten auch naheliegend, dass sich die gemeinsame Nutzung überschüssiger Ressourcen umso einfacher gestaltet, je verwandter die Geschäftsfelder sind. Dies gilt vor allem für den Einsatz spezifischer Ressourcen. Während etwa eine Fabrikationsstätte noch von verschiedenen Geschäftsbereichen genutzt werden kann, ist dies nicht mehr der Fall bei einer spezialisierten Maschinenausstattung, die ausschliesslich für geschäftsbereichsspezifische Aufgaben genutzt werden kann. Bei der in den 1990er Jahren erneut an Zuspruch gewinnenden Diversifikation zur Erreichung sogenannter Synergiepotenziale wird folglich im Besonderen darauf geachtet, dass ungenutzte, fle-

<sup>473</sup> Zum Transaktionskostenansatz vgl. COASE (1937); WILLIAMSON (1975); WILLIAMSON (1985); TEECE (1982). Zum Verhältnis zwischen Transaktionskostenansatz und *Resource-based View* vgl. FREILING (2001), S. 66 ff.

<sup>474</sup> Vgl. GLAUM/LINDEMANN/FRIEDRICH (2006), S. 293.

<sup>475</sup> Wegweisend sind die Arbeiten von PENROSE (1959), CAVES (1971), MONTGOMERY/WERNERFELT (1988) und TEECE (1980).

<sup>476</sup> Eine Übersicht zu den verschiedenen transaktionskostentheoretischen Argumenten bieten zum Beispiel MONTGOMERY/WERNERFELT (1988).

xible Ressourcen von den Geschäftsfeldern entweder mehrfachgenutzt, Wertaktivitäten aufgeteilt oder Erfahrungen ausgetauscht werden können.<sup>477</sup> Dies gelingt der Unternehmung nach der herrschenden Theorie eben genau dann umso effizienter, je verwandter die Geschäftsbereiche sind, da die Ressourcennutzung mit zunehmender Entfernung vom ursprünglichen Markt durch die Transaktionskosten an Vorteil einbüsst.<sup>478</sup>

So schnell, wie das Synergie-Argument mit Unterstützung des *Resource-based View* in den Mittelpunkt des Diversifikationsstrebens gerückt ist, machen sich allerdings auch seine Schwächen bemerkbar. Aufgrund zu optimistischer Einschätzungen des vorhandenen Synergiepotenzials oder der Unterschätzung des für die Synergierrealisierung benötigten Aufwands sowie kultureller Schwierigkeiten bei der Integration übernommener Geschäftsbereiche meldet der akademischen Diskurs bald über den Begriff der *Synergy Trap* Bedenken an.<sup>479</sup> Dies erscheint auch aus praktischer Sicht geboten, denn den Aktionären einer übernommenen Gesellschaft werden die noch unrealisierten Synergiepotenziale zu dieser Zeit bereits mit teilweise horrenden Akquisitionsprämien vergütet.<sup>480</sup> Dies mag mitunter auch ein Grund dafür sein, dass wissenschaftliche Studien Misserfolgsquoten für Akquisitionen zwischen 30 % und 70 % belegen.<sup>481</sup> So wird in den Analysen regelmässig von zu hohen Synergieerwartungen berichtet.<sup>482</sup> Gleichwohl ist die themenübergreifende Bedeutung des Synergiepotenzials bis heute ungebrochen das Motiv, welches in der *M&A*-Erfolgsforschung am häufigsten genannt wird.<sup>483</sup>

Seit Mitte der 1990er Jahre nimmt das *Konzept der Kernkompetenzen*<sup>484</sup> (*Core Competences*) Einfluss auf die Wahrnehmung der Diversifikation.<sup>485</sup> Als Weiterentwick-

<sup>477</sup> FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 13.

<sup>478</sup> Vgl. CHATTERJEE/WERNERFELT (1991).

<sup>479</sup> Zu den Problemen bei der Realisierung von Synergien bzw. zur *Synergy Trap* vgl. SIROWER (1997), CAMPBELL/GOOLD (1998), SIROWER/SAHNI (2006).

<sup>480</sup> Vgl. SINGH/MONTGOMERY (1987); WEBER (1991), S. 99; ZIEGLER (1997), S. 3; BRÜHL (2000), S. 521; FICHTNER (2008), S. 37.

<sup>481</sup> Vgl. BLEX/MARCHAL (1990), S. 85 f.; BORN (1996), S. 11; ZIEGLER (1997), S. 3; FERDINAND/FESTEL (2001), S. 144.

<sup>482</sup> Vgl. FERDINAND/FESTEL (2001), S. 144 und die dort angeführten Studien von A.T. KEARNEY, ARTHUR D. LITTLE, ANDERSEN CONSULTING und FORBES.

<sup>483</sup> Zur Bedeutung des Synergiemotivs vgl. BERKOVITCH/NARAYANAN (1993), S. 347; SETH ET AL. (2002), S. 924.

<sup>484</sup> Zum Konzept der Kernkompetenzen vgl. WERNERFELT (1984); PRAHALAD/HAMEL (1990). Bereits früher deutet auch RUMELT (1982) die Bedeutung von *Core Factors* für die Diversifikation an.

<sup>485</sup> Vgl. zum Beispiel ACHLEITNER/WAHL (2003), S. 2 und S. 66.

lung<sup>486</sup> des *Resource-based View* beschäftigt sich zwar auch der Kernkompetenzansatz mit der Frage nach den Erfolgsmustern des Unternehmensinneren,<sup>487</sup> dennoch hält er weitergehende Erklärungen für die Diversifikation bereit als etwa das ungleich defensivere Konzept der *Konzentration auf Kerngeschäfte*. Erklärungen erscheinen vor dem Hintergrund der unbefriedigenden Akquisitionserfolge auch dringend geboten. Mit der Interpretation der Unternehmung als Portfolio von Kernkompetenzen, welche demnach erst die Basis von Wettbewerbsvorteilen darstellen, birgt der Kernkompetenzansatz ein tiefergehendes Verständnis der Diversifikation in sich.<sup>488</sup> So reicht es für erfolgreiches Diversifizieren nicht aus, allein die Übertragbarkeit flexibler Ressourcen und deren Nutzbarkeit in neuen Geschäftsfeldern sicherzustellen. Vielmehr kommt es bei der Diversifikation neben der Replizierbarkeit und Übertragbarkeit der Kernkompetenzen auch auf bestehende oder neu zu erlernende organisationale Routinen an, auf denen die (Re-)Kombination von Ressourcen zu Kernkompetenzen basiert.<sup>489</sup> *Related Diversification* büsst damit nicht an Gültigkeit ein, sondern erhält neue Vorzeichen. Denn bringt man organisationale Routinen und kompetenzorientierte Ressourcenkombinationen zusammen, ergibt sich ein ungleich offensiveres Verständnis von Diversifikation und Konzentration. Nur dann, wenn sowohl organisationale Routinen als auch die von diesen zu bündelnden bzw. zu kombinierenden überschüssigen Ressourcen zusammengebracht werden können, kann tatsächlich vom Nutzen der *Related Diversification* gesprochen werden.<sup>490</sup> Im Gegensatz zu den Überlegungen des *Resource-based View* nimmt die Wirkung von Kompetenzen – entgegen der von Ressourcen – nicht zwingend mit zunehmender Entfernung zum ursprünglichen Kerngeschäft ab. *Excess Capacity* von Ressourcen verliert somit an Erklärungsgehalt für Diversifikation, sie ist vielmehr Grundvoraussetzung für erfolgreiches Diversifizieren, so die Logik des Kernkompetenzansatzes.

Insgesamt setzt die Logik der Diversifikation in den letzten Jahren stärker an den Quellen der Kernkompetenzen, der organisationalen Routinen bzw. der Wandlungsfä-

---

<sup>486</sup> Mancherorts wird der Kernkompetenzansatz nicht als unabhängiger wissenschaftlicher Ansatz im engeren Sinne verstanden, sondern als Auslegung des *Resource-based View*. Etwa FICHTNER (2008), S. 38, bezweifelt eine trennscharfe Abgrenzung zu einem eigenen Ansatz. Unbestritten ist indessen, dass der Ursprung des Kernkompetenzansatzes im Gedankengut des *Resource-based View* liegt. Vgl. RASCHE (1993), S. 424.

<sup>487</sup> Vgl. WERNERFELT (1984); WERNERFELT (1995); FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 13.

<sup>488</sup> Vgl. PRAHALAD/HAMEL (1990), S. 79 ff.; BAMBERGER/WRONA (1996), S. 386; BATHOLT/GLÜCKLER (2012), S. 280.

<sup>489</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 13.

<sup>490</sup> Vgl. CHIESA/MANZINI (1997), S. 213.

higkeit (*Dynamic Capabilities*) der Unternehmung an.<sup>491</sup> Dieser Ansatz baut vorrangig auf der Arbeit TEECE/PISANO/SHUEN (1997) auf.<sup>492</sup> Die Autoren definieren *Dynamic Capabilities* als „*the firm’s ability to integrate, build, and reconfigure internal and external competences to address rapidly changing environments*“.<sup>493</sup> Entsprechend stellt sich in jüngster Vergangenheit zunehmend die Frage, ob das im Unternehmen vorhandene Wissen (*Knowledge*) mit den von der Unternehmensumwelt vorgegebenen neuen Aufgaben übereinstimmt.<sup>494</sup> Ist diesbezüglich eine Diskrepanz feststellbar, ermöglichen Lern- und Koordinationsprozesse den Erwerb neuer, aufgabenadäquater Kernkompetenz und rücken damit zum zentralen Moment der Diversifikation auf.<sup>495</sup> Denn nur dann, wenn Diversifikation auch Wettbewerbsvorteile sichert, ist eine positive Wirkung auf den Unternehmenswert zu erwarten.

Die Erörterung der hinter den Modewellen stehenden Diversifikationslogik ergibt ein erstes zusammenhängendes Bild. Die Bewertung der Diversifikation wird von Managementmoden beeinflusst. Dennoch wird das Handeln der Investoren nicht allein von sozio-psychologischen Faktoren geleitet, sondern ist immer im Verhältnis zum Einfluss rationaler Argumente zu betrachten. Nachdem die vorherrschenden Managementkonzepte dargestellt wurden, ist daher aufzuarbeiten, welche konkreten Erklärungen die wissenschaftstheoretische Literatur für das Wertänderungspotenzial, also für Nutzen und Kosten von Diversifikation und Konzentration bietet. Der nachfolgende Abschnitt ordnet das fragmentierte Schrifttum erstmalig systematisch und aus einer ganzheitlichen Perspektive auf das Phänomen der Wertschöpfung durch Diversifikation.

## 4.2 Theorie der Diversifikations- und Konzentrationsbewertung

### 4.2.1 Systematisierung des theoretischen Forschungsstands

Der voranstehende Abschnitt zeigt, dass der Diskurs um die Diversifikation von sich grundlegend verändernden Anschauungen und Managementmoden geprägt ist.<sup>496</sup> Es besteht sowohl Uneinigkeit über die adäquate Ausgestaltung der Diversifikation als

<sup>491</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 15.

<sup>492</sup> Weitere Vertreter sind MAKADOK (2001); HELFAT/PETERAF (2003). Vgl. WAN ET AL. (2011), S. 1350.

<sup>493</sup> Vgl. TEECE/PISANO/SHUEN (1997), S. 516.

<sup>494</sup> Vgl. WAN ET AL. (2011), S. 1351 und die dort angeführte Literatur.

<sup>495</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 15.

<sup>496</sup> Vgl. BOER/BROUNEN/VELD (2005), S. 264.

auch über deren Nutzen im Hinblick auf den Unternehmenswert.<sup>497</sup> Ursächlich hierfür ist mitunter, dass auch die Wissenschaft bislang keine klaren Ergebnisse vorlegen kann, die eine eindeutige Aussage hinsichtlich der Erfolgswahrscheinlichkeit von Diversifikation im Hinblick auf den Unternehmenswert erlauben würde.<sup>498</sup> BERRY-STÖLZLE ET AL. (2012) halten ebendies fest: „*However, the empirical evidence on the net effect of diversification is far from conclusive.*“<sup>499</sup> Und auch ERDORF ET AL. (2012) konstatieren: „*In the last decade there has been no clear consensus of whether there is a discount or even a premium on firm value.*“<sup>500</sup>

Befürworter einer konglomeraten Unternehmensstruktur schreiben der Diversifikation Stabilität, Wertsteigerung und Wachstum zu.<sup>501</sup> Etwa KAY (1995) betont diese Eigenschaften und rückt die mit ihnen verbundenen Wettbewerbsvorteile in den Mittelpunkt seiner Argumentation.<sup>502</sup> Skeptiker bezeichnen den diversifizierte Konzern indessen als unprofitabel und nicht nachhaltig. Bezeichnend ist das Postulat von WHITTINGTON/MAYER (2000): „*Essentially the conglomerate is a freak of nature, too unprofitable to survive.*“<sup>503</sup>

Um den Beitrag des Schrifttums zur Bewertung von Diversifikation und Konzentration zu systematisieren, ist zunächst zu klären, *warum* Unternehmen ihre Aktivitäten diversifizieren. Hierzu werden die vorhandenen theoretischen Erklärungsansätze anhand ihrer positiven und negativen<sup>504</sup> Synergiewirkung differenziert.<sup>505</sup> Dieses Vorgehen ist deshalb zielführend, weil Synergien als das klassische und mitunter einzig sinnvolle Ziel von Unternehmenstransaktionen bezeichnet werden.<sup>506</sup> HOVERS (1973) expliziert

<sup>497</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden HUNGENBERG (2001), S. 398.

<sup>498</sup> Vgl. HUNGENBERG (2001), S. 398 und die dort angeführte Literatur zu den sich teilweise widersprechenden Ergebnissen der Forschung.

<sup>499</sup> BERRY-STÖLZLE ET AL. (2012), S. 383.

<sup>500</sup> ERDORF ET AL. (2012), S. 1.

<sup>501</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 121.

<sup>502</sup> Vgl. KAY (1995).

<sup>503</sup> Vgl. WHITTINGTON/MAYER (2000), S. 58.

<sup>504</sup> Für „negative Synergie“ wird im Folgenden der Begriff der „Dyssynergie“ verwendet.

<sup>505</sup> Ein alternatives Vorgehen zur Systematisierung der Diversifikationsforschung wählt GANTENBEIN (2010), S. 71 ff. Er unterscheidet zwischen Arbeiten der *Inter-Industrie-Diversifikation*, der *Intra-Industrie-Diversifikation*, der *internationalen Unternehmensdiversifikation* sowie der *Diversifikation in Abhängigkeit vom Reifegrad eines Marktes*. Allerdings hat sich bislang kein Systematisierungsvorgehen etabliert, das einen allgemeingültigen Geltungsanspruch aufweisen würde. Vgl. AUERBACH (2009), S. 41 f.

<sup>506</sup> Vgl. KERLER (2000), S. 21.

unter Einbezug der Wertperspektive: „*Synergy must exist in any acquisitive development if economic value is to be created by the move.*“<sup>507</sup>

Zur Synergiedifferenzierung wird das Modell von COENENBERG/SAUTTER (1988) herangezogen.<sup>508</sup> Die Autoren unterscheiden grundsätzlich zwischen güterwirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Synergiepotenzialen,<sup>509</sup> wobei der Begriff der „güterwirtschaftlichen Synergien“ in der jüngeren Literatur durch den Begriff der „leistungswirtschaftlichen Synergien“ ersetzt wird.<sup>510</sup> Während die leistungswirtschaftlichen Synergien auf die funktionale Integration, den Transfer von Ressourcen und die Verbesserung der Wettbewerbsposition abzielen, umfassen finanzwirtschaftliche Vorteile etwa die Reduktion des finanziellen Risikos, die Senkung der Kapitalbeschaffungskosten oder das effizientere Management des finanziellen Umlaufvermögens.<sup>511</sup>

Insbesondere unter Berücksichtigung der Prinzipal-Agenten-Theorie<sup>512</sup>, die sich mit dem opportunistischen Verhalten von Wirtschaftssubjekten und Anreizstrukturen bei asymmetrischer Informationsverteilung beschäftigt, erscheint eine Differenzierung zwischen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Synergien mit dem Ziel der Effizienzsteigerung – für sich alleine betrachtet – zumindest unpräzise. Im Folgenden werden die mittlerweile mannigfaltigen Bewertungsansätze von Diversifikation und Konzentration zwar ebenfalls den leistungswirtschaftlichen und den finanzwirtschaftlichen (Dys-)Synergien zugeordnet, allerdings neben den effizienzgetriebenen Motiven auch verhaltensorientierte (behavioristische) Ansätze einbezogen. Abbildung 24 illustriert das gewählte Vorgehen.

<sup>507</sup> Vgl. HOVERS (1973), S. 75.

<sup>508</sup> Vgl. COENENBERG/SAUTTER (1988), S. 691 ff. Für eine umfassende Darstellung verschiedener Synergiedifferenzierungsmodelle vgl. KERLER (2000), S. 62 ff.

<sup>509</sup> Vgl. COENENBERG/SAUTTER (1988), S. 691 ff.

<sup>510</sup> Im Folgenden wird aufgrund seiner im heutigen Wirtschaftsumfeld besseren Eignung der Begriff der „leistungswirtschaftlichen Synergien“ verwendet. Ein solches Vorgehen findet sich auch bei ECKHARDT (1999), S. 39 ff., STIENEMANN (2003), S. 46 ff., und OSTROWSKI (2007), S. 79 ff., die ebenfalls zwischen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Synergien unterscheiden.

<sup>511</sup> Vgl. KERLER (2000), S. 68.

<sup>512</sup> Zur Begründung und Ausgestaltung der Prinzipal-Agenten-Theorie vgl. BERLE/MEANS (1932), ROSS (1973), JENSEN/MECKLING (1976) sowie GROSSMANN/HART (1983).

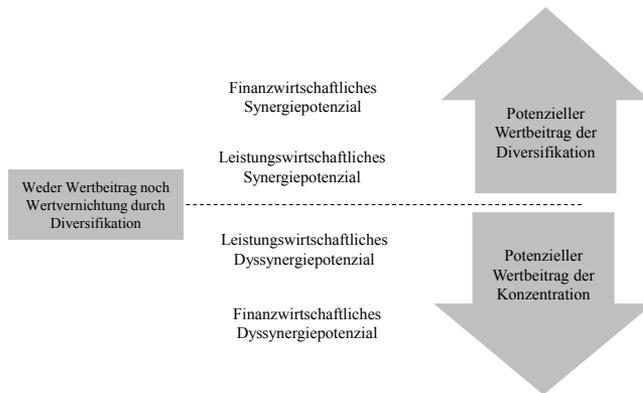


Abbildung 24: Systematisierungsvorgehen (Quelle: Eigene Darstellung)

## 4.2.2 Unternehmenswert und Diversifikation

### 4.2.2.1 Leistungswirtschaftliches Synergiepotenzial

In der Literatur der 1960er und 1970er Jahre zur Diversifikation besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass Wertsteigerung durch Diversifikation auf Synergiepotenzial beruht.<sup>513</sup> Die früh entwickelten Erfolgsfaktoren prägen die *M&A*-Praxis und -Literatur dabei bis heute: Als Hauptmotiv für die Integration eines Unternehmens in den eigenen Konzernverbund werden nach wie vor Synergien angeführt.<sup>514</sup>

Leistungswirtschaftliche Synergien sind primär auf Kosteneinsparungen infolge von Effizienzsteigerungen zurückzuführen. Als ursächlich gelten insbesondere folgende Effekte:<sup>515</sup>

- Skalenerträge (*Economies of Scale*)
- Verbundvorteile (*Economies of Scope*)
- Marktmacht (*Market Power*)

<sup>513</sup> Vgl. LELYVELD/KNOT (2009), S. 2313.

<sup>514</sup> Vgl. SETH ET AL. (2002), S. 921 ff.

<sup>515</sup> Vgl. LEVY/SARNAT (1970), S. 795. Für die angeführten Konzepte vgl. TEECE (1980); PANZAR/WILLIG (1981); BAUMOL/PANZAR/WILLIG (1983); SCHERER/ROSS (1990). Zusammenfassend auch PICKEN (2003), S. 23 f.

*Economies of Scale* werden realisiert, wenn die Preise der Inputfaktoren bei einer zunehmenden Ausbringungsmenge konstant bleiben. Dies führt zu einer Reduktion der langfristigen durchschnittlichen Stückkosten.<sup>516</sup> Zugleich kann sich mit zunehmendem Wachstum auch ein *Fixkostendegressionseffekt* ergeben. Die Fixkosten lassen sich durch eine zunehmende Ausbringungsmenge auf eine grössere Anzahl von Produkten oder Dienstleistungen verteilen.<sup>517</sup> Als Konsequenz entsteht für die Unternehmung die Möglichkeit, Produkte und Dienstleistungen günstig am Markt zu platzieren, woraus ein Wettbewerbsvorteil resultieren kann.

*Economies of Scope*<sup>518</sup> treten indessen auf, wenn die Herstellung verschiedener Produkte durch die Nutzung gemeinsamer Ressourcen innerhalb eines Unternehmens günstiger ist als über einen externen Markt. HILL/HITT/HOSKISSON (1992) halten hierzu fest: „*Resource sharing and skill transfers enable the diversified firm either to reduce overall operating costs in one or more of its divisions, and/or to better differentiate the products of one or more of its divisions (thus enabling a higher price to be charged)*.“<sup>519</sup> Dieses – zwar allgemeingültige – Postulat determiniert auch die ökonomische Grenze der Unternehmung und ruft die Argumentation des *Resource-based View* im Rahmen der *Related Diversification*<sup>520</sup> und die *Theorie der Transaktionskosten* ins Gedächtnis: Firmen diversifizieren demnach so lange, wie sich (a) *Excess Resources* in zunächst verwandten, dann unverwandten Geschäftsfeldern nutzen lassen und (b) dies günstiger ist als deren Vermarktung über unternehmensexterne Absatzkanäle.<sup>521</sup>

Den leistungswirtschaftlichen Synergien zuordenbar ist auch ein Phänomen, das unter dem Begriff der *Marktmacht* bekannt ist.<sup>522</sup> Die Vorteile von Marktmacht werden vor allem von Vertretern der Industrieökonomik angeführt.<sup>523</sup> Gemäss dem Konzept der

<sup>516</sup> Vgl. CHANDLER (1990), S. 17.

<sup>517</sup> Vgl. GLAUM/LINDEMANN/FRIEDRICH (2006), S. 292.

<sup>518</sup> Zu den *Economies of Scope* vgl. PANZAR/WILLIG (1981), S. 268; TEECE (1982), S. 39 ff.; EATON/LEMICHE (1991), S. 901 ff.

<sup>519</sup> Vgl. HILL/HITT/HOSKISSON (1992), S. 502.

<sup>520</sup> Als Vertreter des Strategischen Managements stellen zum Beispiel HOSKISSON (1987) sowie NAYYAR (1993) den Zusammenhang zur *Related Diversification* her. Vgl. hierzu auch den voranstehenden Abschnitt.

<sup>521</sup> Ähnlich argumentieren bereits TEECE (1982) und MONTGOMERY/WERNERFELT (1988).

<sup>522</sup> Erstmals beschreibt EDWARDS (1955) das Konzept der Marktmacht. Dabei sind die unter diesen Begriff subsumierbaren Mechanismen durchaus auch unter anderer Namensgebung bekannt. HILL (1985), S. 828, bezeichnet den Effekt als „*Conglomerate Power*“. Zur Marktmacht vgl. BERRY (1971), RHOADES (1973), TEECE (1981), SCOTT (1982), CHATTERJEE (1986) und TIROLE (1995).

<sup>523</sup> Vgl. GORT (1962); BERRY (1971); MARKHAM (1973); RHOADES (1973).

Marktmacht hat ein diversifiziertes Unternehmen gegenüber externen Vertragsparteien eine bessere Verhandlungsposition und somit Vorteile gegenüber der Konkurrenz. VILLALONGA (2000) führt drei Funktionsweisen der Marktmacht im Kontext der Diversifikation an:<sup>524</sup> Erstens kann die diversifizierte Unternehmung Gewinne eines Geschäftsbereichs dazu nutzen, die Produktpreise eines anderen Geschäftsbereichs so tief zu gestalten, dass sie die nicht-diversifizierte Konkurrenz aus dem Markt verdrängen. Zweitens besagt die oligopoltheoretische *Mutual Forbearance Hypothesis*, dass sich diversifizierte Unternehmen, sofern sie auf verschiedenen Märkten konkurrieren, gegenseitig dulden, womit sie ebenfalls einen Wettbewerbsvorteil gegenüber nicht-diversifizierten Konkurrenten besitzen können.<sup>525</sup> Und drittens können kleinere Konkurrenten aus dem Markt gedrängt werden, indem diversifizierte Unternehmen gegenseitig als Anbieter und Abnehmer auftreten (*Reciprocal Buying*). Was aus einzelwirtschaftlicher Sicht durchaus vorteilhaft sein mag, ist aus gesamtwirtschaftlicher Sicht jedoch nicht selten mit Wohlfahrtsverlusten verknüpft. Entsprechend ist eine steigende Marktmacht nicht ausschliesslich positiv zu bewerten. Diesem Umstand ist es auch geschuldet, dass der Erlangung von Marktmacht im Rahmen der Kartellgesetzgebung in den meisten Industrienationen Grenzen gesetzt sind.<sup>526</sup>

#### 4.2.2.2 Finanzwirtschaftliches Synergiepotenzial

Neben den leistungswirtschaftlichen Synergiepotenzialen haben sich in der Literatur auch finanzwirtschaftliche Synergiepotenziale als erklärende Motivationsfaktoren für Diversifikation etabliert. Dabei werden vor allem die Vorteile interner Kapitalmärkte<sup>527</sup> akzentuiert, da diversifizierte Unternehmen unter anderem durch die „Internalisie-

<sup>524</sup> Vgl. VILLALONGA (2000), zitiert bei MARTIN/SAYRAK (2003), S. 40.

<sup>525</sup> Für die *Mutual Forbearance Hypothesis* vgl. BERNHEIM/WHINSTON (1990).

<sup>526</sup> Zum europäischen Wettbewerbsrecht vgl. statt vieler MESTMÄCKER/SCHWEITZER (2004).

<sup>527</sup> Der interne Kapitalmarkt wird dabei definiert als „Prozess der unternehmensinternen Allokation von Kapital auf verschiedene Geschäftsfelder innerhalb eines Konglomerats durch die hierarchische Weisung der Zentrale und unter Berücksichtigung der dezentral in den Geschäftsfeldern vorliegenden Informationen“. Vgl. WILLIAMSON (1975), S. 145.

Es handelt sich damit nicht um einen Markt im mikroökonomischen Sinn, vielmehr wird der Marktmechanismus durch die im internen Kapitalmarkt vorherrschende hierarchische Allokation durch die zentrale Unternehmenseinheit ausgeschaltet. Vgl. FUNK (2008), S. 13. SPREMAN (1998), S. 341 f., nimmt indessen eine Definition vor, die eher instrumental geprägt ist: „Ein interner Kapitalmarkt [...] ist als Summe von durchaus wenig strukturierten und frei aufbringbaren Massnahmen zu verstehen, einschliesslich der internen Kommunikation auch nicht qualifizierter Aspekte, die den Vergleich von Projekten und Subeinheiten fördern können – insbesondere den Leistungsvergleich im Hinblick auf die wertorientierte Zielsetzung der Unternehmung –, so dass mit diesen Informationen die Allokation von Ressourcen (Personal, Kapital, Zeit) auf Projekte und Subeinheiten unterstützt wird.“

nung ihrer Kapitalallokation gekennzeichnet sind<sup>528</sup>. Man spricht plakativ auch von der „*Bright Side of Internal Capital Markets*“<sup>529</sup>.

Im Wesentlichen werden in der Literatur vier theoretische Ursachen finanzwirtschaftlicher Synergien angeführt, die unternehmenswertsteigerndes Potenzial aufweisen.<sup>530</sup>

- *Steigende Effizienz der Ressourcenallokation (Smarter Money Effect)*<sup>531</sup>
- *Ausweitung der Fremdkapitalkapazität (More Money Effect)*<sup>532</sup>
- *Reduktion der Fremdkapitalkosten*<sup>533</sup>
- *Nutzbarkeit steuerlicher Vorteile*<sup>534</sup>

Der *Smarter Money Effect* unterstellt, dass interne Kapitalmärkte eine effizientere Ressourcenallokation ermöglichen, als wenn Ressourcen ihrer Verwendung über externe Kapitalmärkte zugeführt werden.<sup>535</sup> Als Ursache werden die gegenüber externen Investoren besseren Möglichkeiten der Zentrale zur Überwachung (*Monitoring*) sowie zur Einschätzung zukünftiger Ertragsaussichten (*Winner Picking*) einzelner Geschäftsbereiche angeführt.<sup>536</sup> Dieser Argumentation ist auch ein Vorteil zuzuordnen, der in zahlreichen jüngeren Arbeiten angeführt wird. Demnach ist das unternehmensinterne Beschaffen von Kapital, etwa aufgrund der geringeren Informationskosten, innerhalb

---

Für einen umfassenden Überblick zur Literatur interner Kapitalmärkte in diversifizierten Unternehmen vgl. MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2007).

<sup>528</sup> Vgl. BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 10.

<sup>529</sup> Die Ausdrücke „*Bright Side of Internal Capital Markets*“ und „*Dark Side of Internal Capital Markets*“ gehen auf STEIN (2003), S. 138, zurück.

<sup>530</sup> FICHTNER (2008), S. 25, richtet ihre Argumentation alternativ auch am „Zugang zu aufgrund von Portfolioerstraktionen bisher nicht gehaltenen Wertpapieren“ aus. Dieses Argument ist für die empirische Untersuchung von Spin-offs als Mittel zur Kräftekonzentration allerdings nicht von besonderer Relevanz, da (a) die Messbarkeit dieses Effekts nur schwer möglich ist, (b) es in der Literatur kaum Aufmerksamkeit erfährt und (c) die Wirkung positiv wie negativ ausfallen kann.

<sup>531</sup> Für die frühe Auseinandersetzung mit der Effizienz der unternehmensinternen Ressourcenallokation vgl. die Arbeiten von ALCHIAN (1969), WESTON (1970), WILLIAMSON (1975) und DONALDSON (1984). Gründer der modernen, weitaus formaleren Auseinandersetzung mit der Thematik ist STEIN (1997).

<sup>532</sup> Vgl. ADELMAN (1961); LEVY/SARNAT (1970); LEWELLEN (1971).

<sup>533</sup> Vgl. LINTNER (1971).

<sup>534</sup> Vgl. LINTNER (1971); MAJD/MYERS (1987); BHIDE (1990).

<sup>535</sup> Vgl. FUNK (2008), S. 26.

<sup>536</sup> Vgl. STEIN (1997), S. 111 ff.

diversifizierter Unternehmen effizienter als über externe Kapitalgebergruppen.<sup>537</sup> Insgesamt liegt der Vorteil diversifizierter Unternehmen nach diesem Argument darin, dass dessen Geschäftsfelder bei der Kapitalbeschaffung (a) überhaupt auf einen alternativen, internen Kapitalmarkt zugreifen können<sup>538</sup> und (b) dies zudem aufgrund tieferer Transaktionskosten vorteilhaft ist<sup>539</sup>. Demnach stellt der interne Kapitalmarkt Überrenditen in Aussicht, die mitunter als wesentliche Erklärung für die Konglomeratsbildung angeführt werden.<sup>540</sup>

Der *More Money Effect* besagt demgegenüber, dass es diversifizierten Unternehmen gelingen kann, *mehr* Fremdkapital einzuwerben, als dies den auf wenige Geschäftsbereiche konzentrierten Unternehmen möglich ist.<sup>541</sup> Dieses Argument geht auf die von LEWELLEN (1971) formulierte *Co-Insurance Hypothesis* zurück.<sup>542</sup> LEWELLEN (1971) zeigt modelltheoretisch, dass sich mit dem Zusammenfassen nicht perfekt miteinander korrelierender Zahlungsströme einzelner Geschäftsfelder eine steigende Fremdkapitalkapazität (*Debt Capacity*) erzielen lässt.<sup>543</sup> Die Bündelung der einzelnen Geschäftsfeldzahlungsströme führt demnach zu einer Senkung der Variabilität des Gesamtzahlungsstroms, was wiederum das Ausfallrisiko bei den Fremdkapitalgebern reduziert. Sofern sich nun die Fremdkapitalgeber beim Setzen des Kreditlimits für die Unternehmung an ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit orientieren, was eine durchaus realistische Annahme darstellt, lässt sich zeigen, dass das Kreditlimit der diversifizierten Unternehmung – mit ihrem gebündelten Einkommensstrom – die Summe der Kreditlimits separat operierender Geschäftsfelder übersteigt.<sup>544</sup>

Schliesslich wird als Quelle der Wertsteigerung durch Diversifikation auch die Möglichkeit angeführt, *Fremdkapitalkosten zu reduzieren*.<sup>545</sup> Dies wird mitunter auf die zunehmende Unternehmensgrösse diversifizierender Unternehmen zurückgeführt.<sup>546</sup>

<sup>537</sup> Vgl. zum Beispiel STEIN (1997); BHI (1990); MATSUSAKA/NANDA (2002).

<sup>538</sup> YAN (2006), S. 6 f., LIEBESKIND (2000), S. 68, sowie EBERL (2008), S. 7, weisen darauf hin, dass der interne Kapitalmarkt Unterinvestitionsprobleme aufgrund von Schwankungen in der Finanzierungsversorgung auf externen Kapitalmärkten abfedern kann.

<sup>539</sup> Vgl. HADLOCK (2001).

<sup>540</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN/HINTERHUBER (2000), S. 10.

<sup>541</sup> Vgl. STEIN (1997).

<sup>542</sup> Vgl. FUNK (2008), S. 26.

<sup>543</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden LEWELLEN (1971), S. 525 ff.

<sup>544</sup> Ausführlich hierzu auch FICHTNER (2008), S. 26 f.

<sup>545</sup> Vgl. LINTNER (1971), S. 107.

<sup>546</sup> Mit einem steigenden Diversifikationsgrad nimmt i. d. R. auch die Grösse der Unternehmung zu. Vgl. FICHTNER (2008), S. 27.

LINTNER (1971) begründet dies folgendermassen: „*Borrowing costs decline with size of firm, other things equal, even in idealized markets under uncertainty where information itself is an economic good – because of ‘lot size’ scale economies in credit investigations and security issue costs as well as ‘marketability’.*“<sup>547</sup> Wertsteigerung durch Diversifikation ist nach diesem Argument insgesamt auf die Reduktion des Unternehmensrisikos zurückzuführen, das sich nach der finanzwirtschaftlichen Theorie in einem tieferen Diskontfaktor bei der Bewertung zukünftiger Zahlungsströme für die Aktionäre und damit in einem höheren Unternehmenswert ausdrückt.<sup>548</sup>

Als vierter Erklärungsansatz für positive Werteffekte von Diversifikation gelten verschiedene steuerliche Vorteile. Zum einen ist für Konglomerate mit der zunehmenden Attraktivität des günstigen Fremdkapitals auch die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen verbunden (*Tax Shield*).<sup>549</sup> Zum anderen kann mit der Glättung des Einkommensstroms ein Vorteil entstehen, der mit den asymmetrischen Eigenschaften von Steuern zusammenhängt: Bei positivem Ergebnis sind Gewinnsteuern vom Unternehmen zu entrichten, Verluste indessen führen zum Entfall sämtlicher Gewinnsteueransprüche. Diversifikation erlaubt es, Verluste eines Geschäftsfeldes mit den Gewinnen eines anderen zu saldieren und die Steuerbelastung damit zu reduzieren.<sup>550</sup> Der Gesamtsteueraufwand fällt somit für das diversifizierte Unternehmen tiefer aus, als wenn beide Geschäftsbereiche getrennt voneinander operieren würden. Damit ist Wertsteigerung auch ohne leistungswirtschaftliche Effizienzgewinne durch Diversifikation möglich. Eingegrenzt wird diese Problematik zwar durch die regulatorische Einführung von Verlustvorträgen und die damit verbundene intertemporale Saldierungsmöglichkeit für einzelne Unternehmen. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass Verluste auch innerhalb bestimmter Frist mit Gewinnen verrechnet werden, was nicht immer gelingt. MAJD/MYERS (1987) zeigen schliesslich modelltheoretisch, dass das Recht zur Verlustverrechnung den Vorteil der unternehmensinternen Saldierung von Gewinnen und Verlusten innerhalb einer Periode nicht vollständig aufzuheben vermag.<sup>551</sup>

<sup>547</sup> LINTNER (1971), S. 107.

<sup>548</sup> Das Argument der Risikoreduktion wird in Teilen der Literatur skeptisch betrachtet. Neben den mit der Diversifikation verbundenen Kosten wird angeführt, dass Diversifikation durch die Investoren effizienter sei, als wenn sie von der Unternehmung angestrebt werde. Vgl. BREALEY/MYERS (2003), S. 187 ff. Auch WESTON/SIU/JOHNSON (2001), S. 141 ff., folgen dem Risikoreduktionsargument für Diversifikation nur bedingt. Daneben findet sich in der Literatur allerdings auch die Auffassung, eine investorenseitige Portfoliodiversifikation könne die von Unternehmen verfolgten Diversifikationsstrategien in vielen Fällen nicht ersetzen. Vgl. Abschnitt 2.3.2.1.

<sup>549</sup> Vgl. LEWELLEN (1971), S. 525; BERGER/OFEK (1995), S. 41.

<sup>550</sup> Vgl. LINTNER (1971), S. 107.

<sup>551</sup> Vgl. MAJD/MYERS (1987).

### 4.2.3 Unternehmenswert und Konzentration

#### 4.2.3.1 Leistungswirtschaftliches Dyssynergiepotenzial

Während die frühe Literatur die Vorteile der Diversifikation aufzuarbeiten versucht, wandelt sich spätestens mit dem *Corporate Restructuring* auch die theoretische Ausrichtung der Argumentation.<sup>552</sup> Mit der fundamentalen Änderung der Diversifikationslogik hin zu dem Ziel, konglomerate Unternehmensstrukturen in der Unternehmenspraxis rigoros aufzubrechen, wertet auch die betriebswirtschaftliche Theorie die Erklärungsansätze für Diversifikation zunehmend kritischer.<sup>553</sup> Während sich die theoretischen Erklärungsansätze des Diversifikationsmotivs schrittweise auflösen, wird in der jüngeren theoretischen Literatur vielfach die Auffassung vertreten, mit dem Rückbau von Diversifikation sei die Möglichkeit der Wertsteigerung verbunden.<sup>554</sup> Denn neben der nutzenstiftenden Wirkung liessen sich auch Kosten der Diversifikation identifizieren, deren Beseitigung eine Wertsteigerung ermöglichen dürfte. Teile der Literatur sprechen von sogenannten Entflechtungssynergien,<sup>555</sup> deren Realisierungsnachweis für die Manager konglomerater Unternehmen in den 1980er und 1990er Jahren zur nahezu obligatorischen Aufgabe avanciert.

Analog zur Theorie der Diversifikationsmotivation sind auch bei der Unternehmenskonzentration leistungswirtschaftliche Dyssynergien von Bedeutung. In der Literatur werden vorrangig die nachfolgenden Effekte diskutiert:

- *Negative Skalenerträge (Diseconomies of Scale)*
- *Negative Verbundvorteile (Diseconomies of Scope)*

*Diseconomies of Scale* basieren auf der Überlegung, dass mit zunehmender Betriebsgrösse und Diversifikation allokativer Ineffizienzen hinsichtlich der Produktionsfaktoren auftreten, die auf steigende Organisationskosten zurückgehen.<sup>556</sup> Diese sind

<sup>552</sup> Vgl. DIXON (1994), S. 213.

<sup>553</sup> Vgl. LELYVELD/KNOT (2009), S. 2313.

<sup>554</sup> Vgl. MARKIDES (1992), S. 399 f.

<sup>555</sup> Für eine Darstellung von Ent- bzw. Verflechtungssynergien vgl. KRÜGER (1996), S. 78, und OSTROWSKI (2007), S. 75 ff.

<sup>556</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 80; GILDEMEISTER (2008), S. 29.

insbesondere durch stärkere Bürokratisierung (*Bureaucratic Rigidity*)<sup>557</sup> und höhere Transaktionskosten der internen Leistungsbereitstellung erklärbar.<sup>558</sup> Mit der zunehmenden Zersplitterung von Unternehmensteilen durch Diversifikation geht demnach eine Vielzahl identischer – und damit doppelter – Prozesse innerhalb der Unternehmung einher.<sup>559</sup> Dazu kommt, dass eine Zentralisierung und Zusammenführung dieser Prozesse vorhandene Ineffizienzen aufgrund räumlicher und zeitlicher Beschränkungen nicht vollständig zu beseitigen vermag.<sup>560</sup> Es wird angeführt, dass die zentralen Verwaltungsstrukturen, etwa durch das Ansteigen der Gemeinkosten, mit zunehmender Unternehmensgrösse ineffizienter operieren.<sup>561</sup> Dies wirkt sich schliesslich etwa in einer verminderten Flexibilität und Adaptionfähigkeit der Unternehmung an veränderte Umweltbedingungen aus.<sup>562</sup>

Nach der Theorie negativer Skalenerträge gelingt der Zentrale des diversifizierten Unternehmens mit zunehmender Grösse und Komplexität der Organisationsstruktur insgesamt entweder die effiziente Verteilung von Ressourcen nicht mehr (*Diseconomies of Decision Management*) oder die Kosten für die Informationsbeschaffung, die eine effiziente Verteilung der Produktionsfaktoren ermöglichen könnten, sind unverhältnismässig hoch (*Diseconomies of Decision Control and Managerial Monitoring*).<sup>563</sup>

Als eine weitere Quelle der Unternehmenswertsteigerung durch Konzentration werden in der Literatur *Diseconomies of Scope* angeführt, welche durch die Verflechtung verschiedener Geschäftsbereiche im Rahmen unternehmerischer Diversifikation entstehen können.<sup>564</sup> Die aus dem Zusammenfügen verschiedener Geschäftsbereiche resultierenden Verbundeffekte können sich dieser Theorie zufolge insgesamt nachteilig auf den Unternehmenswert auswirken.<sup>565</sup> Dies ist etwa dann der Fall, wenn die einzelnen Geschäftsfelder nicht nach strategisch sinnvollen Kriterien in das Unternehmensportfolio aufgenommen werden (*Strategic Missfit*) und sich gegenseitig in ihrer operativen Exzellenz behindern,<sup>566</sup> insbesondere, wenn

<sup>557</sup> Zur *Bureaucratic Rigidity* vgl. SHIN/STULZ (1998).

<sup>558</sup> Vgl. PICKEN (2003), S. 24 ff.

<sup>559</sup> Vgl. GILDEMEISTER (2008), S. 29.

<sup>560</sup> Vgl. GILDEMEISTER (2008), S. 29.

<sup>561</sup> Vgl. ACHLEITNER/WAHL (2003), S. 92.

<sup>562</sup> Vgl. VOGEL (2002), S. 37.

<sup>563</sup> Vgl. SCHIPPER/SMITH (1983), S. 458; BUCKLEY (1991), S. 826.

<sup>564</sup> Vgl. zum Beispiel DIXON (1994), S. 213; GILDEMEISTER (2008), S. 29.

<sup>565</sup> Vgl. LECHNER (2007), S. 101.

<sup>566</sup> Vgl. ACHLEITNER/WAHL (2003), S. 92.

- a) eine übermäßige Segmentierung negative Effekte auf das Markenimage hat,<sup>567</sup>
- b) die Geschäftsfelder in Konkurrenz zueinander stehen (Kannibalisierung)<sup>568</sup>  
oder
- c) es notwendig ist, dass die Geschäftsfelder unterschiedlich auf veränderte Rahmenbedingungen reagieren.<sup>569</sup>

#### 4.2.3.2 Finanzwirtschaftliches Dyssynergiepotenzial

Als Pendant zum finanzwirtschaftlichen Synergieargument des internen Kapitalmarkts lässt sich in der Literatur eine als „*Dark Side of Internal Capital Markets*“ bezeichnete Denkströmung identifizieren.<sup>570</sup> Diese versucht aufzuzeigen, dass die Vorteile interner Kapitalmärkte begrenzt sind und vielmehr durch Konzentration Wert geschaffen werden kann. Im Wesentlichen wird argumentiert, dass aufgrund der beschränkten Informationsbearbeitungskapazität der Zentrale nicht zu viele Geschäftsbereiche innerhalb eines Konglomerats zusammengefasst werden können, zumal der *Smarter Money Effect* aufgrund der schrumpfenden Effizienz des *Monitoring* und des *Winner Picking* an Wirksamkeit einbüsst.<sup>571</sup> Hierdurch kann es zu ineffizienten Allokationsentscheidungen zur Kapitalverwendung in den Geschäftsbereichen kommen. LIEBESKIND (2000) weist zudem darauf hin, dass interne Kapitalmärkte im Vergleich zu externen Finanzierungsquellen nur dann eine effizientere Ressourcenallokation versprechen, wenn etwa die Existenz von Geschäftsgeheimnissen, ein niedriges Informationsniveau externer Kapitalgebergruppen und eine besondere Abhängigkeit der Geschäftsfelder von einem stetigen Zahlungsstrom gegeben sind.<sup>572</sup>

Die bisherigen Überlegungen unterstellen ein Management, das im Sinne der Eigentümer handelt und demzufolge versucht, deren *Cashflows* durch unternehmenswertsteigernde Massnahmen zu erhöhen.<sup>573</sup> Im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie<sup>574</sup>

<sup>567</sup> Vgl. ACHLEITNER/WAHL (2003), S. 92.

<sup>568</sup> Vgl. STADTLER/CAMPBELL/KOCH (1997), S. 54.

<sup>569</sup> Vgl. KIRCHMAIER (2003), S. 2.

<sup>570</sup> Vgl. STEIN (2003), S. 138.

<sup>571</sup> Vgl. STEIN (1997), S. 111 ff.

<sup>572</sup> Vgl. LIEBESKIND (2000), S. 72.

<sup>573</sup> Vgl. SCHMIDT/SCHMIDT (1996), S. 66.

<sup>574</sup> Die Prinzipal-Agenten-Theorie (*Principal Agent Theory*) geht von einem Auftraggeber (Prinzipal) aus, der einen Auftragnehmer (Agent) gegen eine Entschädigung mit einer Aufgabe betraut. Im betriebswirt-

wird diese Annahme aufgegeben, weshalb bei der Beschreibung einer möglichst realitätsisomorphen Diversifikationstheorie eine besondere Rolle zukommt.<sup>575</sup> Denn insbesondere in einem konglomeraten Organisationsumfeld mit einem hohen Informationsgefälle<sup>576</sup> ist opportunistisches Managerverhalten vorstellbar, das im Ergebnis zu einer ineffizienten Verwendung der finanziellen Ressourcen führen kann.<sup>577</sup>

Für eine Betrachtung der potenziell wertsteigernden Wirkung der Unternehmenskonzentration auf Basis von Überlegungen zur Prinzipal-Agenten-Theorie bietet sich eine Erweiterung des klassischen einstufigen Beziehungsmodells an.<sup>578</sup> Da die Prinzipal-Agenten-Theorie ursprünglich auf die Beschreibung von Konflikten zwischen den Aktionären und der Unternehmensführung abzielt, sollte daneben die in einem Konglomerat bedeutsame Beziehung zwischen dem Management einzelner Geschäftsbereiche und dem Zentralmanagement ebenfalls berücksichtigt werden. Denn auch bei diesem Verhältnis ist von Inkongruenzen der Interessenlagen auszugehen (Abbildung 25).<sup>579</sup>

---

schaftlichen Kontext stellen die Inhaber einer Unternehmung die Prinzipale, die eingesetzten Manager deren Agenten dar. Da beide Parteien differierende Ziele verfolgen können, kann es zum Auftreten von Agency-Konflikten kommen, die grob in „*Adverse Selection*“, „*Moral Hazard*“ und „*Hold-up*“ kategorisiert werden. Ausführlich zur Prinzipal-Agenten-Theorie vgl. BERLE/MEANS (1932); ROSS (1973); JENSEN/MECKLING (1976); GROSSMANN/HART (1983).

Agency-Konflikte basieren (opportunistisches Verhalten des Managements vorausgesetzt) auf den Problemfeldern „*Hidden Characteristics*“, „*Hidden Action*“, „*Hidden Information*“ sowie „*Hidden Intention*“. Vgl. SCHREYÖGG (2003), S. 445 ff.

Als Agency-Kosten bezeichnet man demgegenüber diejenigen Aufwendungen, die zur Minderung der Agency-Konflikte aufgebracht werden müssen. In der Literatur wird zwischen den Kosten für „*Signaling*“, „*Screening*“, „*Self Selection*“, „*Monitoring*“, „*Bonding*“ sowie „*Incentivierung*“ unterschieden. Ausführlich hierzu vgl. KURTH (2005), S. 153 ff.

<sup>575</sup> Vgl. zum Beispiel DENIS/DENIS/SARIN (1997), S. 136 ff; AGGARWAL/SAMWICK (2003), S. 71 ff.

<sup>576</sup> MYERSON (1982) und HARRIS ET AL. (1982) verweisen auf ein starkes Informationsgefälle innerhalb diversifizierter Unternehmen. DENIS/DENIS/SARIN (1997) zeigen darauf aufbauend, dass die höhere Informationsasymmetrie auch höhere *Agency*-Kosten in der diversifizierten Unternehmung verursacht, als in konzentrierten Vergleichsunternehmen.

<sup>577</sup> Vgl. JENSEN/MECKLING (1976), S. 308; ARROW (1985), S. 37.

<sup>578</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden FUNK (2008), S. 27 ff.

<sup>579</sup> Vgl. BOLTON/SCHARFSTEIN (1998), S. 108; STIENEMANN (2003), S. 96; STEIN (2003), S. 138.

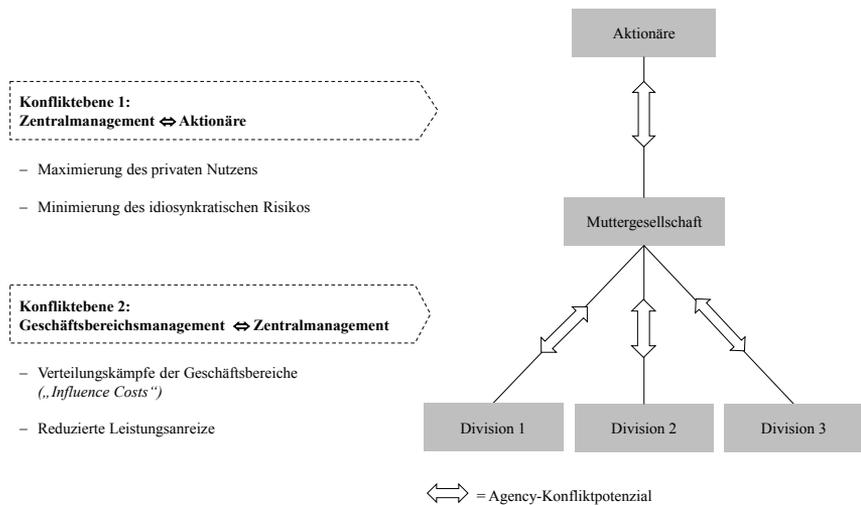


Abbildung 25: *Agency-Konfliktebenen in der diversifizierten Unternehmung (Quelle: Eigene Darstellung)*

#### *Erste Konfliktebene: Zentralmanagement – Aktionäre*

Interessenkonflikte, die zwischen den Aktionären und dem Management der zentralen Organisationseinheit auftreten, stehen im Mittelpunkt der ersten *Agency*-Ebene. Diese vermögen zwar grundsätzlich in jedem Unternehmen Wirkung zu entfalten, allerdings zeigen – neben den empirischen Belegen einer höheren Informationsasymmetrie – MATSUSAKA/NANDA (2002) sowie Inderst/Müller (2003) auch modelltheoretisch, dass sie sich für diversifizierte Unternehmen in einer verschärften Form darstellen. In der Literatur werden im Wesentlichen zwei Hypothesen zur Erklärung von Diversifikation angeführt, die sich mit Agency-Konflikten auf der ersten Ebene beschäftigen:<sup>580</sup>

- 1. Manager treiben die Diversifikation ihres Unternehmens mit dem Ziel voran, ihr idiosynkratisches Risiko zu minimieren.*
- 2. Manager treiben die Diversifikation ihres Unternehmens mit dem Ziel voran, ihren privaten Nutzen zu maximieren.*

<sup>580</sup> Vgl. AGGARWAL/SAMWICK (2003), S. 71 f.

Ein *idiosynkratisches Risiko* des Managements ergibt sich, wenn die Unternehmensführung signifikante Anteile am eigenen Unternehmen besitzt (oder besitzen muss). Aus Sicht des Managements stellt dies prinzipiell ein nicht diversifiziertes Portfoliorisiko dar.<sup>581</sup> Darüber hinaus sind auch die Existenz des eigenen Arbeitsplatzes und das darin gebundene Humankapital unmittelbar mit dem Fortbestehen des eigenen Unternehmens verknüpft.<sup>582</sup> Demnach hat das Management aufgrund seiner Risikoaversion ein erhebliches Interesse an der Diversifizierung der Geschäftsaktivitäten, um sowohl das Risiko des Arbeitsplatzverlusts als auch dasjenige der Vermögensverminderung zu reduzieren,<sup>583</sup> damit ist jedoch nichts über die Effizienz und die Auswirkung auf den Unternehmenswert dieser Aktivitäten gesagt.<sup>584</sup>

Teile der Wissenschaft sehen auch in der Absicht des Managements, seinen *privaten Nutzen zu maximieren*, die Ursache für Unternehmensdiversifikation.<sup>585</sup> Privater Nutzen, der aus dem Führen diversifizierter Unternehmen erwächst, mag indes vielseitiger Natur sein.<sup>586</sup> Angeführt werden Motive wie Macht und Prestige,<sup>587</sup> der Wunsch nach höherem Einkommen,<sup>588</sup> Verankerung im Unternehmen (*Managerial Entrenchment*)<sup>589</sup> sowie verbesserte Karriereaussichten. Demnach hat das Management Anreiz, auch dann noch Investitionen in den Ausbau des eigenen Tätigkeitsprofils zu unternehmen, wenn externe Investitionsalternativen vorteilhafter sind. Die von JENSEN (1986) formulierte *Free Cashflow Hypothesis* postuliert, dass das Management die Thesaurierung überschüssiger Mittel bevorzugt, um den eigenen Handlungsspielraum zu erwei-

<sup>581</sup> Zur sogenannten „Diversifikations-Hypothese“ vgl. JENSEN/MECKLING (1976).

MAY (1995) findet empirisch einen positiven Zusammenhang zwischen der Höhe des in Aktien des eigenen Unternehmens gebundenen Kapitals und dem Diversifikationsgrad. DENIS/DENIS/SARIN (1997) finden indessen Gegenteiliges. Vgl. AGGARWAL/SAMWICK (2003), S. 71 f.

<sup>582</sup> Vgl. AMIHUD/LEV (1981), S. 605 ff.

<sup>583</sup> JIN (2002) argumentiert, dass aus einer inadäquaten Portfoliodiversifikation ein wesentlicher Anreiz für Diversifikation entsteht. Vgl. JIN (2002), S. 29 ff.

<sup>584</sup> Für einen Überblick über den Zusammenhang zwischen dem Motiv der Risikoreduktion und der Diversifikation vgl. HERMALIN/KATZ (2000).

<sup>585</sup> Vgl. JENSEN/MECKLING (1976), S. 305 ff.; JENSEN (1986), S. 323 ff.; STULZ (1990), S. 3 ff.

<sup>586</sup> Eine Übersicht findet sich bei AGGARWAL/SAMWICK (2003), S. 72; ERDORF (2012), S. 4. Ähnlich auch MUELLER (1969), S. 644.

<sup>587</sup> Die *Empire Building Hypothesis* sieht im Streben des Managements nach Macht und Prestige die primäre Ursache unternehmerischer Diversifikation. Vgl. MARRIS (1963), S. 186 ff. Für einen Literaturüberblick vgl. MARRIS/MUELLER (1980).

<sup>588</sup> Empirisch wird regelmäßig ein positiver Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße, gemessen am Umsatz, dem Personal oder der Bilanzsumme, und der Managementvergütung nachgewiesen. Vgl. JENSEN/MURPHY (1990), S. 225 ff.; ANDERSEN ET AL. (2004), S. 14 ff. Für eine Übersicht zu den empirischen Erkenntnissen vgl. MURPHY (1999). Zur Einkommensdiskussion vgl. SETTNIK (2006), S. 119 ff.

<sup>589</sup> Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1989), S. 123 ff.

tern.<sup>590</sup> Dies kann im Ergebnis dazu führen, dass freie Investitionsmittel ineffizient investiert oder gar Projekten mit negativem Nettobarwert zugeführt werden.<sup>591</sup> Von schädlicher Überinvestition in das eigene Unternehmen wird dann gesprochen, wenn externe Kapitalmärkte vorteilhafte Investitionsalternativen bieten, diese aber ignoriert werden.<sup>592</sup> Die von BLACK (1989) formulierte *Overpayment Hypothesis* unterstellt gleichermaßen, dass das Management aufgrund angestrebter privater Nutzenmaximierung und unvollkommener Märkte, die keine wahre und objektive Wertermittlung von Transaktionsobjekten erlauben, bereit ist, im Rahmen von Unternehmenstransaktionen zu hohe Preise für Übernahmeobjekte zu vergüten.<sup>593</sup>

Wird schliesslich auch die neoklassische Prämisse einer rational handelnden Unternehmensführung verworfen, so wird auf der ersten Agency-Ebene auch der *Hybris Theory* nach ROLL (1986) eine besondere Rolle im Erklärungskontext der Diversifikation zuteil. Deren Grundgedanke ist es, dass das Management die eigenen Integrationsfähigkeiten sowie das Synergiepotenzial bei Unternehmenstransaktionen aufgrund der eigener Borniertheit und Arroganz (*Hybris*) systematisch überschätzt, entsprechend regelmässig zu hohe Preise für Transaktionsobjekte in Form von Prämien vergütet.<sup>594</sup> Diversifikation stellt nach der *Hybris Theory* somit insgesamt eine systematisch unternehmenswertreduzierende und für die Aktionäre schädliche Massnahme dar.<sup>595</sup>

#### *Zweite Konfliktebene: Geschäftsbereichsmanagement – Zentralmanagement*

Vertretern der Prinzipal-Agenten-Theorie führen auf der zweiten *Agency*-Ebene im Wesentlichen zwei Aspekte an, die erklären sollen, warum Diversifikation Unternehmenswert vernichtet, Konzentration im Umkehrschluss Wert zu schaffen vermag:<sup>596</sup>

<sup>590</sup> MYERS/MAJLUF (1984), S. 189 ff. weisen demgegenüber darauf hin, dass die Einbehaltung freier Mittel den Interessen der Aktionäre nicht zwingend zuwiderläuft, da sie gleichzeitig die Insolvenzgefahr reduziert.

<sup>591</sup> Vgl. JENSEN (1986), S. 323.

<sup>592</sup> Vgl. GLAUM/LINDEMANN/FRIEDRICH (2006), S. 295. Im Fall schädlicher Überinvestition sollten die Aktionäre eine Ausschüttung der freien Mittel bevorzugen. Vgl. WIRTZ (2003), S. 71.

<sup>593</sup> Vgl. BLACK (1989), S. 597 ff.

<sup>594</sup> Vgl. ROLL (1986), S. 197 ff.

Problematisch ist laut WIRTZ (2003), S. 70, dass die *Hybris Theory* von der mit der Realität kaum zu vereinbarenden strengen Form der Informationseffizienz der Kapitalmärkte ausgeht; sämtliche Prämienzahlungen im Rahmen von Unternehmenskäufen müssten demnach auf manageriale *Hybris* zurückzuführen sein.

<sup>595</sup> Erst jüngst gelingt es ANDREOU/DOUKAS/LOUCA (2010), einen Zusammenhang zwischen der Selbstüberschätzung des Managements und dem Konglomeratsabschlag herzustellen, womit sie die Vorhersagen der *Hybris Theory* stützen.

<sup>596</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden FUNK (2008), S. 28 ff.

- *Verteilungskämpfe unter den Geschäftsbereichen*
- *Verminderte Leistungsanreize*

Das Hauptaugenmerk dieses Literaturstranges liegt somit auf den Mechanismen, die den internen Kapitalmarkt definieren. Denn neben den effizienzorientierten Grenzen optimaler Ressourcenallokation bietet der interne Kapitalmarkt auch Angriffsfläche für *Agency*-Konflikte.

Einen potenziell positiven Werteffekt entfalten konzentrierende Massnahmen zunächst aufgrund von *Verteilungskämpfen unter den Geschäftsbereichen (Internal Power Struggles und Lobbying Activities)*. Diese fassen insbesondere auf der Annahme der Existenz sogenannter Beeinflussungskosten (*Influence Costs*) innerhalb diversifizierter Unternehmen.<sup>597</sup> Beeinflussungskosten entstehen dann, wenn das Management einzelner Unternehmensbereiche Ressourcen wie Zeit, Mühe oder Kreativität aufwendet, um sich einen möglichst hohen Anteil am Investitionsbudget der Zentrale zu sichern.<sup>598</sup> Demzufolge können zugleich Kosten entstehen, um *Influence Activities* zu verhindern.<sup>599</sup> MEYER/MILGROM/ROBERTS (1992) zeigen modelltheoretisch, dass bereits die Möglichkeit der Zentrale, finanzielle Ressourcen auf die Geschäftsbereiche zu verteilen, ausreicht, um dem Management renditeschwacher Divisionen Anreiz zu geben, wertvernichtende *Influence Activities* aufzunehmen.<sup>600</sup>

*Influence Activities* erklären somit zum einen eine generelle Ineffizienz interner Kapitalmärkte, da sie gleichbedeutend mit der Verschwendung produktiver Ressourcen sind.<sup>601</sup> Dies gilt selbst dann, wenn die Zentrale das Bemühen des Geschäftsbereichsmanagements um eine möglichst hohe Kapitalzuteilung durch die Implementierung eines entsprechenden *Monitorings* erkennt und eine ineffiziente Ressourcenzuteilung verhindert. Gleichwohl sind dann bereits knappe Ressourcen für die Beeinflussung und die Vermeidung ineffizienter Allokation verschwendet. Weitaus misslicher ist, dass *Influence Activities* im Ergebnis auch dazu führen können, dass die Zentrale tatsächlich ineffiziente Allokationsentscheidungen im Sinne „sozialistischer Quersub-

<sup>597</sup> Vgl. MILGROM (1988), S. 42 ff.; MILGROM/ROBERTS (1999), S. 80.

<sup>598</sup> Vgl. MEYER/MILGROM/ROBERTS (1992), S. 15 ff.

<sup>599</sup> Vgl. MILGROM/ROBERTS (1999), S. 80.

<sup>600</sup> Vgl. MEYER/MILGROM/ROBERTS (1992), S. 16.

<sup>601</sup> Vgl. MEYER/MILGROM/ROBERTS (1992), S. 15 ff.

ventionierungen“<sup>602</sup> zugunsten renditeschwacher Divisionen trifft; dies wird auch empirisch etwa von RAJAN/SERVAES/ZINGALES (2000) und SCHARFSTEIN/STEIN (2000) belegt.<sup>603</sup> WULF (2009) zeigt in seiner Arbeit darüber hinaus auch modelltheoretisch, dass es zu ineffizienten Allokationsentscheidungen der Zentrale kommen kann.<sup>604</sup> EBERL/HACHMEISTER (2010) können mithilfe eines verhaltenswissenschaftlich geprägten theoretischen Ansatzes der *Cumulative Prospect Theory* gar aufzeigen, dass es aus Sicht der Zentrale rational sein kann, eine sozialistische Allokation knappen Kapitals vorzunehmen.<sup>605</sup>

Neben den allokativen Ineffizienzen durch *Influence Activities* ist die *Reduktion von Leistungsanreizen* Gegenstand eines Literaturstranges, der auf der Arbeit von GERTNER/SCHARFSTEIN/STEIN (1994) gründet.<sup>606</sup> Die Autoren befassen sich mit der Frage, ob eine zentralisierte Kapitalallokation unabhängig von der Allokationseffizienz zu einer reduzierten Leistungsbereitschaft beim Geschäftsbereichsmanagement führen kann. Die Argumentation basiert im Wesentlichen auf der Überlegung, dass das Geschäftsbereichsmanagement stets befürchten muss, die Zentrale schöpfe die erwirtschafteten Bereichsgewinne ex post zugunsten anderer Geschäftsbereiche ab.<sup>607</sup> Somit wird auch der aus den Gewinnen resultierende private Nutzen reduziert. Entsprechend mangelt es auf Ebene des Geschäftsbereichsmanagement bereits ex ante an Anreizen, möglichst profitabel zu wirtschaften.

Das von GERTNER/SCHARFSTEIN/STEIN (1994) beschriebene Phänomen beschränkter Leistungsanreize wird auch von BRUSCO/PANUNZI (2005) modelltheoretisch bestätigt.<sup>608</sup> Die Autoren zeigen, dass selbst dann, wenn das *Winner-Picking* im Hinblick auf die Ressourcenallokation effizient ist, es im Ergebnis dennoch reduzierte Leistungsanreize geben kann. Dies gilt vor allem für das Management renditeschwacher Geschäftsbereiche. GAUTIER/HEIDER (2005) konstatieren hingegen, dass insbesondere das Management von Divisionen mit hohen Renditeerwartungen verminderte Anreize besitzt.<sup>609</sup> Demnach gelingt es der Zentrale nicht, das Problem des *Free Riding* der

---

<sup>602</sup> Vgl. FUNK (2008), S. 30.

<sup>603</sup> Vgl. RAJAN/SERVAES/ZINGALES (2000), S. 37; STEIN (2003), S. 140.

<sup>604</sup> Vgl. WULF (2009).

<sup>605</sup> Vgl. EBERL/HACHMEISTER (2010), S. 115 ff. Zur Diskussion des Beitrags vgl. PFAFF (2010), S. 147 ff.

<sup>606</sup> Vgl. FUNK (2008), S. 33. Stellvertretend für diesen Literaturstrang vgl. STEIN (2002); BRUSCO/PANUNZI (2005), GAUTIER/HEIDER (2005) und INDERST/LAUX (2005).

<sup>607</sup> Vgl. GERTNER/SCHARFSTEIN/STEIN (1994), S. 2 ff.

<sup>608</sup> Vgl. BRUSCO/PANUNZI (2005), S. 659 ff.

<sup>609</sup> Vgl. GAUTIER/HEIDER (2005), S. 622 ff.

entsprechenden Bereichsleiter auf Kosten der Divisionen mit geringen Renditeaussichten zu verhindern. GAUTIER/HEIDER (2005) zufolge antizipiert das Management eines Geschäftsbereichs mit vorteilhaften Investitionsmöglichkeiten, dass es von der Zentrale auch dann mit ausreichenden finanziellen Mitteln ausgestattet wird, wenn es diese nicht selbst generiert. Daraus resultiert eine negative Anreizstruktur.

Schliesslich berichten auch INDERST/LAUX (2005) auf einer theoretischen Basis, dass selbst bei einer effizienten Kapitalallokation über den internen Kapitalmarkt Anreize zur Generierung neuer Renditestrategien reduziert werden, sofern die Geschäftsbereiche über eine unterschiedliche finanzielle Ausstattung verfügen.<sup>610</sup>

#### 4.2.4 Zusammenfassende Würdigung des theoretischen Forschungsstands

Die unterschiedlichen Erkenntnisse, welche die wissenschaftstheoretische Forschung für die Beurteilung und Ausgestaltung von Diversifikation und Konzentration – und damit insgesamt auch für die Beurteilung des Spin-offs – anbietet, erscheinen auf den ersten Blick nur schwer vereinbar. Insbesondere die frühe Literatur stellt das positive leistungswirtschaftliche und finanzwirtschaftliche Synergiepotenzial der Diversifikation in den Vordergrund; neben den *Economies of Scale*, den *Economies of Scope* sowie dem *Marktmachtmotiv* werden die Vorteile angeführt, die mit der Schaffung *interner Kapitalmärkte* verbunden sind. Zugleich wird im Schrifttum aber auch leistungswirtschaftliches und finanzwirtschaftliches Dyssynergiepotenzial beschrieben, das nicht nur die Grenzen ökonomisch sinnvoller Diversifikation absteckt, sondern gleichzeitig den Nutzen der Unternehmenskonzentration definiert. Vor allem die Inkongruenzen sowohl zwischen den Diversifikationsmotiven des Zentralmanagements und den Interessen der Eigentümer als auch zwischen dem Zentral- und dem Bereichsmanagement bergen erhebliches Dysynergiepotenzial. Letzteres scheint besonders dann eine wichtige Rolle einzunehmen, wenn ein hohes Niveau von Informationsasymmetrie und Fehlanreize in der diversifizierten Unternehmung vorliegen. Eine eindeutige Vorhersage der Werteffekte von Spin-offs aus der Theorie ist aufgrund dieser diametral entgegengesetzten Aussagen und der Unterschiede in den behandelten Aspekten kaum möglich. Vielmehr verdichten sich die Hinweise auf die These, dass Diversifikation sowohl eine wertsteigernde als auch eine wertreduzierende Wirkung entfalten kann.

<sup>610</sup> Vgl. INDERST/LAUX (2005), S. 215 ff.

Abbildung 26 fasst die Erklärungsansätze der betriebswirtschaftlichen Theorie zusammen. Die Darstellung impliziert die Vermutung, dass sich die Werteffekte in ihrer Gesamtwirkung aufheben können; in einem solchen Fall würden weder die von der Theorie prognostizierten positiven Effekte der Diversifikation noch die der Konzentration den Unternehmenswert beeinflussen.

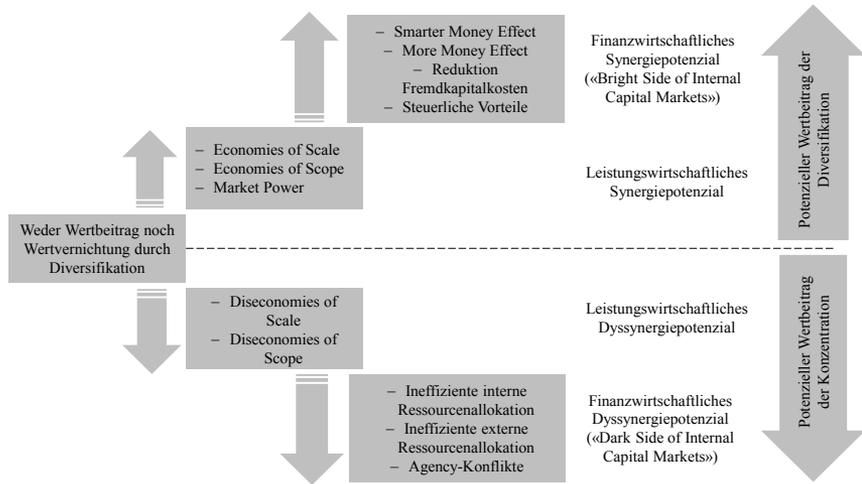


Abbildung 26: Zusammenfassende Darstellung der diversifikationstheoretischen Literatur (Quelle: Eigene Darstellung)

Das theoretische Diversifikationsverständnis gewinnt schliesslich auch vor dem Hintergrund der Diversifikationslogik an Kontur. Unternehmenskonzentration mittels Spin-offs verspricht dann Wertsteigerung, wenn das mit der Diversifikation verbundene Synergiepotenzial nicht realisiert und eine Auflösung bestehender Dyssynergien erreicht werden kann. Dies ist im Hinblick auf das Kriterium des Verwandtschaftsgrads der Geschäftsfelder, das vor dem Hintergrund des *Resource-based View* und der *Transaktionskostentheorie* diskutiert wurde, durchaus plausibel. So ist die Koordination der gemeinsamen Nutzung von Ressourcen, Fähigkeiten und Kompetenzen über eine Zentrale ausschliesslich dann effizient möglich, wenn die Geschäftsfelder diesbezüglich Ähnlichkeit aufweisen, der Diversifikationsgrad entsprechend gering ist. Denn zentral organisierte Abläufe und Prozesse, wie etwa die Zuteilung von leistungs- und finanzwirtschaftlichen Ressourcen, können nur dann effizient ausgestaltet sein, wenn

deren Zweck vollständig verstanden wird, was bei zunehmender Entfernung vom Kerngeschäft schwieriger wird.

Vor dem Hintergrund der voranstehenden Überlegungen ist anzunehmen, dass die Grenznutzenkurve<sup>611</sup> der Diversifikation eine negative Funktion des Diversifikationsgrades darstellt und das Verhältnis zwischen dem Diversifikationsgrad und den *Grenzkosten der Diversifikation* ceteris paribus ein positives sein muss.<sup>612</sup> Beim Vorliegen einer abnehmenden Grenznutzenkurve bei gleichzeitig zunehmenden Grenzkosten existiert ein allgemeiner Gleichgewichtszustand im mikroökonomischen Sinn, der einem wohlfahrtsoptimalen Diversifikationsgrad entspricht.<sup>613</sup> Unter der Annahme rationalen Verhaltens, prognostiziert die Theorie somit, dass die Unternehmung denjenigen Diversifikationsgrad wählt, der unter Berücksichtigung sämtlicher Kosten und Nutzen optimal ist.<sup>614</sup>

Der optimale Diversifikationsgrad ist kein allgemeingültiger oder für sämtliche Unternehmen identischer Zustand, sondern muss vielmehr eine firmenindividuelle Funktion der Unternehmenseigenschaften und des institutionellen Kontexts darstellen.<sup>615</sup> Der optimale Diversifikationsgrad verhält sich ferner nicht statisch, sondern unterliegt im Zeitablauf dynamischen Veränderungen.<sup>616</sup> Die Verschiebung der Grenznutzenfunktion liegt insbesondere im Wechselspiel der Effizienz interner und externer Kapitalmärkte begründet. Mit einer zunehmenden Informationseffizienz externer Kapitalmärkte erodieren die Vorteile interner Kapitalmärkte, was mit einer Verschiebung der Grenznutzenkurve nach unten gleichzusetzen ist.<sup>617</sup> Für eine Verschiebung der Grenz-

<sup>611</sup> Der Grenznutzen der Diversifikation bezeichnet den Nutzen – bezogen auf den Unternehmenswert –, den eine zusätzliche Einheit an Diversifikation generiert. Die Grenzkosten der Diversifikation bezeichnen demgegenüber diejenigen Kosten, die eine zusätzliche Einheit Diversifikation mit sich bringt.

<sup>612</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden ausführlich MARKIDES (1992), S. 399.

<sup>613</sup> Die Frage nach der Existenz eines optimalen Gleichgewichts beantwortet die *Theorie des allgemeinen Gleichgewichts*. Mit der Frage indes, ob ein werteffizientes Gleichgewicht auch anzustreben ist, beschäftigt sich die vorliegende Arbeit nicht, da sie Gegenstand der normativen Theorie der Wohlfahrtsökonomie ist. Allerdings handelt es sich bei der Zielsetzung wohlfahrtsoptimaler Zustände in der Ökonomie um ein durchgehend akzeptiertes Werturteil, das auf den italienischen Ökonom VILFREDO PARETO zurückgeht. Das normative Werturteil eines allgemeinen Gleichgewichts bezeichnet man daher auch als Pareto-effizient. Vgl. hierzu ausführlich WIESE (2005), S. 271 ff.

<sup>614</sup> Vgl. MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2002), S. 721 ff.

<sup>615</sup> Diese Folgerung geht insbesondere auf die Arbeiten von COASE (1937) und WILLIAMSON (1985) zurück. Vgl. BERRY-STÖLZLE ET AL. (2012), S. 384.

<sup>616</sup> Vgl. MARKIDES (1995), S. 102 ff.

<sup>617</sup> BHIDE (1990) argumentiert, dass die externen im Vergleich zu den internen Kapitalmärkten durch steigenden Wettbewerb und Deregulierungsmaßnahmen, aber auch durch die zunehmende Quantität und Qualität der Offenlegungspflichten im Bereich der Segmentberichterstattung an Attraktivität gewonnen haben. Auch HUBBARD/PALIA (1999) weisen darauf hin, dass die externen Kapitalmärkte der 1960er

kostenkurve hingegen spricht die zunehmende Globalisierung, welche die Unsicherheit im Hinblick auf mögliche Umweltzustände einer diversifizierten Unternehmung erhöht. Damit verbunden sind zunehmende Kosten für eine zweckadäquate Beschaffung notwendiger Informationen für die Konzernleitung, womit sich die Grenzkostenkurve nach oben verschiebt.<sup>618</sup> Insgesamt dürfte der optimale Diversifikationsgrad heute aufgrund der anhaltenden Trends, etwa der Effizienzsteigerung externer Kapitalmärkte (Grenznutzenverschiebung nach unten) und zunehmender Umweltdynamik bzw. Informationskosten (Grenzkostenverschiebung nach oben) im Durchschnitt tiefer liegen als in der Vergangenheit.

Abbildung 27 fasst die Gleichgewichtsüberlegungen zum theoretischen Forschungsstand der Diversifikation zusammen. Eine Unternehmung, welches das volle Wertpotenzial der Diversifikation nicht ausschöpft, deren Grenzkosten der Diversifikation im mikroökonomischen Sinn also tiefer liegen als der Grenznutzen der Diversifikation, wird als unterdiversifiziert bezeichnet. Umgekehrt befindet sich ein Unternehmen, das den optimalen Diversifikationsgrad bereits überschritten hat, in einem Zustand der Überdiversifikation.

---

Jahre hinsichtlich der Erfassung unternehmensspezifischer Informationen im Vergleich zu späteren Jahren schlecht entwickelt sind. In diesem Zusammenhang zeigt auch YAN (2006), dass der Wert von Konglomeraten analog mit der Weiterentwicklung der externen Kapitalmärkte in der Periode 1984-1997 im Vergleich zu fokussierten Unternehmen abnimmt.<sup>617</sup> Ähnliches gilt auch für die Produktmärkte. Je effizienter überschüssige Ressourcen extern genutzt werden können, desto weniger Wert kann eine konglomerate Unternehmensstruktur schaffen, die eine interne Nutzung der entsprechenden Produktionsfaktoren erlaubt. Vgl. MARKIDES (1995), S. 103.

<sup>618</sup> Vgl. HILL/HOSKISSON (1987); MARIOTTI/RICOTTA (1987); WILLIAMS/PAEZ/SANDERS (1988).

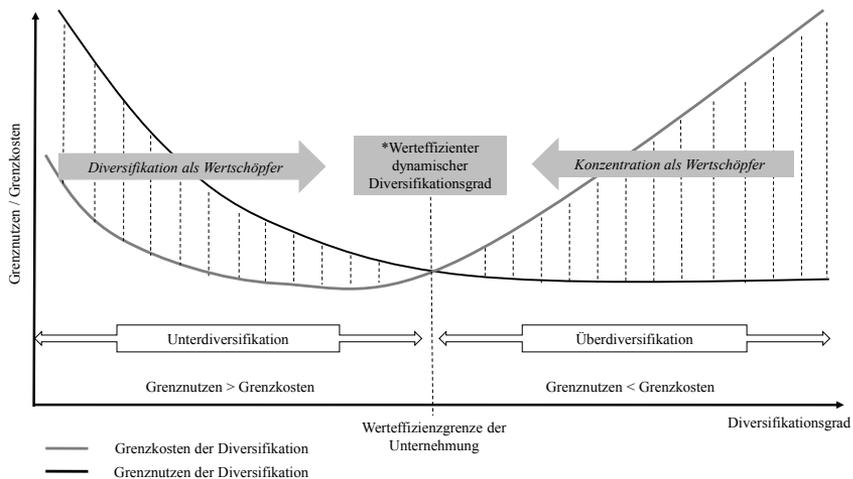


Abbildung 27: Ableitung des werteffizienten Diversifikationsgrads aus der betriebswirtschaftlichen Theorie (Quelle: Eigene Darstellung)

Nachfolgend werden die empirischen Befunde zum Wertbeitrag von Diversifikation bzw. Konzentration dargestellt, um die Hinweise der Theorie auf die Existenz gegenläufiger Effekte von Diversifikation und Konzentration zu verdichten, die Hypothese von der Existenz eines „wertoptimalen“ Diversifikationsgrads aufzugreifen sowie das Diversifikationsverständnis zu vervollständigen. Denn die Frage, welchen theoretischen Erklärungsansätzen in der wirtschaftlichen Realität ein höherer Erklärungsgehalt zukommt, ist nur empirisch überprüfbar.

### 4.3 Empirie der Diversifikations- und Konzentrationsbewertung

#### 4.3.1 Systematisierung des empirischen Forschungsstands

Die empirische Literatur zum Verhältnis Diversifikation und Unternehmenswert ist umfangreich und in ihren Aussagen analog zur Theorie nicht kohärent.<sup>619</sup> Zur Systematisierung soll die empirische Literatur den folgenden Kategorien zugeordnet werden, die sich in ihrer methodischen Ausrichtung unterscheiden:

1. *Querschnittstudien*
2. *Studien zum internen Kapitalmarkt*
3. *Ereignisstudien*
4. *Studien zur Kausalität zwischen Diversifikation und Unternehmenswert*

Die folgenden Abschnitte fassen die Ergebnisse der wichtigsten Arbeiten zusammen.

#### 4.3.2 Querschnittstudien

Den Querschnittstudien (*Cross Sectional Studies*) liegt ein Vergleich des Werts diversifizierter Unternehmen mit der Summe des Werts ähnlicher, aber konzentrierter Unternehmen zugrunde.<sup>620</sup>

In ihrem vielbeachteten Aufsatz „*Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance*“ weisen LANG/STULZ (1994) für die Periode 1978 bis 1990 erstmalig einen Konglomerats- bzw. Diversifikationsabschlag<sup>621</sup> auf den Wert diversifizierter Unternehmen nach.<sup>622</sup> Die Autoren zeigen, dass ein Replikationsportfolio von Einproduk-

<sup>619</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden MARTIN/SAYRAK (2003), S. 37 ff.; ERDORF ET AL. (2012), S. 8 ff.

<sup>620</sup> Bereits die Beschreibung des Vorgehens zeigt, dass dieser Ansatz ein ganz erhebliches Problempotenzial birgt. Es ist weder wahrscheinlich, dass die gewählten Ähnlichkeitskriterien unstrittig sind, noch ist anzunehmen, dass konzentrierte Unternehmen im Hinblick auf ihr Geschäftsmodell oder ihre Werttreiber tatsächlich vergleichbar sind.

<sup>621</sup> VILLALONGA (2003) klassifiziert den Diversifikationsabschlag in Anlehnung an die Informationseffizienz in eine schwache, eine semi-starke sowie in eine starke Form. Im Folgenden wird von dieser Einteilung abstrahiert, um den Freiheitsgrad der Systematisierung der empirischen Erkenntnisse möglichst hoch zu halten.

<sup>622</sup> Vgl. LANG/STULZ (1994).

tunternehmen im Durchschnitt ein höheres TOBIN'S Q<sup>623</sup> aufweist als entsprechende Konglomerate (*Excess Value*). Dieser Konglomeratsabschlag bleibt auch nach der Überprüfung verschiedener unternehmensspezifischer Kontrollvariablen signifikant. Damit bestätigen sie auch Ergebnisse von WERNERFELT/MONTGOMERY (1988), die jedoch nur geringe Beachtung in der Literatur gefunden haben.<sup>624</sup> Auch SERVAES (1996) berichtet von einem im Vergleich zu konzentrierten Unternehmen geringeren TOBIN'S Q in der diversifizierten Unternehmung.<sup>625</sup>

Auch die vielbeachtete Studie „*Diversification's Effect on Firm Value*“ von BERGER/OFEK (1995) findet empirische Evidenz für das Vorliegen eines signifikanten Konglomeratsabschlags.<sup>626</sup> BERGER/OFEK (1995) berichten, dass während der Periode 1986 bis 1991 ein durchschnittlicher Wertabschlag in Höhe von 13 % bis 15 % vorliegt. Statt TOBIN'S Q verwenden sie jedoch als Vergleichsgröße den natürlichen Logarithmus des Verhältnisses von Marktwert und theoretischem Unternehmenswert (*Excess Value*). Letzteren ermitteln die Autoren mithilfe von Multiplikatorverfahren. Der auf diese Weise berechnete Konglomeratsabschlag kann auch von SERVAES/LINS (1999) sowie LAMONT/POLK (2002) bestätigt werden.<sup>627</sup>

Die in der betriebswirtschaftlichen Forschung als populär geltenden Ergebnisse von LANG/STULZ (1994) und BERGER/OFEK (1995) sind mittlerweile vielfach repliziert und bestätigt worden. Darüber hinaus wird der Konglomeratsabschlag über verschiedene Zeitperioden, geografische Ausrichtungen, Branchen sowie anhand der unternehmensspezifischen *Corporate Governance* untersucht. Die folgende Synopsis fasst die wichtigsten Erkenntnisse zusammen:

---

<sup>623</sup> Im deutschsprachigen Raum wird auch vom Marktwert-Buchwert-Verhältnis gesprochen. Richtigerweise gibt das TOBIN'S Q allerdings das Verhältnis zwischen dem Gesamtwert eines Unternehmens und dem geschätzten Reproduktionswert des Vermögens an. Aufgrund des einschlägigen Gebrauchs in der Literatur sowie der üblicherweise nicht verfügbaren Informationen zum Reproduktionswert wird im Folgenden zwar der Begriff des TOBIN'S Q beibehalten, aber auf das Marktwert-Buchwert-Verhältnis abgestellt. Vgl. TOBIN (1969), S. 15 ff.

<sup>624</sup> Vgl. WERNERFELT/MONTGOMERY (1988).

<sup>625</sup> Vgl. SERVAES (1996).

<sup>626</sup> Vgl. BERGER/OFEK (1995).

<sup>627</sup> Vgl. SERVAES/LINS (1999); LAMONT/POLK (2002).

– *Zeitperiode:*

SERVAES (1996) und KLEIN (2001) weisen während der *Conglomerate Merger Wave* in den 1960er und 1970er Jahren einen Konglomeratsabschlag nach.<sup>628</sup> LAEVEN/LEVINE (2007) belegen während der Periode 1998 bis 2002 einen signifikanten Konglomeratsabschlag, SCHMID/WALTER (2009) von 1985 bis 2004, HOECHLE ET AL. (2011) von 1996 bis 2005 und schliesslich AMMANN/HOECHLE/SCHMID (2012) für die Periode 1998 bis 2005.<sup>629</sup>

– *Geografie:*

Zu den bekanntesten Studien, die sich der Diversifikationsbewertung aus einer geografischen Perspektive heraus annähern, gehört die Untersuchung von LINS/SERVAES (1999). Den Autoren gelingt es, den Konglomeratsabschlag in Grossbritannien und Japan nachzuweisen.<sup>630</sup> Für Deutschland finden sie indes keinen Wertabschlag. Die Erkenntnisbasis ist in der Tat widersprüchlich. Während etwa CLAESSENS ET AL. (1998) sowie LINS/SERVAES (2002) in Schwellenländern einen signifikanten Konglomeratsabschlag belegen können, stellen KHANNA/PALEPU (2000) demgegenüber auf dem indischen Kapitalmarkt eine Konglomeratsprämie fest.<sup>631</sup> FAUVER/HOUSTON/NARANJO (2003) berichten ebenfalls, dass der Konglomeratsabschlag zwischen Ländern variiert und sich in Schwellenländern in eine (nicht signifikante) Konglomeratsprämie wandelt.<sup>632</sup> Sie interpretieren, dass Diversifikation dort unternehmenswertsteigernde Wirkung zu entfalten vermag, wo der Investorenschutz nur schwach und eine Internalisierung von Transaktionen aufgrund des Marktversagens vorteilhaft ist. DENIS/DENIS/YOST (2002) finden schliesslich Evidenz dafür, dass dann ein Abschlag auf den Unternehmenswert existiert, wenn Unternehmen eine geografische Diversifikationsstrategie umsetzen.

– *Branche:*

Die einzige Studie, die sich explizit der Frage nach der Bewertung von Diversifikation in unterschiedlichen Branchen annimmt, ist die von SANTA-

<sup>628</sup> Vgl. SERVAES (1996); KLEIN (2001).

<sup>629</sup> Vgl. LAEVEN/LEVINE (2007); SCHMID/WALTER (2009); HOECHLE ET AL. (2011); AMMANN/HOECHLE/SCHMID (2012).

<sup>630</sup> Vgl. LINS/SERVAES (1999).

<sup>631</sup> Vgl. CLAESSENS ET AL. (1998); LINS/SERVAES (2002); KHANNA/PALEPU (2000).

<sup>632</sup> Vgl. FAUVER/HOUSTON/NARANJO (2003).

LO/BECERRA (2008).<sup>633</sup> Die Autoren berichten, dass sich die Bewertung von Diversifikation nicht homogen zwischen den Branchen verteilt, wie dies in vorangehenden Untersuchungen implizit unterstellt wird. Sie stellen fest, dass diversifizierte Unternehmen in denjenigen Branchen gute Performance aufweisen, wo der Marktanteil konzentrierter Unternehmen gering ist, und umgekehrt dort schlechte Ergebnisse liefern, wo konzentrierte Unternehmen den Wettbewerb beherrschen.

– *Corporate Governance:*

Einige Arbeiten beschäftigen sich mit dem Einfluss der *Corporate Governance* auf die Bewertung von Diversifikation. Der Konglomeratsabschlag soll durch Mängel in der *Corporate Governance* diversifizierter Unternehmen erklärt werden. Ausgangspunkt für diesen Literaturstrang bietet die von JENSEN/MECKLING (1976) postulierte „Diversifikations-Hypothese“.<sup>634</sup> Demnach tendieren Manager zu Diversifikationsaktivitäten, um ihr idiosynkratisches Risiko zu reduzieren. MAY (1995) weist diesbezüglich nach, dass ein Management, dessen privates Kapital zu einem hohen Anteil im eigenen Unternehmen gebunden ist, zu einer Diversifikationsstrategie tendiert.<sup>635</sup> DENIS/DENIS/SARIN (1997) belegen überdies, dass *Agency*-Probleme zumindest einen Teil des Konglomeratsabschlags erklären.<sup>636</sup> Auch PALIA (1999) berichtet, dass sich der Konglomeratsabschlag mit einer steigenden Verknüpfung von Performance und Managementvergütung reduziert. Er sieht darin die These vom Vorliegen signifikanter *Agency*-Konflikte in diversifizierten Unternehmen gestützt.<sup>637</sup> ANDERSON ET AL. (2000) finden Beleg dafür, dass die *Corporate Governance* eines Unternehmens zwar mit dem Diversifikationsgrad zusammenhängt, sie können die Höhe des Konglomeratsabschlags damit allerdings nicht erklären.<sup>638</sup> Dies gelingt erst jüngst HOECHLE ET AL. (2011).<sup>639</sup> Die Autoren bringen die Höhe des Konglomeratsabschlags in einen empirischen Zusammenhang mit Mängeln in der *Corporate Governance* diversifizierter Unternehmung.

<sup>633</sup> Vgl. SANTALO/BECERRA (2008).

<sup>634</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.3.2.

<sup>635</sup> Vgl. MAY (1995).

<sup>636</sup> Vgl. DENIS/DENIS/SARIN (1997).

<sup>637</sup> Vgl. PALIA (1999).

<sup>638</sup> Vgl. ANDERSON ET AL. (2000).

<sup>639</sup> Vgl. HOECHLE ET AL. (2011).

### 4.3.3 Studien zum internen Kapitalmarkt

Analog zu den theoretischen Abwägungen des Für und Wider interner Kapitalmärkte (*Bright/Dark Side of internal capital markets*), zeigt auch die empirische Literatur Evidenz sowohl für positive wie auch für negative Werteffekte interner Kapitalmärkte in diversifizierten Unternehmen.

Einige Studien finden Hinweise darauf, dass ineffiziente interne Kapitalmärkte die Hauptursache für den Konglomeratsabschlag sind. LAMONT (1997) etwa argumentiert, dass die Empirie ineffiziente Quersubventionierung performanceschwacher Segmente belegt.<sup>640</sup> Auch SHIN/STULZ (1998) sehen die These ineffizienter interner Kapitalmärkte durch ihre Ergebnisse bestätigt. Sie weisen nach, dass die Allokation von Kapital in diversifizierten Unternehmen im Vergleich zu Einproduktunternehmen ineffizient ist.<sup>641</sup> Und auch SCHARFSTEIN (1998) berichtet, dass diversifizierte Unternehmen ineffiziente Allokationsentscheidungen treffen und deshalb mit einem Wertabschlag gehandelt werden.<sup>642</sup> Er zeigt, dass die Ergebnisse umso stärker ausfallen, je grösser potenzielle *Agency*-Konflikte sind. RAJAN/SERVAES/ZINGALES (2000) finden unterdessen Beleg dafür, dass eine höhere Diversität der Investitionsmöglichkeiten innerhalb der diversifizierten Unternehmung zu schlechteren Allokationsentscheidungen führt.<sup>643</sup> AHN/DENIS/DENIS (2006) berichten, dass die Verteilung von Fremdkapital zwischen den Segmenten die Fehlallokation zumindest teilweise erklärt.<sup>644</sup> OZBAS/SCHARFSTEIN (2010) verbinden schliesslich das Ähnlichkeitskriterium zwischen den Segmenten mit dem internen Kapitalmarkt und geben damit dem *Resource-based View* Gewicht.<sup>645</sup> Sie zeigen für die Periode 1979-2006, dass *Unrelated Diversification* zu schlechteren Allokationsergebnissen führt, als *Related Diversification*. Die Problematik wird den Autoren zufolge weiter verstärkt, wenn das Management nur einen geringen Anteil am eigenen Unternehmen hält.

Neben den negativen Ergebnissen zum Einfluss des internen Kapitalmarkts auf den Unternehmenswert existiert auch ein Literaturkörper, der zu dem Ergebnis kommt, dass interne Kapitalmärkte positiv oder zumindest nicht negativ auf den Unternehmenswert wirken. STULZ (1990) berichtet, dass die von MYERS (1977) postulierte Un-

---

<sup>640</sup> Vgl. LAMONT (1997).

<sup>641</sup> Vgl. SHIN/STULZ (1998).

<sup>642</sup> Vgl. SCHARFSTEIN (1998).

<sup>643</sup> Vgl. RAJAN/SERVAES/ZINGALES (2000).

<sup>644</sup> Vgl. AHN/DENIS/DENIS (2006).

<sup>645</sup> Vgl. OZBAS/SCHARFSTEIN (2010).

terinvestitionsproblematik in diversifizierten Unternehmen durch einen internen Kapitalmarkt und die mit ihm verbundene Erhöhung der Investitionsalternativen abgeschwächt werden kann.<sup>646</sup> KHANNA/TICE (2001) argumentieren indes, dass interne Kapitalmärkte bei *Related Diversification* effizient sind.<sup>647</sup> PEYER (2002) kann schliesslich nachweisen, dass diversifizierte Unternehmen mit effizienten internen Kapitalmärkten eine höhere Fremdfinanzierung aufweisen als konzentrierte Unternehmen.<sup>648</sup> Mit den damit verknüpften tieferen Kapitalkosten verbindet der Autor empirisch höhere *Excess Values* der diversifizierten Unternehmen. Auch MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2002) sehen in ihren empirischen Erkenntnissen den Nachweis dafür erbracht, dass diversifizierte Unternehmen grundsätzlich eine effiziente Kapitalallokation aufweisen und interne Kapitalmärkte somit positiv zu bewerten sind.<sup>649</sup> Sie belegen allerdings auch eine tiefere Produktivität bei diversifizierten Unternehmen als bei vergleichbaren Einproduktunternehmen und bestätigen damit die Ergebnisse von LICHTENBERG (1990).<sup>650</sup> SCHOAR (2002) kann demgegenüber keine tiefere Produktivität bei diversifizierten Unternehmen feststellen.<sup>651</sup> Sie weist allerdings darauf hin, dass diversifizierte Unternehmen höhere Löhne und andere Vergütungskomponenten entrichten als konzentrierte Unternehmen, womit ein Bewertungsabschlag an den Kapitalmärkten erklärbar sein könnte. Schliesslich können auch MCNEIL/MOORE (2005) im Durchschnitt keine Fehlallokation von Kapital im Vorfeld eines Spin-offs erkennen, belegen aber, dass die Ankündigungseffekte umso positiver sind, je tiefer die Allokationseffizienz in der diversifizierten Unternehmung im Vorfeld der Transaktion ist.<sup>652</sup>

Zur Erklärung der gegenläufigen Ergebnisse zum internen Kapitalmarkt tragen die folgenden Studien bei. Sie analysieren die diversifizierte Unternehmung im Licht ihrer *Corporate Governance*, ihres Lebenszyklusabschnittes sowie ihres Marktumfelds:

– *Corporate Governance / Agency-Konflikte:*

SAUTNER/VILLALONGA (2010) zeigen, dass eine höhere Eigentümerkonzentration zu einem tieferen Diversifikationsgrad führt und gleichzeitig die Effizienz

<sup>646</sup> Vgl. STULZ (1990); MYERS (1977).

<sup>647</sup> Vgl. KHANNA/TICE (2001).

<sup>648</sup> Vgl. PEYER (2002).

<sup>649</sup> Vgl. MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2002).

<sup>650</sup> Vgl. LICHTENBERG (1990).

<sup>651</sup> Vgl. SCHOAR (2002).

<sup>652</sup> Vgl. MC/NEIL/MOORE (2005).

des internen Kapitalmarkts erhöht.<sup>653</sup> Sie deuten ihre Ergebnisse so, dass einflussreiche Aktionäre das Management besser kontrollieren und somit wertreduzierende *Agency*-Konflikte erfolgreich einzudämmen vermögen. DUCHIN/SOSYURA (2011) sehen in der sozialen Verbindung des *Chief Executive Officers (CEO)* zu den Bereichsleitern eine bewertungsrelevante Grösse.<sup>654</sup> Sie weisen nach, dass in Unternehmen mit schwacher *Corporate Governance*, in denen der *CEO* enge soziale Kontakte zu einzelnen Bereichsleitern pflegt, Fehlentscheidungen bezüglich der Kapitalallokation getroffen werden. Umgekehrt können sie zeigen, dass in einem Wirtschaftsumfeld mit hoher Informationsasymmetrie soziale Kontakte des *CEO* zum Divisionsmanagement auch vorteilhaft sein können, da sie die Informationsverarbeitung vereinfachen. GLASER/LOPEZ DE SILANES/SAUTNER (2013) berichten, dass es einflussreichen und sozial verknüpften Divisionsmanagern bei finanziellen Engpässen häufiger gelingt, Kapital von der Zentrale zu beschaffen, als dies nicht-vernetzten Bereichsleitern möglich ist. Dies führt den Autoren zufolge zu ineffizienter Kapitalallokation.<sup>655</sup>

– *Lebenszyklus und Marktumfeld:*

Allen voran sind es BILLET/MAUER (2003), welche die Relevanz von Kapitalknappheit und die Effizienz externer Kapitalmärkte für die Bewertung interner Kapitalmärkte herausarbeiten.<sup>656</sup> Mit ihrer Arbeit geben sie den Anstoss zur Erforschung der Frage, ob die Bewertung der Diversifikation vom Lebenszyklus bzw. dem Marktumfeld abhängt. DIMITROV/TICE (2006) untersuchen, ob sich die Performance diversifizierter Unternehmen während einer Rezession signifikant von denen konzentrierter Unternehmen unterscheidet und ob dies auf unterschiedlichen Zugang zu Fremdkapital zurückzuführen ist.<sup>657</sup> Sie zeigen zunächst bezugnehmend auf die *Co-Insurance Hypothesis* von LEWELLEN (1971), dass diversifizierte Unternehmen eine signifikant tiefere Volatilität in ihren Einkommensströmen aufweisen als konzentrierte Firmen. Damit verbinden die Autoren die Hypothese, dass konzentrierte Unternehmen während Rezessionen ein schlechteres Kreditrating haben und entsprechend schlechteren

<sup>653</sup> Vgl. SAUTNER/VILLALONGA (2010).

<sup>654</sup> Vgl. DUCHIN/SOSYURA (2011).

<sup>655</sup> Vgl. GLASER/LOPEZ DE SILANES/SAUTNER (2013).

<sup>656</sup> Vgl. BILLET/MAUER (2003).

<sup>657</sup> Vgl. DIMITROV/TICE (2006).

Zugang zu Fremdkapital besitzen. Es gelingt ihnen insgesamt nachzuweisen, dass diversifizierte Unternehmen während Rezessionen tatsächlich eine bessere Aktienperformance aufweisen als konzentrierte Vergleichsunternehmen. YAN (2006) zeigt, dass der *Excess Value* diversifizierter Konzerne auf Schocks externer Kapitalmärkte reagiert.<sup>658</sup> Er kann nachweisen, dass diversifizierte Unternehmen dann von ihrem Diversifikationsstatus profitieren können, wenn die externen Finanzierungsmöglichkeiten besonders eingeschränkt sind. GOPOLAN/XIE (2008) können ebenfalls belegen, dass sich der Konglomeratsabschlag in einem Marktumfeld konjunktureller Rezession reduziert und sich bei den Unternehmen, die stärkere Abhängigkeit von Bankenfinanzierung aufweisen, sogar überhaupt nicht mehr nachweisen lässt.<sup>659</sup> KUPPUSWAMY/VILLALONGA (2010) untersuchen die Bewertung von Konglomeraten während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-2009.<sup>660</sup> Sie stellen fest, dass sich der Konglomeratsabschlag mit dem Zuspitzen der Krise reduziert und sich Ende 2008 sogar überhaupt nicht mehr nachweisen lässt. Sie belegen konkret, dass der *Excess Value* diversifizierter Unternehmen im Gegensatz zu demjenigen konzentrierter Unternehmen signifikant ansteigt. Die Autoren führen dies auf den Umstand zurück, dass diversifizierte Unternehmen aufgrund des *Smarter Money Effects* und des *More Money Effects* auch in einem ungünstigen Marktumfeld finanzielle Fremdmittel generieren können, die es ihnen erlauben, wertschaffende Investitionen zu tätigen. Unbeantwortet bleibt jedoch bislang die Frage, ob der bessere Zugang zu Fremdkapital während einer Rezession auch tatsächlich dazu genutzt werden kann, effiziente Investitionsprojekte zu identifizieren. Dieser Frage geht die betriebswirtschaftliche Forschung erst jüngst vermehrt nach. YAN/YANG/JIAO (2010) untersuchen die Investitionsentscheidungen auf internen Kapitalmärkten während Rezessions- und Depressionsphasen hinsichtlich ihrer Wirkung auf den Unternehmenswert.<sup>661</sup> Sie stellen fest, dass sich die Höhe der Investitionen aufgrund schlechterer Finanzierungsbedingungen bei den konzentrierten Unternehmen signifikant reduziert, während sie bei diversifizierten Firmen unverändert bleibt. Sie führen dies darauf zurück, dass diversifizierte Unternehmen in einem Umfeld schlechter Marktbedingungen Effizienzvorteile über ihren internen Kapitalmarkt generieren können. Sie bestätigen damit die Ergebnisse von DUCHIN (2010), der berichtet, dass diversifizierte Unternehmen

---

<sup>658</sup> Vgl. YAN (2006).

<sup>659</sup> Vgl. GOPOLAN/XIE (2008).

<sup>660</sup> Vgl. KUPPUSWAMY/VILLALONGA (2010).

<sup>661</sup> Vgl. YAN/YANG/JIAO (2010).

einen wesentlich geringeren Bestand an flüssigen Mitteln halten müssen als ihre konzentrierten Vergleichsunternehmen.<sup>662</sup> Da das Halten von Liquidität aufgrund seiner hohen Opportunitätskosten teuer ist, sehen YAN/YANG/JIAO (2010) Evidenz dafür gefunden, dass mit dem internen Kapitalmarkt ein effizienter Transfer von Ressourcen zwischen den Divisionen verbunden ist.<sup>663</sup> HOVAKIMIAN (2011) berichtet, dass die Effizienz der Investitionsentscheidungen auf internen Kapitalmärkten diversifizierter Unternehmen zunimmt, wenn die Finanzierungsbedingungen auf externen Kapitalmärkten aufgrund eines schwachen konjunkturellen Umfelds ungünstiger werden.<sup>664</sup>

#### 4.3.4 Ereignisstudien

Um den Einfluss von Diversifikation auf den Unternehmenswert zu erforschen, greift die empirische Kapitalmarktforschung auf die Methode der Ereignisstudien<sup>665</sup> (*Event Studies*) zurück. Dabei wird von der Hypothese ausgegangen, dass das Aufbrechen konglomerater Strukturen Aktienkursreaktionen verursacht. Sofern der Kapitalmarkt Diversifikation negativ beurteilt, löst deren Rückbau positive Bewertungsreaktionen aus. Negative Kursreaktionen sind im Umkehrschluss dann zu erwarten, wenn Diversifikation positiv mit dem Unternehmenswert korreliert. Es zeigt sich, dass auch die Ergebnisse der Ereignisstudienliteratur analog zur Theorie und bislang diskutierten Empirie kontradiktorisch ausfallen.<sup>666</sup>

COMMENT/JARRELL (1995), JOHN/OFEK (1995), DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997), BERGER/OFEK (1999), DESAI/JAIN (1999) sowie KRISHNASWAMI/ SUBRAMANIAM (1999) können im Zusammenhang mit Unternehmenstransaktionen, die eine Reduktion des Diversifikationsgrads mit sich bringen, positive Kapitalmarktreaktionen nachweisen.<sup>667</sup> Ebenfalls als Nachweis für den negativen Bewertungsabschlag von Diversifikation dienen die Ergebnisse von MORCK/SHLEIFER/VISHNY (1990), AGRAWAL/

<sup>662</sup> Vgl. DUCHIN (2010).

<sup>663</sup> Dies gilt heute umso mehr. BATES/KAHLE/STULZ (2009) belegen, dass sich der durchschnittliche Bestand an Liquidität in US-amerikanischen Industrieunternehmen während der Periode 1980-2006 nahezu verdoppelt hat. Vgl. BATES/KAHLE/STULZ (2009).

<sup>664</sup> Vgl. HOVAKIMIAN (2011).

<sup>665</sup> Zur Untersuchungskonzeption der Ereignisstudie vgl. Kapitel 6.

<sup>666</sup> Für einen Überblick zur Literatur im Bereich des Strategischen Managements vgl. BRAUER (2006), S. 771 f.

<sup>667</sup> Vgl. COMMENT/JARRELL (1995); JOHN/OFEK (1995); DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997); BERGER/OFEK (1999); DESAI/JAIN (1999); KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999).

JAFFE/MANDELKER (1992) sowie MORGAN/NAIL/MEGGINSON (2000), die feststellen, dass Transaktionen, die eine Erhöhung des Diversifikationsgrads bedeuten, mit negativen Kursreaktionen an den Kapitalmärkten verbunden sind.<sup>668</sup> Die Ergebnisse dieser Studien sprechen für einen negativen Zusammenhang zwischen Diversifikation und Unternehmenswert.

Andere Studien, die sich ebenfalls der Ereignisstudienmethodik bedienen, geben hingegen Hinweis auf einen positiven Einfluss von Diversifikation auf den Unternehmenswert. So berichten SCHIPPER/THOMPSON (1983), BRADLEY/DESAI/HAN KIM (1988), MATSUSAKA (1993), HUBBARD/PALIA (1999), HADLOCK/RYNGAERT/THOMAS (2001), CHEVALIER (2004) und AKBULUT/MATSUSAKA (2010) von positiven Aktienkursreaktionen im Kontext diversifikationssteigernder Unternehmenstransaktionen.<sup>669</sup>

#### 4.3.5 Studien zur Kausalität von Diversifikation und Unternehmenswert

Die in den voranstehenden Abschnitten diskutierten Literaturstränge zum Zusammenhang zwischen Diversifikation und Unternehmenswert kommen in vielerlei Hinsicht zu keinem eindeutigen Ergebnis. Hervorzuheben ist jedoch die Erkenntnis, dass ein wesentlicher Anteil der Arbeiten von der Existenz eines Konglomeratsabschlags ausgeht und diesen als nachgewiesen betrachtet. Im vergangenen Jahrzehnt wird im Schrifttum jedoch zunehmend die Frage aufgeworfen, ob Diversifikation tatsächlich einen kausalen Einfluss auf den Unternehmenswert hat oder ob sich die Belege zum Konglomeratsabschlag lediglich aus dem Folgenden ergeben.<sup>670</sup>

1. *Mangelnde Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen*
2. *Endogenität der Diversifikationsentscheidung*
3. *Unterschiede in der Segmentberichterstattung*
4. *Messprobleme*

<sup>668</sup> Vgl. MORCK/SHLEIFER/VISHNY (1990); AGRAWAL/JAFFE/MANDELKER (1992); MORGAN/NAIL/MEGGINSON (2000).

<sup>669</sup> Vgl. SCHIPPER/THOMPSON (1983); BRADLEY/DESAI/HAN KIM (1988); MATSUSAKA (1993); HUBBARD/PALIA (1999); HADLOCK/RYNGAERT/THOMAS (2001); CHEVALIER (2004); AKBULUT/MATSUSAKA (2010).

<sup>670</sup> Angelehnt an die Systematisierung von ERDORF ET AL. (2012), S. 15 ff.

Im Folgenden wird die empirische Literatur anhand der einzelnen Problemkreise systematisiert:

– *Mangelnde Vergleichbarkeit konzentrierter Unternehmen:*

Die betriebswirtschaftliche Literatur zur Erforschung des Zusammenhangs zwischen Diversifikation und Unternehmenswert unterstellt in der Vergangenheit regelmässig, dass Einproduktunternehmen als gültiger Vergleichsmaßstab für die Segmente diversifizierter Konzerne heranzuziehen sind. Dieses Vorgehen ist jedoch mittlerweile Gegenstand erheblicher Kritik geworden. Schon LANG/STULZ (1994) weisen darauf hin, dass diversifizierende Unternehmen schon vor den Diversifikationsbestrebungen eine schlechte Aktienkursperformance zeigen.<sup>671</sup> Es sind LAMONT/POLK (2001), die eine Diskussion um die mangelnde Vergleichbarkeit anstossen.<sup>672</sup> Sie finden signifikante Unterschiede in der Renditeperformance von Konglomeraten und derjenigen konzentrierter Unternehmen. Auch HYLAND/DILTZ (2002) berichten von systematischen Differenzen der Charakteristika beider Vergleichsgrössen.<sup>673</sup> Sie belegen, dass die Segmente diversifizierter Unternehmen im Durchschnitt ein tieferes TOBIN'S Q, mehr Liquidität, kleinere Wachstumsraten sowie tiefere Investitionsraten in Forschung & Entwicklung (F&E) aufweisen als die zum Vergleich herangezogenen konzentrierten Unternehmen. Die Autoren sehen bestätigt, dass nicht in der Diversifikation selbst die Ursache des Konglomeratsabschlags zu suchen ist, sondern vielmehr in unternehmensspezifischen Eigenschaften. Zusammengefasst sehen sie in der schlechten Unternehmensperformance die Ursache für den Konglomeratsabschlag. Diversifikation betrachten sie demnach nur als das Ergebnis einer notwendigen Suche nach Wachstumsmöglichkeiten. Auch CAMPA/KEDIA (2002) finden signifikante Unterschiede in Grösse, Investitionsraten, EBIT-Margen, Industriewachstum sowie den F&E-Ausgaben.<sup>674</sup> Die Autoren weisen nach, dass der in anderen Studien als Konglomeratsabschlag bezeichnete Bewertungsabschlag bereits vor der Diversifikationsentscheidung des Managements bestand. Dies bestätigen auch GRAHAM/LEMMON/WOLF (2002), die berichten, dass die von einem Konglomerat übernommenen konzentrierten Gesellschaften bereits im Jahr vor der Übernahme mit einem durchschnittlichen

---

<sup>671</sup> Vgl. LANG/STULZ (1994).

<sup>672</sup> Vgl. LAMONT/POLK (2001).

<sup>673</sup> Vgl. HYLAND/DILTZ (2002).

<sup>674</sup> Vgl. CAMPA/KEDIA (2002).

Bewertungsabschlag von 15 % gehandelt wurden.<sup>675</sup> MITTON/VORKINK (2010) konstatieren, dass die Renditen diversifizierter Unternehmen ein limitiertes Aufwärtspotenzial aufweisen, wofür sie als Entschädigung höhere durchschnittliche Renditen verlangen, was im Ergebnis den Konglomeratsabschlag verursacht.<sup>676</sup> Die empirischen Befunde zeigen systematische Unterschiede zwischen den Segmenten diversifizierter Konzerne und den zum Vergleich herangezogenen Einproduktunternehmen. Darüber hinaus wird festgestellt, dass die später diversifizierten Unternehmen bereits vor der Diversifikation mit einem Bewertungsabschlag gehandelt wurden. Insgesamt wird damit deutlich, dass ein konzentriertes Unternehmen nur beschränkt mit dem Segment eines diversifizierten Konglomerats vergleichbar ist; damit entstehen Zweifel an den zuvor beschriebenen Erkenntnissen zum Konglomeratsabschlag. Dies führt zu der Frage, welche Evidenz die Literatur bereithält, wenn die Endogenität der Diversifikationsentscheidung berücksichtigt wird.

– *Endogenität der Diversifikationsentscheidung:*

Die Entscheidung zur Diversifikation trifft das Management bewusst und vor dem Hintergrund der ihm vorliegenden Informationen.<sup>677</sup> Die Diversifikationsentscheidung entsteht somit aus dem Inneren der Unternehmung heraus; sie ist endogen. Einige Studien zum Konglomeratsabschlag unterstellen implizit, dass sich der Diversifikationszustand exogen, auf Basis eines Zufallsprozesses ergibt. Dies führt zu Verzerrungen in den Ergebnissen. CAMPA/KEDIA (2002) und VILLALONGA (2004b) nutzen ökonomisch aufwendige Verfahren, um die Endogenität der Diversifikationsentscheidung zu berücksichtigen.<sup>678</sup> Sie berichten, dass Diversifikation den Unternehmenswert nicht reduziert und dass im Wesentlichen kein kausaler Zusammenhang zwischen beiden Größen besteht. Auch CHEVALIER (2004) stellt die Prämisse vorangegangener Studien in Frage, dass die Investitionsalternativen in den Segmenten eines Konglomerats mit denen eines fokussierten Unternehmens identisch sind.<sup>679</sup> Sie berichtet, dass die als ineffiziente Quersubventionierungen interner Kapitalmärkte identifizierten Investitionsmuster unabhängig von der Diversifikationsentscheidung bestehen.

<sup>675</sup> Vgl. GRAHAM/LEMMON/WOLF (2002).

<sup>676</sup> Vgl. MITTON/VORKINK (2010).

<sup>677</sup> Vgl. ERDORF ET AL. (2012), S. 16.

<sup>678</sup> Vgl. CAMPA/KEDIA (2002); VILLALONGA (2004b).

<sup>679</sup> Vgl. CHEVALIER (2004).

Sie bezweifelt demzufolge ebenfalls, dass eine Kausalität zwischen Diversifikation und Unternehmenswert besteht. Auch MARINELLI (2011) findet keinen kausalen Zusammenhang zwischen dem internen Kapitalmarkt und dem Unternehmenswert.<sup>680</sup> AMMANN/HOECHLE/SCHMID (2012) geben indessen zu bedenken, dass die Studien, die eine Existenz des Konglomeratsabschlags aufgrund der Endogenität der Diversifikationsentscheidung bestreiten, ebenfalls methodische Mängel aufweisen. Die Autoren berichten, dass der Konglomeratsabschlag trotz der Endogenität der Diversifikationsentscheidung statistisch signifikant nachweisbar bleibt.<sup>681</sup>

– *Segmentberichterstattung:*

Ein Grossteil der empirischen Arbeiten zur Diversifikation basiert auf der Verwendung von Daten zur Segmentberichterstattung. Diese werden meist der Datenbank des Informationsdienstleisters COMPUSTAT entnommen.<sup>682</sup> Für die Bestimmung des Diversifikationsgrads wird dabei auf die Anzahl von Berichtssegmenten zurückgegriffen. Bereits LICHTENBERG (1991) macht darauf aufmerksam, dass im Rahmen der Segmentberichterstattung nur diejenigen Unternehmensteile erfasst werden, die mindestens 10 % der Umsatzerlöse, der Gewinne oder der Aktiven des Gesamtunternehmens erwirtschaften.<sup>683</sup> Er sieht den tatsächlichen Diversifikationsgrad auf dieser Basis nicht korrekt erfasst und belegt, dass dieses Problem bei 17 % der von COMPUSTAT erfassten Unternehmen besteht. MONTGOMERY (1994) weist darüber hinaus nach, dass dies für 56 % der 500 grössten Publikumsgesellschaften zutrifft.<sup>684</sup> Darüber hinaus melden DAVIS/DUHAIME (1992), dass auch die Definition der Segmente zwischen den Unternehmen stark variiert, die Verwendung von Segmentdaten daher stets zu Verzerrungen der empirischen Messungen führt.<sup>685</sup> Die Autoren stellen zudem fest, dass 5 % bis 10 % der Unternehmen Aktivitäten in einem Segment zusammenfassen, die weder verbunden, noch vertikal integriert sind.

<sup>680</sup> Vgl. MARINELLI (2010).

<sup>681</sup> Vgl. AMMANN/HOECHLE/SCHMID (2012).

<sup>682</sup> Vgl. ERDORF ET AL. (2012), S. 18.

<sup>683</sup> Vgl. LICHTENBERG (1991).

<sup>684</sup> Vgl. MONTGOMERY (1994).

<sup>685</sup> Vgl. DAVIS/DUHAIME (1992).

Seit dem Inkrafttreten des SFAS 131 im Jahr 1997 hat sich diese Problematik deutlich reduziert. So zeigen BERGER/HANN (2003), dass sich die Anzahl der Berichtssegmente signifikant erhöht hat. Sie folgern, dass das Zusammenfassen unterschiedlicher Geschäftsbereiche in einem Berichtssegment unter SFAS 131 schwieriger geworden ist. Vgl. FASB (1997); ERDORF ET AL. (2012), S. 18.

DENIS/DENIS/SARIN (1997) sowie HYLAND/DILTZ (2002) berichten sogar, dass ein Viertel aller Änderungen in der Segmentberichterstattung keinen realen Hintergrund aufweist.<sup>686</sup> Sie können zeigen, dass die rein buchhalterisch erfassten Änderungen nicht auf Änderungen des operativen Geschäfts oder des Diversifikationsgrads zurückzuführen sind, ein Rückschluss von der Anzahl Segmente auf den tatsächlichen Diversifikationsgrad daher problematisch ist. Auch VILLALONGA (2004a) und MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2008) sehen in der Abhängigkeit der bestehenden Studien von der COMPUSTAT-Datenbank die Ursache für die Existenz des Konglomeratsabschlags.<sup>687</sup> VILLALONGA (2004a) zeigt, dass die Verwendung der Informationsplattform BUSINESS INFORMATION TRACKING SERIES (*BITS*) die Ermittlung einer Konglomeratsprämie erlaubt, während COMPUSTAT demgegenüber einen Konglomeratsabschlag impliziert. MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2008) weisen diesbezüglich nach, dass die in COMPUSTAT ausgewiesenen Investitionsraten aufgrund der Vernachlässigung von Akquisitionen signifikant zu tief sind, der Nutzer daher verzerrte Ergebnisse zum Diversifikationsgrad erhält.

– *Weitere Messprobleme:*

Zur Analyse der Effizienz interner Kapitalmärkte greift die Diversifikationsforschung regelmässig auf die Variable des TOBIN'S Q zurück. Das TOBIN'S Q einzelner Segmente ist jedoch nicht direkt beobachtbar. Entsprechend wird das TOBIN'S Q vergleichbarer Einproduktunternehmen als *Proxy-Variable*<sup>688</sup> eingesetzt. WHITED (2001) sieht darin ein erhebliches Potenzial für verzerrte Messergebnisse.<sup>689</sup> Sie zeigt, dass der Median des TOBIN'S Q konzentrierter Vergleichsunternehmen kein geeigneter Schätzer für das TOBIN'S Q einzelner Segmente diversifizierter Konzerne ist. Sie berichtet, dass der Konglomeratsabschlag unter Verwendung eines adjustierten TOBIN'S Q bei der Rekonstruktion vorangegangener Studien nicht länger nachweisbar ist. Auch MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2001) widmen sich der Messung der Investitionsattraktivität mittels

<sup>686</sup> Vgl. DENIS/DENIS/SARIN (1997); HYLAND/DILTZ (2002).

<sup>687</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden VILLALONGA (2004a); MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2008).

<sup>688</sup> Als *Proxy-Variable* werden Variablen bezeichnet, welche stellvertretend für die zu Forschungszwecken interessierenden Eigenschaften stehen und diese somit nur indirekt messen. Sie werden dann eingesetzt, wenn eine direkte Messung nicht auf objektivem, reliablem oder validem Weg möglich ist oder mit nicht vertretbarem Aufwand verbunden wäre. Vgl. TOUTENBOURG/TRENKLER (1992).

<sup>689</sup> Vgl. MAKSIMOVIC/PHILLIPS (2002).

des TOBIN'S Q.<sup>690</sup> Sie weisen nach, dass sich das Investitionsverhalten in diversifizierten Unternehmen signifikant von demjenigen in konzentrierten Unternehmen unterscheidet. Um die Schwierigkeit verzerrter Messergebnisse einzuschränken, ist es sinnvoll, die Investitionseffizienz vor und nach einer Konzentrationsentscheidung (*Corporate Refocusing*) zu analysieren. Damit wird das Problem der Vergleichbarkeit verschiedener Unternehmen deutlich reduziert. GERTNER/POWERS/SCHARFSTEIN (2002), BURCH/NANDA (2003), DITTMAR/SHIVDASANI (2003) sowie AHN/DENIS (2004) stellen fest, dass sich die Investitionseffizienz nach der Entscheidung des Managements, den Diversifikationsgrad einer Unternehmung zu reduzieren, signifikant erhöht, was mit einer Steigerung des Unternehmenswerts einhergeht.<sup>691</sup> Demgegenüber berichten COLAK/WHITED (2007), dass diese Ergebnisse unter Berücksichtigung der Endogenität der Diversifikationsentscheidung nicht zutreffen. Sie zeigen, dass eine Konzentrationsentscheidung nicht zu effizienterem Investitionsverhalten in der diversifizierten Unternehmung führt.<sup>692</sup> Auch DOUKAS/KAN (2008) können mit Diversifikation kein ineffizientes Investitionsverhalten verbinden.<sup>693</sup> Ihnen zufolge allozieren Unternehmen, die ihren Diversifikationsgrad im Rahmen einer Akquisition erhöhen, Ressourcen von unprofitablen hin zu profitablen Unternehmensteilen auch dann, wenn Letztere nicht zum Kerngeschäft gehören.

Ein weiteres Problemfeld der Messungen vorliegender Studien zum Diversifikationsabschlag liegt in der Verwendung von Buchwerten des Fremdkapitals (*Book Value Bias of Debt*). In ihrer bekannten Studie zeigen MANSI/REEB (2002), dass der Diversifikationsabschlag, den BERGER/OFEK (1995) messen, bei der Verwendung von Markt- anstatt von Buchwerten des Fremdkapitals nicht mehr nachzuweisen ist.<sup>694</sup> Die Verwendung von Buchwerten führe dazu, dass diversifizierte Unternehmen systematisch unterbewertet werden. Diese Erkenntnis wird auch von den Ergebnissen GLASER/MÜLLER (2010) sowie AMMANN/HOECHLE/SCHMID (2012) gestützt.<sup>695</sup>

---

<sup>690</sup> Vgl. WHITED (2001).

<sup>691</sup> Vgl. GERTNER/POWERS/SCHARFSTEIN (2002); BURCH/NANDA (2003); DITTMAR/SHIVDASANI (2003); AHN/DENIS (2004).

<sup>692</sup> Vgl. COLAK/WHITED (2007).

<sup>693</sup> Vgl. DOUKAS/KAN (2008).

<sup>694</sup> Vgl. MANSI/REEB (2002).

<sup>695</sup> Vgl. GLASER/MÜLLER (2010); AMMANN/HOECHLE/SCHMID (2012).

#### 4.3.6 Zusammenfassende Würdigung des empirischen Forschungsstands

Die empirische Literatur zur Diversifikationsbewertung erfährt ab Mitte der 1990er Jahre vor dem Hintergrund der von LANG/STULZ (1994) sowie von BERGER/OFEK (1995) veröffentlichten Studien starken Aufschwung. Die vielfach replizierten Befunde führen zur weit verbreiteten Auffassung, dass Konglomerate einen tieferen Unternehmenswert aufweisen als die Summe vergleichbarer Einproduktunternehmen. Die Existenz des Konglomeratsabschlags wird als Beleg dafür interpretiert, dass Diversifikation Wert vernichtet. Das nachfolgend entstehende Schrifttum untersucht den Konglomeratsabschlag – häufig ohne dessen Existenz und theoretischen Unterbau grundsätzlich erneut zu hinterfragen – hinsichtlich seiner zeitlichen, räumlichen, branchenspezifischen und unternehmensspezifischen Eigenschaften.

Trotz aller Bemühungen der betriebswirtschaftlichen Forschung sind die empirischen Befunde bis heute nicht konkludent und die Ursprünge der Befunde zum Konglomeratsabschlag nicht umfassend aufgearbeitet. Zwar hat sich ein umfangreicher Literaturkörper entwickelt, der sich mit dem internen Kapitalmarkt in diversifizierten Unternehmen beschäftigt. Doch weder die Erforschung des internen Kapitalmarkts noch die Verwendung von Ereignisstudien, die sich in der Lehrmeinung als probates Mittel zur Erforschung von Diversifikation etablieren, kommen zu eindeutigen Ergebnissen hinsichtlich des Wirkungszusammenhangs zwischen Diversifikation bzw. Konzentration und Unternehmenswert.

Seit Beginn des vergangenen Jahrzehnts wird vermehrt die Frage aufgeworfen, ob überhaupt ein kausaler Zusammenhang zwischen Diversifikation und Unternehmenswert besteht. Dies ist zum einen dem Umstand geschuldet, dass Zweifel an der grundsätzlichen Vergleichbarkeit zwischen diversifizierten und konzentrierten Unternehmen bestehen, zum anderen wurden methodische Schwächen in den Studien identifiziert, die einen Konglomeratsabschlag attestieren. Abbildung 28 zeigt die empirischen Befunde in einer zusammenfassenden Darstellung.

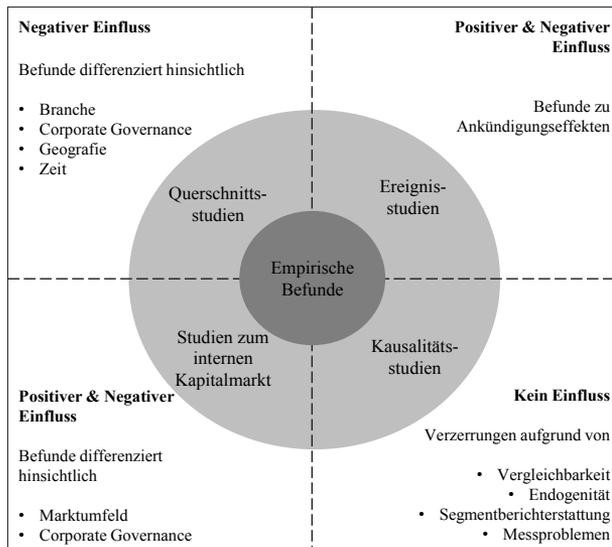


Abbildung 28: Zusammenfassende Darstellung der empirischen Befunde zum Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Diversifikation (Quelle: Eigene Darstellung)

#### 4.4 Bisherige empirische Befunde zum Spin-off-Erfolg

Für die Beurteilung des Spin-off-Erfolgs hat sich der Marktwert des Eigenkapitals als relevante Bezugsgröße erwiesen.<sup>696</sup> Aufgrund der Effizienzmarkthypothese ist davon auszugehen, dass sich eine potenziell wertbeeinflussende Wirkung von Spin-offs zum Ankündigungszeitpunkt im Aktienkurs niederschlägt,<sup>697</sup> weshalb Ereignisstudien die methodische Ausgangsbasis für die Beschäftigung der Literatur mit dem Einfluss von Spin-offs auf den Unternehmenswert darstellen.<sup>698</sup> Tabelle 3 stellt ausgewählte Ereignisstudienbefunde zu den Aktienkursreaktionen der absplattenden Muttergesellschaft rund um deren Spin-off-Ankündigung dar.

<sup>696</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.4.

<sup>697</sup> Vgl. FAMA (1970), S. 383 ff.

<sup>698</sup> Für die grundlegende Konzeption von Ereignisstudien vgl. FAMA ET AL. (1969); CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997); MACKINLEY (1997); BINDER (1998); KOTHARI/WARNER (2007).

Autor/en	Geografie	Zeitraum	N <sup>a)</sup>	Ereignisfenster <sup>b)</sup>	CAAR <sup>c)</sup>
HITE/OWERS (1983)	USA	1963-1981	123	[-1;0]	3.3***
MILES/ROSENFELD (1983)	USA	1963-1980	55	[0;+1]	3.34***
SCHIPPER/SMITH (1983)	USA	1963-1981	93	[-1;0]	2.84***
ROSENFELD (1984)	USA	1963-1981	35	[-1;0]	5.56***
COPELAND ET AL. (1987)	USA	1962-1982	188	[-1;0]	3.03***
DENNING (1988)	USA	1970-1982	42	[-6;+6]	2.58 <sup>k</sup> A
KUDLA/MCINISH (1988)	USA	1972-1981	39	[-7;0]	3.3*
SEIFERT/RUBIN (1989)	USA	1968-1983	51	[-1;0]	3.26***
BALL ET AL. (1993)	USA	1968-1990	39	[-1;0]	2.55 <sup>k</sup> A
CUSATIS ET AL.	USA	1965-1988	146	[-1;0]	2.1*
GERARD/SILBERMAN (1994)	USA	1979-1986	146	[-5;+5]	4.4***
VIJH (1994)	USA	1964-1990	113	[-1;0]	2.9***
ALLEN ET AL. (1995)	USA	1962-1991	94	[-1;0]	2.15***
MICHAELY/SHAW (1995)	USA	1981-1988	9	[-2;+2]	4.46*
SLOVIN ET AL. (1995)	USA	1980-1991	37	[0;+1]	1.32***
SEWARD/WALSH (1996)	USA	1972-1987	78	[-1;0]	2.6***
JOHNSON ET AL. (1996)	USA	1975-1988	104	[-1;0]	3.96***
DALEY ET AL. (1997)	USA	1975-1991	85	[-1;0]	3.4***
BEST ET AL. (1998)	USA	1979-1993	72	[-1;0]	3.41***
DESAI/JAIN (1999)	USA	1975-1991	155	[-1;+1]	3.84***
KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999)	USA	1978-1993	118	[-1;+1]	3.28***
BLANTON ET AL. (2000)	USA	1997-2000	68	[-2;+1]	3.6 <sup>k</sup> A
MULHERIN/BOONE (2000)	USA	1990-1999	106	[-1;+1]	4.51***
CHEMMANUR/PAEGLIS (2000)	USA	1991-1998	19	[-5;+5]	2.7
ALLI ET AL. (2001)	USA	1984-1994	47	[-1;+1]	-1.05
POWERS (2001)	USA	1981-1998	187	[-1;0]	3.2***
GERTNER ET AL. (2002)	USA	1981-1996	160	[-1;0]	3.9**
MAXWELL/RAO (2003)	USA	1976-1997	79	[0;+1]	3.59***
MCNEIL/MOORE (2005)	USA	1980-1996	153	[-1;+1]	3.5***
RÜDISÜLI (2005)	USA	1990-2003	583	[-1;+1]	2.6***
VELD/VELD-MERKOULOVA (2008)	USA	1995-2002	91	[-1;+1]	3.07***
BÜHLER (2000)	Europa	1989-1999	42	[-1;+1]	2.6***

Fortsetzung Tabelle auf nächster Seite

Fortsetzung Tabelle

KIRCHMAIER (2003)	Europa	1989-1999	48	[-1;+1]	5.4***
VELD/VELD-MERKOULOVA (2004)	Europa	1987-2000	156	[-1;+1]	2.62***
BÜHNER (2004)	Europa	1991-2001	39	[-1;+1]	2.27**
RÜDISÜLI (2005)	Europa	1990-2003	189	[-1;+1]	3.2***
SUDARSANAM/QIAN (2007)	Europa	1987-2005	157	[-1;+1]	4.82***
MURRAY (2000)	UK	1992-1998	25	[-1;+1]	-0.19
SCHAUTEN ET AL. (2001)	UK	1989-1996	23	[-1;+1]	2.13 <sup>k. A.</sup>
DE VROOM/VAN FREDRIKSLUST (1999)	Global	1990-1998	210	[-1;+1]	2.54***

<sup>a)</sup> N = Stichprobenumfang, <sup>b)</sup> Ereignisfenster in Tagen, <sup>c)</sup> CAAR = Durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite in Prozent, \* = Signifikant zum 10 %-Konfidenzniveau, \*\* = Signifikant zum 5 %-Konfidenzniveau, \*\*\* = Signifikant zum 1 %-Konfidenzniveau, k. A. = Keine Angaben.

Tabelle 3: *Kurzfristige Aktienkursperformance der Muttergesellschaft im Kontext von Spin-off-Ankündigungen (Quelle: Eigene Darstellung).*

Neben den Ankündigungseffekten haben sich in der Vergangenheit zunehmend auch sogenannte Ex-post-Studien etabliert, die sich mit der langfristigen Aktienkursperformance nach der Ankündigung oder der Durchführung eines Spin-offs beschäftigen.<sup>699</sup> Das Vorgehen ist mit demjenigen von Ereignisstudien prinzipiell vergleichbar, wenn gleich sich vor allem die Methoden zur Renditeermittlung unterscheiden.<sup>700</sup> Tabelle 4 gibt einen Überblick über die bisher veröffentlichten langfristigen Performancestudien im Kontext der Durchführung von Spin-offs.<sup>701</sup>

Die Mehrheit der aufgeführten Arbeiten zeigt eine signifikant positive Kursreaktion innerhalb des Ereignisfensters. Die Bandbreite der gemessenen Effekte reicht von -1.05 % bis 5.56 %. Die Effekte sind zwischen Europa und den USA vergleichbar. Langfristige Performancestudien zeigen eine deutlich höhere Streuung in den Ergebnissen, was nicht zuletzt auf die Schwächen des methodischen Ansatzes zurückzuführen ist. So ist es schwierig, Aktienkursveränderungen auf ein lange in der Vergangenheit liegendes Ereignis zurückzuführen. Damit ist der Aussagegehalt langfristiger Performancestudien stark eingeschränkt.

<sup>699</sup> Vgl. RÜDISÜLI (2005), S. 75; HAUER (2008), S. 154.

<sup>700</sup> Zur Verwendung sogenannter *Buy-and-hold Abnormal Returns* bei langfristigen Performancestudien vgl. MITCHELL/STAFFORD (2000), S. 296; SCHENEK (2006), S. 170; FASSNACHT (2011), S. 102 ff.

<sup>701</sup> Vgl. CHARIFZADEH (2002), S. 164 ff.

Autor/en	Geografie	Zeitraum	N <sup>a)</sup>	Ereignisfenster <sup>b)</sup>	CAAR <sup>c)</sup>
CUSATIS/MILES/WOOLRIDGE (1993)	USA	1965-1988	131	[0;+12]	12,5**
				[0;+24]	26,7**
				[0;+36]	18,1
MICHAELY/SHAW (1995)	USA	1981-1988	9	[0;+12]	-36,6***
				[0;+24]	-59,1***
DESAI/JAIN (1999)	USA	1975-1991	155	[0;+12]	6,5
				[0;+24]	10,6
				[0;+36]	15,2
ANSLINGER/BONINI/PATSALOS-FOX (2000)	USA	1988-1996	79	[0;+24]	0,7
MCCONNELL/OZBILGIN/WAHAL (2001)	USA	1989-1995	80	[0;+36]	5,1
POWERS (2001)	USA	1981-1998	187	[0;+12]	2,5
KIRCHMAIER (2003)	Europa	1989-1999	34	[0;+36]	-5,9
VELD/VELD-MERKOULOVA (2004)	Europa	1987-2000	68	[0;+36]	-0,4

<sup>a)</sup> N = Stichprobenumfang, <sup>b)</sup> Ereignisfenster in Monaten, <sup>c)</sup> CAAR Durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite in Prozent, \* = Signifikant zum 10 %-Konfidenzniveau, \*\* = Signifikant zum 5 %-Konfidenzniveau, \*\*\* = Signifikant zum 1 %-Konfidenzniveau.

Tabelle 4: Langfristige Aktienkursperformance der Muttergesellschaft im Kontext von Spin-offs (Quelle: Eigene Darstellung).

#### 4.5 Zwischenfazit Kapitel 4

Das voranstehende Kapitel geht der Frage nach, welchen Einfluss der Spin-off im Zuge seiner Konzentrationswirkung auf den Unternehmenswert ausübt. Zunächst wurde hierzu die Logik der Diversifikation im Licht des Managementmoden-Ansatzes erfasst. Die abgeleiteten Erkenntnisse sind durchaus bemerkenswert. Es wurde deutlich, dass das Diversifikationsphänomen eine starke Zyklizität aufweist, die von grundlegenden Paradigmenwechseln und Trends im betriebswirtschaftlichen Verständnis getrieben wird. Darüber hinaus ist es gelungen, den *Resource-based View* und die *Transaktionskostentheorie* mittels des Gedankenguts der *Excess Capacity* zu verbinden sowie andere Konzepte wie das Portfolio-Management, das Konzept der Kernkompetenzen und die *Dynamic Capabilities* mittels der Diversifikation in Kontext zueinander zu setzen. Schliesslich wurde der aktuelle Stand der theoretischen und empirischen Diver-

sifikationsforschung systematisiert und dargestellt, womit der Grundstein für die Hypothesenbildung und damit für die empirische Untersuchung gelegt ist.

Insgesamt bietet die theoretische und empirische Literatur zum Wertschöpfungspotential von Diversifikation bzw. Konzentration kontradiktorische Argumentationsmuster. Zugleich weist sie eine starke Abhängigkeit von Denkströmungen der Managementlehre auf. Trotz der in der Literatur vorliegenden Heterogenität hinsichtlich der verwendeten Methodik und Terminologie sowie der gegenläufigen Ergebnisse lässt sich das Folgende ableiten.

Die betriebswirtschaftliche Theorie erklärt gleichzeitig unternehmenswertsteigernde und unternehmenswertreduzierende (Diversifikationsprämie vs. Konglomeratsabschlag) Effekte von Diversifikation, weshalb eine pauschale Kritik an Diversifikation zunächst abzulehnen ist. Im Licht der Diversifikationstheorie zeigt sich, dass *Related Diversification* der *Unrelated Diversification* vorzuziehen ist. Übertragbare und vielseitig verwendbare Ressourcenbündel und Kompetenzen sind die Voraussetzung für die effiziente Nutzung interner Kapitalmärkte.

Die Integration der Diversifikationstheorie in ein mikroökonomisches Gleichgewichtsmodell belegt die Existenz eines werteffizienten Optimums im Diversifikationsgrad. Dieses verhält sich zeitlich dynamisch und ist von unternehmensspezifischen Faktoren sowie vom institutionellen Umfeld abhängig.

Die empirischen Befunde zum Konglomeratsabschlag weisen grundsätzlich auf die Existenz eines Bewertungsabschlags für diversifizierte Unternehmen hin. Die Höhe und die Existenz des gemessenen Konglomeratsabschlags variiert jedoch mit der untersuchten Zeitperiode, der geografischen Lage, der Branche sowie der Stärke potenzieller *Agency*-Konflikte.

Auch unter den empirischen Untersuchungen zum internen Kapitalmarkt besteht keine Einigkeit über dessen Beitrag zum Unternehmenswert. Zu einem konkludenten Bild trägt erst die Differenzierung anhand der *Corporate Governance* sowie anhand des Marktumfelds bei. Die Empirie zeigt, dass *Agency*-Konflikte die Vorteile interner Kapitalmärkte erodieren, ein rezessives Marktumfeld deren Vorteile indessen betont. Diversifikation stiftet demnach insgesamt im Besonderen den Unternehmen Wert, die (1) über starke *Monitoring*- und Kontrollmechanismen zur Reduktion von *Agency*-

Konflikten verfügen, (2) in zyklischen Branchen operieren und (3) in einem rezessiven Kapitalmarktumfeld einen guten Kapitalzugang aufweisen.

In der jüngeren Literatur wird ein kausaler Zusammenhang zwischen Diversifikation und Unternehmenswert bestritten. Einerseits bestehen grundsätzliche Zweifel an der Vergleichbarkeit konzentrierter und diversifizierter Unternehmen, andererseits werden erhebliche methodische Mängel der Untersuchungen zum Konglomeratsabschlag konstatiert.

Die Erkenntnisbasis zu den Werteffekten von Spin-offs ist – insbesondere im europäischen Wirtschaftsraum – aufgrund der geringen Zahl von Beobachtungen stark eingeschränkt, weshalb es weiterer Forschung bedarf. Die Hinweise zu den Ursprüngen von Werteffekten in der bestehenden Literatur sind zudem eindimensional. Positive Aktienkursreaktionen werden häufig lediglich mit der möglichen Reduktion des Diversifikationsgrads kommentiert, ohne weitere erklärende Faktoren ins Kalkül zu ziehen. Gleichwohl ist die untrennbare Einheit zwischen Spin-off und Diversifikationsniveau die vermutlich wichtigste Erkenntnis der Literaturanalyse: Der Spin-off ist Ausdruck des Strebens nach Konzentration. Es ist seine Erforschung, die Rückschlüsse auf Diversifikation erlaubt, und umgekehrt sind es erst Theorie und Empirie der Diversifikationsforschung, die es ermöglichen, ein ganzheitliches Hypothesenbündel zum Spin-off-Erfolg abzuleiten.

Die nachfolgenden Kapitel widmen sich der eigenen empirischen Untersuchung des Spin-off-Phänomens. Kapitel 5 entwickelt hierfür zunächst das Modell- und Hypothesengerüst.

## **Teil II: Hypothesengeleitete empirische Untersuchung**

---

Kapitel 5: Hypothesen- und Modellentwicklung

Kapitel 6: Untersuchungskonzeption

Kapitel 7: Untersuchungsergebnisse

## **Überblick Kapitel 5**

Das nachstehende Kapitel befasst sich mit der Entwicklung und Operationalisierung von Hypothesen für die empirisch-quantitative Untersuchung der Aktienkursreaktionen von Spin-offs im europäischen Wirtschaftsraum. Grundlage ist die in Kapitel 4 dargestellte Systematisierung der Diversifikationsforschung.

Abschnitt 5.1 beschreibt zunächst das Vorgehen und gibt einen Überblick über den entwickelten Bezugsrahmen. Abschnitt 5.2 befasst sich mit der übergeordneten Hypothesenbildung zu den Ankündigungseffekten von Spin-offs, die darauf aufbauend von Abschnitt 5.3 in den Kontext der Diversifikationsforschung eingeordnet werden. Es werden Hypothesen gebildet, die unmittelbar aus den in Kapitel 4 dargelegten Zusammenhängen ableitbar sind. Abschnitt 5.4 widmet sich schliesslich den moderierenden Einflussfaktoren. Eine Zusammenfassung der gebildeten Hypothesen und der eingeführten Variablen bietet Abschnitt 5.5.

## Kapitel 5

### Hypothesen- und Modellentwicklung

*„Es gibt keine Antworten, bestenfalls ein paar Vermutungen, die einen Versuch wert sein könnten.“*

TOM PETERS (\*1942)

#### 5.1 Systematisierung und Modellübersicht

Die Hypothesen werden auf Basis der theoretischen und empirischen Befunde aus der Diversifikationsforschung abgeleitet. Dabei werden die bislang gewonnenen Erkenntnisse zu einem ganzheitlichen, wertorientierten Bezugsrahmen zur Erklärung potenzieller Ankündigungseffekte des Spin-offs synthetisiert. Die erarbeiteten umfeld- und transaktionsspezifischen Einflussfaktoren sind in zwei Gruppen aufzuteilen, die das Vorgehen leiten:<sup>702</sup>

*Gruppe 1: Aus der Diversifikationsforschung ableitbare Erfolgsfaktoren*

*Gruppe 2: Moderierende Erfolgsfaktoren, die als Moderator- und Kontrollvariablen berücksichtigt werden.*

<sup>702</sup>

Ein ähnliches Vorgehen im Bereich der M&A-Forschung wählt auch LENHARD (2009), S. 101 ff. BÜHNER (2004), S. 93 ff., ordnet Aktienkursreaktionen von Desinvestitionsankündigungen einer veränderten externen und internen Ressourcenallokation sowie einer Vermögensverlagerung zwischen den Kapitalgebergruppen zu. Sofern es sinnvoll erscheint, werden diese Aspekte im Rahmen der Erfolgsfaktoren berücksichtigt.

Abbildung 29 gibt einen Überblick zur gewählten Systematisierung:

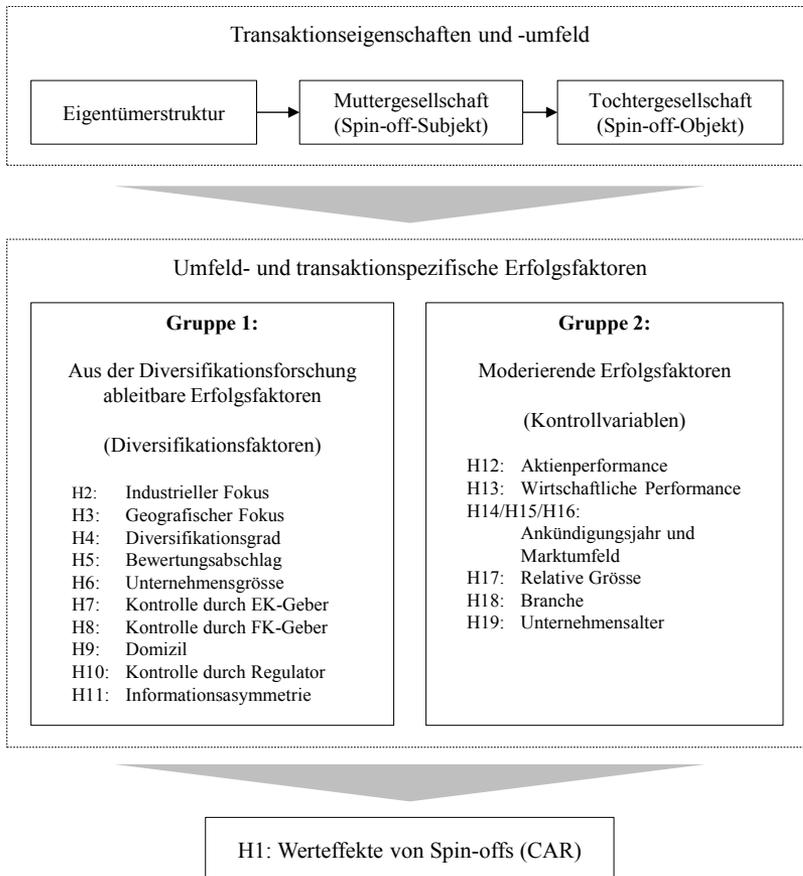


Abbildung 29: Systematisierung der Spin-off-Erfolgsfaktoren (Quelle: Eigene Darstellung)

## 5.2 Werteffekte von Spin-off-Ankündigungen

Die auf den Spin-off übertragbare Diversifikationsforschung basiert zwar teilweise auf unterschiedlichen Prämissen, dennoch lässt sich insgesamt ein positiver Werteffekt von Spin-off-Ankündigungen prognostizieren. Darüber besteht sowohl in der akade-

mischen als auch in der anwendungsorientierten Literatur breiter Konsens.<sup>703</sup> Es ergibt sich die folgende Hypothese:

**Hypothese 1:** *Die abnormalen Aktienkursreaktionen auf die Ankündigung von Spin-offs sind im Durchschnitt signifikant positiv.*

Die Hypothese ist konsistent mit den Ergebnissen von KIRCHMAIER (2003), VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), BÜHNER (2004), RÜDISÜLI (2005) sowie SUDARSANAM/QIAN (2007), die alle von signifikant positiven Aktienkursreaktionen auf Spin-off-Ankündigungen in Europa berichten.<sup>704</sup> Vor dem Hintergrund der in Kapitel 4 erarbeiteten Diversifikationsforschung lässt sich dies auf die potenzielle Reduktion von leistungs- und finanzwirtschaftlichem Dyssynergien zurückführen, die sowohl auf effizienzorientierten Erklärungsansätzen als auf der Prinzipal-Agenten-Theorie basieren.<sup>705</sup>

Die Untersuchung der ersten Hypothese dient gleichzeitig der Beantwortung der Frage nach der Kursrelevanz (*Value Relevance*) von Spin-off-Ankündigungen. Sofern Letztere von den Kapitalmarktteilnehmern als eine bewertungsrelevante Information eingestuft wird, sind abnormale Aktienkursreaktionen zu erwarten.<sup>706</sup>

Methodisch wird der Shareholder-Value-Erfolg von Spin-offs über den Ansatz der Ereignisstudie operationalisiert.<sup>707</sup> Dabei werden sowohl Höhe, Richtung als auch Geschwindigkeit der durch die Spin-off-Ankündigung induzierten, abnormalen Aktienkursreaktionen gemessen.<sup>708</sup> Die Informationen zu den durchgeführten Spin-offs werden der Datenbank BLOOMBERG entnommen. Dort, wo es notwendig erscheint, werden die Daten mithilfe der Datenbanken LEXISNEXIS und FACTIVA überprüft. Für die Aktien- bzw. Indexentwicklungen wird auf THOMSONREUTERS zurückgegriffen.

---

<sup>703</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1112 und die dort angeführte Literatur.

<sup>704</sup> Vgl. die Arbeiten von KIRCHMAIER (2003), VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), BÜHNER (2004), RÜDISÜLI (2005) sowie SUDARSANAM/QIAN (2007).

<sup>705</sup> Eine ausführliche Darstellung der theoretischen Erklärungsansätze zu den Werteffekten von Spin-offs im Kontext der Diversifikationsforschung bietet Abschnitt 4.2.

<sup>706</sup> Voraussetzung ist die Gültigkeit der halbstrengen oder strengen Form der Informationseffizienz nach FAMA (1970), S. 388 ff. Vgl. auch Abschnitt 3.1.2.

<sup>707</sup> Vgl. Kapitel 6.

<sup>708</sup> Vgl. BOWMAN (1983), S. 562.

### 5.3 Ableitung und Operationalisierung der Erfolgsfaktoren unter Bezugnahme auf die Diversifikationsforschung

#### 5.3.1 Industrieller Fokus

Dass *Unrelated Diversification* nur in seltenen Fällen zu Erfolg führt, wird heute kaum noch bestritten; theoretisch wird sie vom *Resource-based View* und der Transaktionskostentheorie gestützt.<sup>709</sup> Die Übertragung und Verwendung spezifischer Ressourcenbündel in verschiedenen Geschäftsbereichen ist offenbar nur adäquat umsetzbar, wenn die Geschäftsfelder einen hohen *Verwandtschaftsgrad* aufweisen.<sup>710</sup>

Der Forderung nach Ähnlichkeit nähert sich die Praxis über das Kriterium der Branchenzugehörigkeit. So ist die *Konzentration auf Kerngeschäfte*<sup>711</sup> zum häufigsten Motiv im Rahmen der Ankündigung von Spin-offs avanciert.<sup>712</sup> Dies, obschon der betriebswirtschaftliche Wissensstand mittlerweile vorangeschritten ist und insbesondere der jüngere *Resource-based View* nicht ausschliesslich auf die Ähnlichkeit von Branchen, sondern vielmehr auf die Nutzbarkeit von Ressourcen, Fähigkeiten und Kompetenzen abstellt.<sup>713</sup> WAN (2011) postuliert: „*From the perspective of Resource-based Theory, diversification research posits that related diversification can lead to superior firm performance, compared to that of a focused strategy.*“<sup>714</sup> Insgesamt verspricht die Verengung des industriellen Fokus demnach erleichterte Führbarkeit und Effizienzgewinne.<sup>715</sup>

Zugleich prognostiziert auch die Prinzipal-Agenten-Theorie Wertsteigerung durch industriellen Fokus. Die Verkleinerung interner Kapitalmärkte reduziert die mit ihr verbundenen Fehlallokationsprobleme.<sup>716</sup> PETER MCKELVEY stellt fest: „*What you're seeing is increasingly companies focusing on their knitting and what they're good at*

<sup>709</sup> Vgl. Abschnitt 4.1.2. Vertreter dieser Argumentation sind u. a. WERNERFELT (1984); BARNEY (1986); MONTGOMERY/WERNERFELT (1988).

<sup>710</sup> Vgl. TEECE (1982), S. 39 ff.

<sup>711</sup> In der englischsprachigen Literatur findet sich der Begriff des *Corporate (Re-)Focusing*. Vgl. WESTON/MITCHELL/MULHERIN (2004), S. 314 ff.; HAUER (2008), S. 167; DEPAMPHILIS (2012), S. 605.

<sup>712</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1114.

<sup>713</sup> Ausführlich hierzu vgl. Abschnitt 4.1.2.

<sup>714</sup> Vgl. WAN (2011), S. 4.

<sup>715</sup> RÜDISÜLI (2005), S. 99, führt als einen Vorteil industrieller Fokussierung auch eine steigende unternehmerische Flexibilität ins Feld.

<sup>716</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.3.2.

[...] *Investors have clearly shown unrelated businesses are better off separated. What sounds theoretically interesting together ... doesn't live up to the hype.*<sup>717</sup>

Die voranstehenden Erwägungen gestatten die Formulierung der folgenden Hypothese:

**Hypothese 2:** *Spin-offs von nicht mit dem Kerngeschäft verbundenen Geschäftsbereichen, die zu einer Verengung des industriellen Fokus der Muttergesellschaft führen, beeinflussen die abnormalen Aktienkursreaktionen signifikant positiv.*

Gestützt wird diese Vermutung durch die empirischen Befunde von MARKIDES (1992), DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997), KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999), DESAI/JAIN (1999), VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), RUSTIGE/GROTE (2009) sowie VELD/VELD-MERKOULOVA (2009).<sup>718</sup>

Zur Operationalisierung des industriellen Fokus werden in der Literatur verschiedene Vorgehensvarianten vorgeschlagen. HITE/OWERS (1983) und JOHNSON/KLEIN/ THIBODEAUX (1996) empfehlen, als Indikator die vom Unternehmen *veröffentlichte Zielsetzung* des Spin-offs als Massstab zu verwenden.<sup>719</sup> Begründet durch die hohe Subjektivität dieses Ansatzes greift die Forschung – beginnend mit der Studie von DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997) – auf objektivere Messgrößen zurück.<sup>720</sup> Industrielle Fokussierung wird dann unterstellt, wenn das Spin-off-Objekt in einem anderen Wirtschaftszweig operiert als das Spin-off-Subjekt.<sup>721</sup> Zur Messung wird häufig das US-amerikanische „1987 STANDARD INDUSTRIAL CLASSIFICATION“-System (*SIC-System*) herangezogen.<sup>722</sup> *SIC-Codes* sind 4-stellige Kennzahlen für Unternehmen, die

<sup>717</sup> Vgl. KRANTZ (2005).

<sup>718</sup> Vgl. DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997); KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999); DESAI/JAIN (1999); VELD/VELD-MERKOULOVA (2004); RUSTIGE/GROTE (2009); VELD/VELD-MERKOULOVA (2009).

<sup>719</sup> Einen noch subjektiveren Ansatz zur Messung von Diversifikation schlägt RUMELT (1974) vor; vgl. Abschnitt 2.2.2.2.

<sup>720</sup> Vgl. DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997).

<sup>721</sup> Zur Verwendung von *SIC-Codes* in der Diversifikationsforschung vgl. MARKIDES/WILLIAMSON (1996), S. 343; SILVERMAN (1999), S. 1110.

<sup>722</sup> Das *SIC-System* ist mittlerweile vom NORTH AMERICAN INDUSTRY CLASSIFICATION SYSTEM (NAICS) abgelöst worden. Da das *SIC-System* bei den meisten Datenbankanbietern jedoch nach wie vor weit verbreitet ist und auch in Untersuchungen ausserhalb der USA Anwendung findet, werden im Rahmen der vorliegenden Arbeit ebenfalls *SIC-Codes* verwendet.

vom US-amerikanischen *Department of Labor* zugewiesen werden.<sup>723</sup> Sie dienen der eindeutigen Identifikation der Branchenzugehörigkeit eines Unternehmens. Als Unterscheidungsmerkmal des Wirtschaftszweiges (*Major Group*) wird auf die ersten beiden Ziffern (*2-digits*) abgestellt.

Auch im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird die Veränderung des industriellen Fokus – analog zur Vorgehensweise von HALEBLIAN/FINKELSTEIN (1999), ECKBO/THORBURN (2000), VELD/VELD-MERKOULOVA (2004) und BARTSCH/BÖRNER (2007) – ebenfalls mittels der *SIC-Code*-Klassifizierung operationalisiert.<sup>724</sup> Die Aussagekraft von *SIC-Code*-basierten Untersuchungen wird bereits von MONTGOMERY (1982) bestätigt.<sup>725</sup> Sind die ersten beiden Ziffern der *SIC-Codes* von Mutterkonzern und abge-spaltener Tochtergesellschaft verschieden, wird der Variablen INDFOKUS der Wert {1} zugeordnet, andernfalls der Wert {0}. Die Informationen zu den *SIC-Codes* werden der Datenbank THOMSON REUTERS entnommen. Wo es aufgrund von fehlenden oder offensichtlich falschen Daten notwendig ist, wird die Zuordnung anhand der Datenbanken ORBIS und COMPUSTAT vervollständigt oder korrigiert. Zum Zweck der univariaten Analyse des Erfolgsfaktors sind zwei Teilstichproben anhand der binären Ausprägungen {0,1} zu bilden.

### 5.3.2 Geografischer Fokus

Die Abspaltung eines im Ausland domizilierten Geschäftsbereichs kann den geografischen Fokussierungsgrad des Mutterkonzerns erhöhen. Analog zur Diskussion um den industriellen Fokus, stellt sich die Frage, ob eine durch den Spin-off induzierte Verengung des geografischen Fokus einen Einfluss auf die Aktienkursreaktion hat. Insgesamt fällt auch bei der Untersuchung des geografischen Fokus dem *Resource-based View* eine bedeutende Rolle zu. Das auf den ressourcentheoretischen Überlegungen basierende Kriterium des *Verwandtschaftsgrads der Geschäftsfelder*<sup>726</sup> steckt den

<sup>723</sup> In der Literatur werden auch eine Reduktion des HERFINDAHL-INDEX oder eine Reduktion der Anzahl von Berichtssegmenten als Messansätze für die Fokussierung vorgestellt. Vgl. DESAI/JAIN (1999). Der HERFINDAHL-Index (auch HERFINDAHL-HIRSCHMAN-Index) ist die in den Wirtschaftswissenschaften am häufigsten verwendete Kennzahl zur Konzentrationsmessung. Er wird neben seiner Verwendung zur Bestimmung von Marktkonzentrationen auch als Kennzahl für den Diversifikationsgrad von Unternehmen herangezogen. Zur Berechnung vgl. BLEYMÜLLER/GEHLERT/GÜLICHER (2002), S. 192.

<sup>724</sup> Vgl. HALEBLIAN/FINKELSTEIN (1999); ECKBO/THORBURN (2000); VELD/VELD-MERKOULOVA (2004); BARTSCH/BÖRNER (2007).

<sup>725</sup> Vgl. MONTGOMERY (1982).

<sup>726</sup> Vgl. Abschnitt 2.2.2.2.

Rahmen geografischer Diversifikation ab: Nur dort, wo spezifische Ressourcenbündel bzw. Kompetenzen übertragen werden können, ist geografische Expansion wirtschaftlich sinnvoll.

In der Literatur finden sich – ähnlich wie in der Diversifikationsforschung – gegenläufige Erklärungsmuster, die sich mit dem Verhältnis von Unternehmenswert und geografischem Fokus beschäftigen.<sup>727</sup> Dabei werden die Vorteile geografischer Diversifikation in leistungs- und finanzwirtschaftlichen Synergiepotenzialen gesehen. In der Literatur werden besonders die in der Produktion erzielbaren *Economies of Scale* betont.<sup>728</sup> Die Abspaltung ausländischer Tochtergesellschaften kann diese entsprechend erodieren oder Wettbewerbsvorteile gegenüber Konkurrenten mindern.

Demgegenüber kann geografische Diversifikation auch leistungs- und finanzwirtschaftliche Dyssynergien bedingen. Geografische Fokussierung kann diesen entgegenwirken, indem *Agency*-Kosten durch effizientere Koordination und *Monitoring* reduziert oder ineffiziente Quersubventionierungen unrentabler Geschäftsbereiche beendet werden.

Bereits PENROSE (1959) und SHRIVASTAVA (1986) weisen darauf hin, dass mit zunehmender Diversifikation in geografisch entfernte Märkte erhebliche Effizienzverluste auftreten.<sup>729</sup> BUCKLEY/CASSON (1976) sehen auch in sprachlichen Barrieren die Ursache für das Scheitern internationaler Unternehmenszusammenschlüsse.<sup>730</sup> LENHARD (2009) schliesslich deutet demgegenüber auf die zunehmende Komplexität der Managementaufgabe hin.<sup>731</sup> Manager geografisch diversifizierter Unternehmen müssen transnationale Implikationen des Geschäfts mit ins Kalkül ziehen, was zu Fehlentscheidungen führen kann. Insgesamt ist die folgende Hypothese ableitbar.<sup>732</sup>

**Hypothese 3:** *Spin-offs, die zu einer Verengung des geografischen Fokus der Muttergesellschaft führen, beeinflussen die abnormalen Aktienkursreaktionen signifikant positiv.*

---

<sup>727</sup> Einen Überblick bieten zum Beispiel BODNAR/TANG/WEINTROP (2000) sowie DENIS/DENIS/YOST (2000).

<sup>728</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1115.

<sup>729</sup> Vgl. PENROSE (1959); SHRIVASTAVA (1986). Auch zitiert bei LENHARD (2009), S. 104.

<sup>730</sup> Vgl. BUCKLEY/CASSON (1976).

<sup>731</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 104.

<sup>732</sup> Vgl. RÜDISÜLI (2005), S. 100 f.

Die Hypothese geht konform mit den empirischen Befunden von MONTGOMERY/WERNERFELT (1988); ECKBO/THORNBURN (2000), PARK ET AL. (2002). Demgegenüber lehnen RÜDISÜLI (2005) und LENHARD (2009) diese Hypothese ab.

Die Frage, ob ein Spin-off zu einer Verengung des geografischen Fokus des Mutterkonzerns führt oder nicht, wird auf Basis des in der BLOOMBERG-Datenbank angegebenen Hauptsitzes der Gesellschaften operationalisiert. Ist das Spin-off-Objekt in einem anderen Land domiziliert als die absplattende Muttergesellschaft, so wird der Spin-off als geografisch fokussierend eingestuft und die Variable GEO\_FOKUS mit dem Wert {1} kodiert, andernfalls mit dem Wert {0}. Im Rahmen der univariaten Analyse werden anhand der binären Merkmalsausprägungen {0,1} Teilstichproben gebildet.

### 5.3.3 Diversifikationsgrad

Die voranstehenden Hypothesen greifen die Frage auf, ob eine durch den Spin-off induzierte Veränderung des industriellen und geografischen Fokus des Mutterkonzerns einen positiven Einfluss auf die Aktienkursreaktionen hat. Dabei wird jedoch noch nicht analysiert, ob auch das Diversifikationsniveau des Mutterkonzerns eine Erfolgsgröße darstellt. Die systematische Analyse der Diversifikationstheorie hat allerdings gezeigt, dass ein Gleichgewichtszustand wertoptimaler Diversifikation existiert.<sup>733</sup> Demnach tritt wertrelevantes leistungs- und finanzwirtschaftliches Dyssynergiepotenzial erst dann auf, wenn sich die Unternehmung in einem Zustand der Überdiversifikation befindet.<sup>734</sup> Da der negative Einfluss von Dysnergien mit abnehmendem Diversifikationsgrad sinkt, wird ceteris paribus auch das Wertsteigerungspotenzial von Spin-offs reduziert, wenn der Diversifikationsgrad des Mutterkonzerns ein tiefes Niveau aufweist.

Um dem aus der Theorie entwickelten Gleichgewichtsmodell wertoptimaler Diversifikation Rechnung zu tragen, soll die folgende Hypothese überprüft werden:

---

<sup>733</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.4.

<sup>734</sup> Vgl. MARKIDES (1992), S. 400; MARKIDES (1995), S. 102 ff.

**Hypothese 4:** *Unternehmensabsplaltungen, die von Konzernen mit konglomerater Unternehmensstruktur angekündigt werden, beeinflussen die abnormalen Aktienkursreaktionen signifikant positiv.*

Empirische Befunde zu dieser Hypothese sind nicht bekannt. Zwar wird der Effekt von Transaktionsentscheidungen auf den Diversifikationsgrad regelmässig als wertbeeinflussende Variable einbezogen (Hypothese 2), der Grad der Diversifikation selbst wird jedoch nur unzureichend berücksichtigt.

Zur Operationalisierung des Diversifikationsgrads wird auf die ersten zwei Ziffern des *SIC-Codes* zurückgegriffen. Als Konglomerate werden Unternehmen klassifiziert, die in drei oder mehr Industrien mit unterschiedlichen *2-digit-SIC-Codes* operieren.<sup>735</sup> Der gebildeten Variablen *KONGL\_SIC* wird im Fall der Spin-off-Ankündigung durch ein Konglomerat dann der Wert {1} zugeordnet, andernfalls der Wert {0}. Zum Zweck der univariaten Analyse wird die Stichprobe anhand der binären Merkmalsausprägung {0,1} in zwei Teilgruppen aufgeteilt.

Aufgrund der in Teilen der Literatur geäusserten Kritik an der Verwendung von *SIC-Codes*<sup>736</sup> wird komplementär auch eine metrisch skalierte Variable *KONGL\_ENTROP* auf Basis des von JACQUEMIN/BERRY (1979) entwickelten Entropiemassstabs der „Totalen Diversifikation“ eingeführt.<sup>737</sup> Das Entropiemass für den Diversifikationsgrad ergibt sich als gewichteter Durchschnitt der Umsatzanteile der Geschäftsbereiche am Gesamtumsatz. Jeder Geschäftsbereich wird mit der logarithmierten Inverse seines Umsatzanteils gewichtet. Damit wird sowohl die Anzahl Geschäftsbereiche als auch deren relative Bedeutung berücksichtigt:

$$DT = \sum_{i=1}^N p_i \ln \left( \frac{1}{p_i} \right) \quad (5.1)$$

<sup>735</sup> Diese Definition wird auch von MILANO/TREADWELL/HOPSON (2011), S. 70 gewählt. KHORANA ET AL. (2011), S. 92 betrachten Unternehmen demgegenüber bereits dann als Konglomerat, wenn sie zwei unterschiedliche *2-digit-SIC-Codes* aufweisen.

<sup>736</sup> Bedenken werden insbesondere gegenüber dem kategorialen Ordnungssystem der *SIC-Codes* geäussert. Einen Überblick über die Kritik geben MARKIDES/WILLIAMSON (1996), S. 343 und SILVERMAN (1999), S. 1110 f.

<sup>737</sup> Als wichtiger Vertreter des Entropiemassstabs wird im Schrifttum häufig auch PALEPU (1985) genannt. Vgl. zum Beispiel BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 16.

mit

*DT:* Totale Diversifikation

*N:* Anzahl der Geschäftsbereiche

*p<sub>i</sub>:* Umsatzanteil Geschäftsbereich *i* am Gesamtumsatz

Die Daten zu den Konzernsegmenten und deren jeweiligem Umsatzanteil werden THOMSON REUTERS entnommen. Wo keine Informationen vorhanden sind, wird der zur Spin-off-Ankündigung jeweils aktuelle Unternehmensbericht zugrunde gelegt. Wenn auch dem keine verlässlichen Informationen zu entnehmen sind oder die Daten offenkundig keine adäquate Qualität aufweisen, wird das jeweilige Stichprobenelement aus der Untersuchung exkludiert.

### 5.3.4 Bewertungsabschlag

Die Literaturanalyse zeigt, dass sich die Forschung – beginnend mit den Arbeiten von LANG/STULZ (1994) und BERGER/OFEK (1995) – intensiv mit dem Phänomen des Konglomeratsabschlags beschäftigt.<sup>738</sup> Trotz der in der jüngeren Literatur aufgeworfenen Bedenken zur Adäquanz der bislang publizierten Ergebnisse ist in der Unternehmens- und Wirtschaftspraxis nach wie vor die Meinung verbreitet, dass ein Wertabschlag auf das Eigenkapital von Konglomeraten existiert.<sup>739</sup> MILANO/TREADWELL/HOPSON (2011) konstatieren hierzu: „*The conglomerate discount arises from the sum-of-parts valuation, and it is the reason why many conglomerates Spin-off or divest subsidiary holdings. Investors often point to the conglomerate discount as a market inefficiency and view the discount as a way to buy undervalued stocks.*“<sup>740</sup> Die Durchführung eines Spin-offs kann demnach zur Auflösung einer Unterbewertungssituation beitragen. Es lässt sich die folgende Hypothese ableiten:

**Hypothese 5:** *Spin-offs, die von Konzernen angekündigt werden, welche an den Kapitalmärkten mit einem Bewertungsabschlag gehandelt werden, beeinflussen die abnormalen Aktienkursreaktionen signifikant positiv.*

<sup>738</sup> Vgl. LANG/STULZ (1994); BERGER/OFEK (1995). Ausführlich hierzu vgl. Abschnitt 4.3.2.

<sup>739</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2009), S. 410.

<sup>740</sup> MILANO/TREADWELL/HOPSON (2011), S. 69.

Bislang liegen keine bekannten empirischen Ergebnisse zu dieser Hypothese vor. Als *Proxy-Variable* für den Bewertungsabschlag wird das TOBIN'S Q<sup>741</sup> herangezogen. Ist dessen Wert kleiner eins, bedeutet dies, dass das Unternehmen am Kapitalmarkt günstiger gehandelt wird, als es die Summe seiner buchhalterisch erfassten Vermögenswerte vermuten lässt. Liegt der Wert des TOBIN'S Q indessen über eins, so ist der Marktwert des Eigenkapitals höher als dessen Buchwert. Damit eignet sich das TOBIN'S Q als Approximation für einen möglichen Bewertungsabschlag.

Die Variable  $TOBINSQ < 1$  wird mit dem Wert {1} kodiert, wenn das Marktwert-Buchwert-Verhältnis unter eins liegt, andernfalls mit dem Wert {0}. Die erforderlichen Daten zur Marktkapitalisierung (*Market Capitalization*) und zum Buchwert des Eigenkapitals (*Total Equity*) werden der Datenbank von THOMSON REUTERS entnommen.

### 5.3.5 Unternehmensgrösse

Mit einem steigenden Diversifikationsgrad geht typischerweise auch eine zunehmende Unternehmensgrösse einher.<sup>742</sup> Die in der Diversifikationsforschung angeführten positiven und negativen Effekte von Diversifikation bzw. Konzentration gelten dabei weitestgehend auch für die Betrachtung der Unternehmensgrösse. So werden etwa sinkende Kapitalkosten und steigende Marktmacht auf die zunehmende Unternehmensgrösse zurückgeführt. LINTNER (1971) argumentiert: „*Borrowing costs decline with size of firm, other things equal, even in idealized markets under uncertainty where information itself is an economic good – because of 'lot size' scale economies in credit investigations and security issue costs as well as 'marketability'*“.<sup>743</sup> Demgegenüber gibt es auch Nachteile einer steigenden Unternehmensgrösse. So ist das Vorliegen von *Agency-Konflikten* umso wahrscheinlicher, je grösser das Unternehmen ist.

Der *Resource-based View* legt im Rahmen der *Excess Capacity* den theoretischen Grundstock für die Hypothesenbildung.<sup>744</sup> Synergien sind ihm zufolge dann realisierbar, wenn die Überschusskapazitäten an spezifischen, strategisch wertvollen Ressour-

<sup>741</sup> Vgl. TOBIN (1996), S. 15 ff. Als Synonym wird das Marktwert-Buchwert-Verhältnis verwendet, wenn gleich es sich im eigentlichen Sinn um das Marktwert-Reproduktionswert-Verhältnis handelt. Zur Verwendung des TOBIN'S Q in der Diversifikationsforschung vgl. Abschnitt 4.3.2.

<sup>742</sup> Vgl. FICHTNER (2008), S. 27; MILANO/TREADWELL/HOPSON (2011), S. 72 ff.

<sup>743</sup> LINTNER (1971), S. 107.

<sup>744</sup> Vgl. Abschnitt 4.1.2.

cen genutzt werden können bzw. ausgelastet sind. Je grösser der Mutterkonzern ist, umso realistischer ist die Annahme, dass ein Potenzial an ungenutzten Ressourcen existiert, das durch die Reduktion der Unternehmensgrösse im Rahmen von Spin-offs abgebaut werden kann.<sup>745</sup> Auf Basis dieser Überlegungen lässt sich keine eindeutige Vorhersage ableiten. Entsprechend wird die folgende Hypothese formuliert:

**Hypothese 6:** *Die Unternehmensgrösse des Mutterkonzerns hat einen signifikanten Einfluss auf die Höhe der abnormalen Aktienkursreaktionen von Spin-off-Ankündigungen.*

Empirisch wird der Einfluss der Unternehmensgrösse vor allem in Arbeiten zum M&A-Erfolg untersucht.<sup>746</sup> Sowohl die Studien von HAWAWINI/SWARY (1990), ZOLLO/LESHCHINSKII (2000) als auch die von MÖLLER/SCHLINGEMANN/STULZ (2003) kommen zu dem Ergebnis, dass M&A-Transaktionen dann mit positiven Aktienkursreaktionen verknüpft sind, wenn das Käuferunternehmen klein ist.<sup>747</sup>

Operationalisiert wird die Unternehmensgrösse der Muttergesellschaft mittels der in THOMSON REUTERS abrufbaren Daten zum Umsatz, der Marktkapitalisierung sowie der Bilanzsumme (*Total Assets*). Dabei werden stets die zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung aktuellsten Werte verwendet. Als Variablen werden UMSATZ\_USD, MARKTKAPITAL\_USD und BILANZSUMME\_USD eingeführt.

### 5.3.6 Kontrolle durch die Eigenkapitalgeber

Zahlreiche Arbeiten unterstützen die These vom Vorliegen signifikanter *Agency*-Konflikte in diversifizierten Konzernen.<sup>748</sup> Entsprechend ist auch die Wirkung von *Agency*-reduzierenden Kontrollmechanismen auf den Spin-off-Erfolg zu analysieren.

Insbesondere die Anteils- und Aktionärsstruktur einer Aktiengesellschaft hat einen erheblichen Einfluss auf die Kontrolleffizienz.<sup>749</sup> Denn die Vertretung der Aktionärsin-

<sup>745</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 108 f.

<sup>746</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden LENHARD (2009), S. 111.

<sup>747</sup> Vgl. HAWAWINI/SWARY (1990); ZOLLO/LESHCHINSKII (2000); MÖLLER/SCHLINGEMANN/STULZ (2003).

<sup>748</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.3.2.

<sup>749</sup> Vgl. LÖFFLER (2001), S. 29 f. und S. 37.

teressen einer im Streubesitz befindlichen Aktiengesellschaft ist regelmässig nur sehr beschränkt.<sup>750</sup> Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch der anhaltende Trend zur Delegation privater Ersparnisse an professionelle Kapitalanleger; institutionelle Investoren sollen effizientere Kontrolle und eine Reduktion der *Agency*-Kosten des Eigenkapitals ermöglichen.<sup>751</sup>

BARTSCH/BÖRNER (2007) konstatieren: „Da Monitoring-Aktivitäten Charakteristika eines öffentlichen Gutes aufweisen, kann gefolgert werden, dass die Kontrollaktivitäten der Aktionäre in einem mehrheitlich im Streubesitz befindlichen Unternehmen aufgrund fehlender Anreize geringer als in einer First Best-Lösung sind. Weiterhin lässt sich argumentieren, dass der Kontrollanreiz mit zunehmender Konzentration der Aktionärsstruktur steigt, da das aus der nicht-exklusiven Nutzenentfaltung der Kontrollaktivitäten entstehende Trittbrettfahrerproblem abnimmt.“<sup>752</sup> Institutionelle Investoren besitzen demnach einen grösseren Anreiz, sich „intensiver mit den Unternehmen auseinanderzusetzen als Kleinanleger, für die die Kosten einer Informationsbeschaffung den möglichen Nutzen übersteigen“<sup>753</sup>. Die Konzentration der Eigenkapitalanteile in den Händen weniger Anteilseigner im Vergleich zu einem anonymen Streubesitz erleichtert die Wahrung der Eigentümerinteressen.<sup>754</sup> Ein hohes Niveau an Eigentümerkontrolle ist demnach ein wichtiges Kriterium für *Shareholder*-orientiertes Handeln des Managements.<sup>755</sup> Empirisch bestätigen MADURA/NIXON (2002) einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Einfluss institutioneller Investoren und der langfristigen Wertentwicklung von Unternehmen. Auch FOSBERG/ROSENBERG (2003) können nachweisen, dass Unternehmen mit konzentrierter Eigentümerstruktur geringere *Agency*-Kosten aufweisen.<sup>756</sup> Dies wiederum kann bedeuten, dass Aktionäre positiver auf Spin-offs reagieren, die von Unternehmen bekanntgegeben werden, deren Stimmrechte konzentriert bei wenigen Anteilseignern liegen.

---

<sup>750</sup> WENGER (1987), S. 230; SHLEIFER/VISHNY (1988), S. 8 ff.; GRAML (1996), S. 224.

<sup>751</sup> Vgl. Abschnitt 3.1.3; STEIGER (1998), S. 2.

<sup>752</sup> BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 12.

<sup>753</sup> Vgl. FECHTEL (2001), S. 40. Gemäss HUDDART (1993), S. 1407, wählt ein Alleineigentümer die Kontrollintensität so, dass die Grenzkosten des Monitorings seinen Grenzprodukt entsprechen.

<sup>754</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 223.

<sup>755</sup> In der Literatur findet sich auch die Auffassung, dass Stimmrechtskonzentration nicht automatisch eine wertsteigernde Wirkung von M&A-Transaktionen garantiert. DEMSETZ (1983) konstatiert gar, dass die Anzahl von Eigentümern keinerlei Implikationen für den Unternehmenswert aufweist. Vgl. DEMSETZ (1983), S. 386. Auch DEMSETZ/LEHN (1985) können keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Eigentumskonzentration und der Eigenkapitalrentabilität feststellen. Vgl. DEMSETZ/LEHN (1985), S. 1174.

<sup>756</sup> Vgl. FOSBERG/ROSENBERG (2003).

Tiefe *Agency*-Kosten schon vor der Spin-off-Ankündigung bedeuten aber auch, dass die Durchführung eines Spin-offs nur geringen Nutzen stiften kann, ceteris paribus keine positiven Kursreaktionen zu erwarten sind, wenn die Kontrolle der Aktionäre hoch ist.

Während ANNEMA/FALLON/GOEDHART (2001), und BARTSCH/BÖRNER (2007) empirisch nachweisen, dass eine höhere Kontrolleffizienz der Eigenkapitalgeber mit höheren Ankündigungseffekten verbunden ist, finden ELSASS/LÖFFLER (2001) sowie OSTROWSKI (2007) gegenteilige Resultate.<sup>757</sup> Aufgrund der konträren Argumentationsmuster wird Hypothese 7 neutral formuliert:

*Hypothese 7: Die Effizienz der Kontrolle des Mutterkonzerns durch die Anteilseigner hat einen signifikanten Einfluss auf die abnormalen Aktienkursreaktionen bei Spin-off-Ankündigungen.*

Die Variablen für die Kontrolleffizienz der Eigentümer werden auf Basis der historischen Informationen der Datenbank THOMSON REUTERS erhoben. Sofern dort keine Informationen verfügbar sind, wird zur Datenerhebung auf die ORBIS-Datenbank zurückgegriffen. Dabei werden stets die zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung aktuellen Daten verwendet.

Um die Stimmrechtskonzentration der Muttergesellschaft zu ermitteln, wird zunächst deren Inhaberstruktur erhoben. Die Proxy-Variable STIMM\_KONZ\_% bestimmt sich dann aus dem prozentualen Anteil der von den grössten zehn Investoren (Top 10) gehaltenen Anteile an der Gesamtheit aller ausstehenden Stimmrechte.

Zugleich wird als Approximation für die Unabhängigkeit der Muttergesellschaft auch das Vorhandensein von Grossaktionären untersucht. Als Grossaktionäre werden Anteilseigner verstanden, die eine direkte oder indirekte Stimmrechtsbeteiligung von gesamthaft mindestens 20 % an der Muttergesellschaft halten.<sup>758</sup> Der Variablen GROSSAKT\_20% wird der Wert {1} zugewiesen, wenn ein solcher Grossaktionär existiert,

---

<sup>757</sup> Vgl. ALLEN/McCONNELL (1998), S. 163 ff.; ANNEMA/FALLON/GOEDHART (2001), S. 6 ff.; ELSASS/LÖFFLER (2001), S. 21 f.; OSTROWSKI (2007), S. 229; BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 26.

<sup>758</sup> Ab einer Stimmrechtsbeteiligung von 20 % kann von einem massgeblichen Einfluss ausgegangen werden. Vgl. IASB (2011). Ein ähnliches Vorgehen findet sich bei LÖFFLER (2001), S. 93, und OSTROWSKI (2007), S. 189.

andernfalls der Wert  $\{0\}$ . Im Rahmen der univariaten Analyse werden Teilstichproben anhand der Merkmalsausprägung  $\{0,1\}$  gebildet.

### 5.3.7 Kontrolle durch die Fremdkapitalgeber

Die von JENSEN (1986) elaborierte *Free Cashflow Hypothesis* unterstellt, dass Manager überschüssige Mittel bevorzugt einbehalten, um den eigenen, diskretionären Handlungsspielraum zu erweitern.<sup>759</sup> JENSEN (1986) sieht darin die Gefahr begründet, dass der *Free Cashflow* Projekten mit negativem Kapitalwert zugeführt und der Unternehmenswert entsprechend nachteilig beeinflusst wird.<sup>760</sup>

Um das Management zur Auszahlung der überschüssigen Liquidität zu bewegen, ist der Einsatz von Fremdkapital zielführend.<sup>761</sup> Die festen Zahlungsverpflichtungen, die der Einsatz von Fremdkapital in Form von Zinsen und Tilgungsraten mit sich bringt, haben gemäss der von JENSEN (1988) entwickelten *Control Hypothesis* eine disziplinierende Wirkung auf das Management.<sup>762</sup> Demnach vermindert das verzinsliche Fremdkapital den *Free Cashflow*, der dem Management zur diskretionären Verwendung zur Verfügung steht.

Durch den Fremdkapitaleinsatz ergibt sich auch eine verstärkte Kontrolle und Disziplinierung des Managements.<sup>763</sup> Um ihr Ausfallrisiko zu reduzieren, lassen sich die Gläubiger zunehmend mittels vertraglicher Nebenabreden in Kreditverträgen (*Covenants*)<sup>764</sup> Kontroll- und Entscheidungsrechte einräumen, um eine Unternehmenskrise frühzeitig erkennen und entsprechende Massnahmen ergreifen zu können.<sup>765</sup> SERVATIUS (2008) konstatiert: „Die Überwachung der Unternehmensführung durch die Gläubiger und ihre Beteiligung an den unternehmerischen Entscheidungen (*externe*

---

<sup>759</sup> Vgl. hierzu ausführlich Abschnitt 4.2.3.2.

<sup>760</sup> Vgl. JENSEN (1986), S. 323.

<sup>761</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden GEIDNER (2006), S. 123 und die dort angeführte Literatur.

<sup>762</sup> Vgl. JENSEN (1988), S. 29 f.

<sup>763</sup> Vgl. GEIDNER (2009), S. 123.

<sup>764</sup> Für eine ausführliche Zusammenfassung zur Funktionsweise und Ausgestaltung von *Covenants* vgl. HAGHANI ET AL. (2009), S. 7 ff. *Covenants* werden dort definiert als „Verpflichtungen des Kreditnehmers, welche die finanzierende Bank und das kreditnehmende Unternehmen im Rahmen von Kreditverträgen individuell vereinbaren. Diese Vereinbarungen sollen den gegensätzlichen Interessenlagen der beiden Parteien Rechnung tragen.“

<sup>765</sup> Vgl. SERVATIUS (2008), S. 1.

*Corporate Governance*) ist im anglo-amerikanischen Rechtskreis seit langem verbreitet.<sup>766</sup>

Die positive Wirkung des Fremdkapitaleinsatzes hat allerdings auch ihre Grenzen.<sup>767</sup> Generiert ein Unternehmen etwa geringe oder überhaupt keine *Free Cashflows*, so relativiert sich die Problematik. Führen die festen Zins- und Tilgungszahlungen an die Fremdkapitalgeber dazu, dass keine profitablen Projekte mit positivem Kapitalwert durchgeführt werden können, dann ist der Fremdkapitaleinsatz sogar nachteilig. Auch erhöht die Verwendung von Fremdkapital das Insolvenzrisiko.<sup>768</sup> So kann über ein Unternehmen, das seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommt, gemäss den nationalen Regelungen der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union ein Insolvenzverfahren mit möglicher Konkursfolge eröffnet werden.<sup>769</sup>

Trotz der gegenläufigen Argumente kann vernünftigerweise angenommen werden, dass Fremdkapital den diskretionären Handlungsspielraum des Managements einschränkt, Spin-offs somit nicht ausschliesslich aus persönlichen Motiven durchgeführt werden. Eine höhere Verschuldung begünstigt Projekte mit positivem Kapitalwert. Zur Überprüfung des disziplinierenden Einflusses von Fremdkapital im Rahmen von Spin-offs wird die folgende Hypothese aufgestellt:

**Hypothese 8:** *Die Höhe des Verschuldungsgrads der Muttergesellschaft hat einen signifikant positiven Einfluss auf die abnormalen Aktienkursreaktionen bei Spin-off-Ankündigungen.*

Empirische Befunde zu dieser Hypothese sind nicht bekannt. Zur Messung des Verschuldungsgrads wird das Verhältnis von Fremdkapital (*Total Liabilities*) zum Eigenkapital (*Total Equity*) des Mutterkonzerns zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung untersucht (*Debt-to-Equity-Ratio*). Hierfür wird die metrisch skalierte Variable *VERSCHULDUNGSGRAD* eingeführt. Die Daten zum Mutterkonzern werden der THOMSON REUTERS-Datenbank entnommen.

<sup>766</sup> Vgl. SERVATIUS (2008), S. 1.

<sup>767</sup> Vgl. GRAML (1996), S. 220 f. und die dort angeführte Literatur.

<sup>768</sup> Vgl. zum Beispiel EASTERBROOK (1991), S. 189; ALTMAN/HOTCHKISS (2006), S. 233 ff.

<sup>769</sup> Zu den europäischen Regelungen vgl. ausführlich das vom deutschen Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) und vom deutschen Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV) betriebene Online-Portal [www.portal21.de](http://www.portal21.de).

### 5.3.8 Kontrolle durch den nationalen Regulator

Die Durchführung eines Spin-offs kann die externe Unternehmenskontrolle auch aufgrund regulatorischer Veränderungen verbessern.<sup>770</sup> Demnach ist die durch den Spin-off herbeigeführte zivil- und strafrechtliche Verantwortlichkeit der ehemaligen Bereichsmanager als kontrollsteigernde regulatorische Instanz anzusehen. Der Spin-off verändert die Organisationsstruktur derart, dass die vorherige Bereichsführung nach dem Spin-off unmittelbare gesetzliche Verantwortlichkeits- und Sorgfaltspflichten gegenüber den Anteilseignern zu erfüllen hat, was den Aktionären zugutekommt.

Die Literatur hat sich der Erforschung dieses Phänomens aus einer geografischen Perspektive angenommen.<sup>771</sup> Ausgangspunkt ist die Vermutung, dass die Höhe des gemessenen Konglomeratsabschlags mit der Geografie variiert. Es wird daher die folgende Hypothese beschrieben:

***Hypothese 9:** Das Domizil des Mutterkonzerns hat einen signifikant positiven Einfluss auf die Aktienkursreaktionen von Spin-off-Ankündigungen.*

Als Variable wird DOMIZIL\_MUTTER eingeführt, die anhand des Hauptsitzes der Muttergesellschaft nominal skaliert wird.

VELD/VELD-MERKOULOVA (2004) argumentieren, dass eine geografisch unterschiedliche Bewertung von Diversifikation und im Besonderen von Spin-offs auf länderspezifische Unterschiede in den *Corporate-Governance*-Richtlinien zurückzuführen ist.<sup>772</sup> Während die Aktionärsrechte traditionell im angelsächsischen Rechtsraum besonders umfassend ausgestaltet sind (Shareholder-Value-Orientierung), ist der europäische Wirtschaftsraum bis heute von einem Managementverständnis geprägt, das sämtliche Anspruchsgruppen ins Entscheidungskalkül einbezieht (Stakeholder-Value-Orientierung).<sup>773</sup> Trotz der in den vergangenen Jahren enormen Reformtätigkeit in den Ländern der Europäischen Union zur Stärkung des Aktionärsinflusses und der Verantwortlichkeit des Managements gegenüber den Eigentümern und einer entsprechenden Angleichung an die angloamerikanische Praxis bestehen noch immer Unterschiede

<sup>770</sup> Vgl. BÜHNER (2004), S. 74 ff.

<sup>771</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.2.

<sup>772</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1115.

<sup>773</sup> Vgl. zum Beispiel MOERLAND (1995), S. 18 ff.

in den Richtlinien zur *Corporate Governance*.<sup>774</sup> Daher sollten Aktionäre abhängig vom regulatorischen Umfeld antizipieren können, ob eine Spin-off-Ankündigung mit hoher Wahrscheinlichkeit ihren Interessen folgt oder nicht. Je stärker die Aktionärsrechte und die Verantwortlichkeit der Unternehmensführung sind, umso höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass aktionärskonformes Verhalten des Managements vorliegt. Auf Basis der voranstehenden Überlegungen wird die folgende Hypothese untersucht:

***Hypothese 10: Die Güte der nationalen Corporate-Governance-Richtlinien im Domizil des Mutterkonzerns hat einen signifikant positiven Einfluss auf die Aktienkursreaktionen von Spin-off-Ankündigungen.***

Bislang existieren keine empirischen Befunde, die den Zusammenhang zwischen der rechtlichen Ausgestaltung der *Corporate-Governance*-Richtlinien und der Höhe von Aktienkursreaktionen desinvestiver Unternehmenstransaktionen bestätigen können.<sup>775</sup>

Für die Operationalisierung der Aktionärsrechte wird analog zu VELD-VELD-MERKOULOVA (2004) auf den von LA PORTA ET AL. (1998) entwickelten *Corporate-Governance-Index* (LA-PORTA-ET-AL.-Index) zurückgegriffen, der die Rechte der Aktionärsversammlung gegenüber dem Management abbildet.<sup>776</sup> Gemäss LA PORTA ET AL. (2000) ist dieser ein adäquater Massstab zur Messung von Unterschieden der *Corporate-Governance*-Richtlinien verschiedener Länder.<sup>777</sup> Da sich der ursprüngliche LA-PORTA-ET-AL.-Index auf das Jahr 1990 bezieht, wird im Rahmen der vorliegenden Untersuchung auf den von PAGANO/VOLPIN (2005) aktualisierten LA-PORTA-ET-AL.-Index mit dem Basisjahr 2000 Bezug genommen.<sup>778</sup> Als Variable für die Höhe des Indexwerts wird LA\_PORTA eingeführt.

<sup>774</sup> Zu denken ist gemäss HÖPNER (2005), S. 1, an den „zunehmenden Schutz der Minderheitsaktionäre vor Übervorteilung durch Banken, Manager und Grossaktionäre ebenso wie aktionärsorientierte Reformen der Rechnungslegung, verlässliche Regeln für feindliche Übernahmen und Offenlegungspflichten gegenüber Aufsichtsorganen und Hauptversammlungen“.

<sup>775</sup> Lediglich VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1126, finden Hinweise darauf, dass die Hypothese zumindest in ihrer Richtung korrekt spezifiziert ist.

<sup>776</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1115; LA PORTA ET AL. (1998), S. 1113 ff. Für eine Diskussion der Schwierigkeiten bei der Verwendung des LA-PORTA-ET-AL.-Index vgl. HÖPNER (2005), S. 1 ff.

<sup>777</sup> Vgl. LA PORTA ET AL. (2000), S. 3 ff.

<sup>778</sup> Vgl. PAGANO/VOLPIN (2005), S. 1005 ff. Der LA-PORTA-ET-AL.-Index weist im Basisjahr 2000 den erfassten Ländern die folgenden Indexwerte zu: Australien (4), Belgien (3), Dänemark (2), Deutschland (3), Finnland (3), Frankreich (5), Griechenland (3), Grossbritannien (5), Irland (4), Italien (5), Japan (5), Kanada (5), Neuseeland (4), Niederlande (2), Norwegen (4), Österreich (3), Portugal (4), Schweden (3), Schweiz (2), Spanien (4), USA (5).

### 5.3.9 Niveau an Informationsasymmetrie

Die Hypothese einer durch den Spin-off induzierten Veränderung der externen Ressourcenallokationseffizienz befasst sich mit der Beziehung zwischen dem Unternehmen und dem externen Kapitalmarkt.<sup>779</sup>

Das Management eines Unternehmens verfügt über ein höheres Informationsniveau als aussenstehende Anspruchsgruppen.<sup>780</sup> Dieser Umstand macht Investoren anfällig gegen nicht-beobachtbares, opportunistisches Verhalten, das sich in *Agency-Konflikten*<sup>781</sup> manifestiert.<sup>782</sup> Sowohl die neoklassische<sup>783</sup> als auch die neo-institutionalistische Finanzierungstheorie<sup>784</sup> stellen einen Zusammenhang zwischen dem Niveau an Informationsasymmetrie und dem Unternehmenswert her. Ein zunehmendes Informationsgefälle zwischen Investoren und Konzernleitung drückt sich demnach in steigenden Kapitalkosten aus. Bei einem sehr starken Informationsgefälle kann es deshalb vorkommen, dass der Aktienkurs einen Unternehmenswert widerspiegelt, der unterhalb des fundamentalen Werts liegt.<sup>785</sup>

In der theoretischen wie der empirischen Diversifikationsforschung<sup>786</sup> wird ausgedrückt, dass die Durchführung eines Spin-offs die Informationsasymmetrien vermindert und damit die externe Ressourcenallokation verbessert.<sup>787</sup> Ceteris paribus kann der Abbau von Informationsasymmetrie den Unternehmenswert positiv beeinflussen. Investoren können demnach auf Basis eines höheren Informationsniveaus den wahren Wert des Unternehmens genauer einschätzen. Es ergibt sich die folgende Hypothese:

**Hypothese 11:** *Der Grad der Informationsasymmetrie zwischen dem Management der Muttergesellschaft und dem externen Kapitalmarkt hat einen signifikant positiven Einfluss auf die Höhe der abnormalen Aktienkursreaktionen von Spin-off-Ankündigungen.*

<sup>779</sup> Vgl. BÜHNER (2004), S. 70.

<sup>780</sup> Vgl. AKERLOF (1970); NELSON (1970); SPENCE (1974).

<sup>781</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.3.2.

<sup>782</sup> Vgl. STIGLITZ (1985); NAYYAR (1990).

<sup>783</sup> Für die von den Investoren geforderte Entschädigung für das nicht diversifizierbare Schätzrisiko vgl. CLARKSON/GUEDES/THOMPSON (1996), S. 69 ff. sowie die dort angeführte Literatur.

<sup>784</sup> Für den Zusammenhang zwischen Informationsasymmetrie und Kapitalkosten vgl. zum Beispiel STEINER/HESSELMANN (2001), S. 98.

<sup>785</sup> Vgl. RILEY (1989).

<sup>786</sup> Für einen Überblick vgl. zum Beispiel SANDERS/BOIVIE (2004); COHEN/DEAN (2005).

<sup>787</sup> Es wird von der *Signaling Theorie* gesprochen. Vgl. SPENCE (1973), S. 355 ff.

Die Hypothese entspricht empirischer Evidenz aus verschiedenen Literatursträngen. Schon früh untersuchen MYERS/MAJLUF (1984) den Zusammenhang von Unternehmenswert und asymmetrischer Informationsverteilung am Beispiel von Kapitalerhöhungen.<sup>788</sup> Die Autoren stellen fest, dass die Ankündigung einer Kapitalerhöhung mit negativen Aktienkursreaktionen einhergeht. Auch NANDA (1991) sieht in der Signalkwirkung eines *Equity Carve-outs* den Abbau von Informationsasymmetrie begründet.<sup>789</sup> Er betrachtet die Ankündigung einer Kapitalerhöhung beim Tochterunternehmen und den gleichzeitigen Verzicht einer solchen bei der Muttergesellschaft als ein Signal dafür, dass die Muttergesellschaft bzw. der verbleibende Rumpfkonzern unterbewertet ist.<sup>790</sup>

KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999) berichten, dass sich durch Spin-offs die Informationsasymmetrie zwischen der Konzernführung und dem externen Kapitalmarkt signifikant reduzieren lässt.<sup>791</sup> Sie weisen zudem nach, dass Unternehmen, die einen Spin-off durchführen, ein höheres Niveau an Informationsasymmetrie aufweisen als eine Kontrollgruppe vergleichbarer Unternehmen. Als Ursache der hohen Informationsasymmetrie betrachten sie den Diversifikationsgrad: „*Spin-offs reduce information asymmetry in the market about the Cashflows and operating efficiency of the individual divisions of the firm [...] and firms that are undervalued due to information asymmetry therefore experience an improvement in market valuation when they divest through spin-offs.*“<sup>792</sup>

BARDONG/BARTRAM/YADAV (2010) untersuchen US-amerikanische Unternehmensabspaltungen hinsichtlich ihres Einflusses auf den Unternehmenswert sowie auf den Grad der Informationsasymmetrien.<sup>793</sup> Sie zeigen, dass Spaltungen positive Ankündigungseffekte mit sich bringen und dass sich das Informationsgefälle durch die Abspaltung signifikant reduziert; Letzteres jedoch erst nach Abschluss der Transaktion. Ferner belegen die Autoren, dass die Höhe der Ankündigungseffekte signifikant mit der Reduktion der Informationsasymmetrien zusammenhängt. Gleiches untersuchen auch

---

<sup>788</sup> Vgl. MYERS/MAJLUF (1984).

<sup>789</sup> Vgl. NANDA (1991).

<sup>790</sup> Die empirischen Befunde zur These von NANDA (1991) sind gemischt. Während etwa HULBERT/MILES/WOOLIDGE (2002) sowie VIJH (2002) die Hypothese verwerfen, finden SLOVIN/SUSHKA/FERRARO (1995) unterstützende Belege für das in der Arbeit von NANDA (1991) entwickelte Modell.

<sup>791</sup> Vgl. KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999).

<sup>792</sup> Vgl. KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999), S. 110.

<sup>793</sup> Vgl. BARDONG/BARTRAM/YADAV (2010).

HABIB/JOHNSON/NAIK (1997) sowie GILSON ET AL. (2001).<sup>794</sup> Während HABIB/JOHNSON/NAIK (1997) zu dem Ergebnis gelangen, dass das Preissystem am Kapitalmarkt durch die zunehmende Zahl von Aktien informativer wird, beschäftigen sich GILSON ET AL. (2001) mit der Frage nach den Informationsvorteilen bei eigenständiger Berichterstattung des abgespaltenen Unternehmensteils. Sie zeigen, dass sich Qualität und Menge der öffentlich verfügbaren Informationen durch eine Unternehmensspaltung erhöhen, was Fehler und Streuung der Gewinnprognosen von Analysten signifikant reduziert. Sie führen die Wertschöpfung von Spin-offs demnach auf die Spezialisierung von Analysten zurück. Insgesamt reduziert der Spin-off demzufolge die Informationsasymmetrie, da einerseits zum Zeitpunkt des Börsengangs der abgespaltenen Einheit umfassende Publizitätspflichten die Erstellung eines Prospekts erforderlich machen und andererseits ein eigenständiger Abschluss des abgespaltenen Unternehmensteils erstellt, geprüft und offengelegt werden muss.<sup>795</sup> BUSHMAN ET AL. (2004) berichten in diesem Zusammenhang auf Basis empirischer Befunde, dass Konglomerate wenig aussagekräftige Rechnungslegungsinformationen im Vergleich zu konzentrierten Unternehmen veröffentlichen.<sup>796</sup> Dies bestätigt auch FUNK (2008), der die Informationen zu einem Unternehmensteil im Rahmen der Segmentberichterstattung als deutlich weniger informativ einstuft als einen eigenständigen Geschäftsbericht.<sup>797</sup>

BERGH/JOHNSON/DEWITT (2008) untersuchen schliesslich die Frage, welchen Einfluss die Wahl der Restrukturierungsform auf den Unternehmenswert hat.<sup>798</sup> Sie zeigen, dass Informationsasymmetrien je nach Unternehmensstruktur eine entscheidende Rolle bei der Entscheidung zwischen den Transaktionsformen Spin-off und Sell-off einnehmen.<sup>799</sup> So werden positive Unternehmenswerteffekte durch den Abbau von Informationsasymmetrien mit einem Spin-off den Autoren zufolge vorrangig dann erreicht, wenn die von der Restrukturierung betroffene Division in einem verwandten Geschäftsfeld operiert. Sell-offs führen demgegenüber durch den Abbau von Informationsasymmetrien dann zu besonders profitablen Aktienkursreaktionen, wenn das Restrukturierungsziel einen Geschäftsbereich darstellt, der nicht verwandt mit dem Kern-

<sup>794</sup> Vgl. HABIB/JOHNSON/NAIK (1997); GILSON ET AL. (2001).

<sup>795</sup> Vgl. hierzu PELLENS (1993), S. 857.

<sup>796</sup> Vgl. BUSHMAN ET AL. (2004).

<sup>797</sup> Vgl. FUNK (2008), S. 94.

<sup>798</sup> Vgl. BERGH/JOHNSON/DEWITT (2008).

<sup>799</sup> Anders als BERGH/JOHNSON/DEWITT (2008), zeigen KHAN/MEHTA (1996), dass die Entscheidung zwischen Spin-off und Sell-off vom operativen Risiko des Desinvestitionsobjekts beeinflusst wird. Demgegenüber identifizieren NIXON/ROENFELDT/SICHERMAN (2000) die Faktoren „*Financial distress*“, „*Number of directors on the board*“, „*Whether the CEO is also the board chair*“ sowie „*Size of the divested unit*“ als die primären Treiber der Wahl zwischen beiden Transaktionsformen.

geschäft ist. Im Kontext von Spin-off-Ankündigungen untersuchen schliesslich VELD/VELD-MERKOULOVA (2004) den Einfluss des Informationsgefälles auf den Spin-off-Erfolg.<sup>800</sup> Sie finden entgegen ihrer Hypothese keinen signifikanten Zusammenhang zwischen beiden Grössen.

Zur Operationalisierung der zwischen dem externen Kapitalmarkt und der Muttergesellschaft vorliegenden Informationsasymmetrie wird analog zum Vorgehen von VELD/VELD-MERKOULOVA (2004) die Standardabweichung von Gewinnprognosen verwendet.<sup>801</sup> Uneinigkeit zwischen den Analysten deutet auf eine hohe Informationsasymmetrie zwischen dem Mutterkonzern und dem externen Kapitalmarkt hin. Die für den Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung ermittelten Informationen werden der Datenbank des INSTITUTE OF BROKERAGE FOR INVESTMENT SERVICES (I/B/E/S) entnommen. Die Standardabweichung der Prognosen zum Gewinn pro Aktie (*Earnings per Share*) wird zusätzlich durch die Division mit dem Aktienkurs zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung zur metrisch skalierten Variablen EPS\_STD\_ABW\_NORM normalisiert.

## 5.4 Moderierende Erfolgsfaktoren

### 5.4.1 Performance des Mutterkonzerns

Im folgenden Abschnitt soll der Einfluss der Performance des Mutterkonzerns vor der Spin-off-Ankündigung als Einflussfaktor auf die Aktienkursreaktionen evaluiert werden. Hintergrund ist die Überlegung, dass Aktionäre eine Restrukturierung durch einen Spin-off dann besonders positiv beurteilen, wenn die Performance vor der Ankündigung des Spin-offs negativ verlaufen ist. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002) bemerkt diesbezüglich, dass Investoren Restrukturierungsmassnahmen per se als ein Signal für „aktionärskonformes“ Verhalten interpretieren.<sup>802</sup> Dies bestätigt VILLALONGA (2003): „*Considered together with the findings about diversification, the findings about refocusing seem to indicate that, when firms are outperformed by their competitors, any change in their current strategy is welcome by the stock market.*“<sup>803</sup>

---

<sup>800</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1125.

<sup>801</sup> Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1114.

<sup>802</sup> Vgl. FRIEDRICH VON DEN EICHEN (2002), S. 88.

<sup>803</sup> Vgl. VILLALONGA (2003), S. 4.

Jedoch findet sich in der Literatur auch ein gegenläufiges Argumentationsmuster. Es wird angeführt, dass eine negative Performance des Mutterkonzerns vor der Ankündigung einer Transaktion von den Investoren als Indikator für Reaktivität zu werten ist.<sup>804</sup> Demnach weist eine schlechte Performance darauf hin, dass die Transaktion aus einer Notsituation heraus lanciert und mit negativen Bewertungsreaktionen verknüpft ist. Ceteris paribus sollte eine starke Pre-Spin-off-Performance mit positiven Aktienkursreaktionen verknüpft sein.

Zum Zwecke einer differenzierten Untersuchung wird im Folgenden zwischen der Aktienkursperformance und der wirtschaftlichen Performance des Mutterkonzerns im Vorfeld einer Spin-off-Ankündigung unterschieden.

Zur Aktienkursperformance lässt sich folgende Vermutung ableiten:

**Hypothese 12:** *Zwischen der Aktienkursperformance des Mutterkonzerns vor der Spin-off-Ankündigung und der Höhe der abnormalen Aktienkursreaktionen besteht ein signifikanter Zusammenhang.*

RÜDISÜLI (2005) weist nach, dass die Aktienkursperformance vor der Ankündigung einer Transaktion einen positiven Einfluss auf die Ankündigungseffekte hat.<sup>805</sup> OSTROWSKI (2007) kann dies am deutschen Kapitalmarkt jedoch nicht bestätigen.<sup>806</sup>

Zur Operationalisierung der Hypothese wird die Variable KURSPERFORMANCE\_1JAHR\_% eingeführt. Sie bildet die durchschnittliche diskrete Aktienkursrendite (*Total Return*) im Jahr vor der Spin-off-Ankündigung ab. Zudem wird die Variable KURSPERFORMANCE\_1JAHR>0 eingeführt, die den Wert {1} annimmt, wenn die Aktienperformance im Jahr vor der Spin-off-Ankündigung positiv ist, andernfalls den Wert {0}.

Die empirische Kapitalmarktforschung weist auch auf einen Einfluss der wirtschaftlichen Lage der an einer Unternehmenstransaktion beteiligten Parteien auf die Bewer-

---

<sup>804</sup> Vgl. BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 6 ff.; OSTROWSKI (2007), S. 179 ff.

<sup>805</sup> Vgl. RÜDISÜLI (2005), S. 149.

<sup>806</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 220 f.

tung von M&A- Transaktion hin.<sup>807</sup> Auf Basis der Überlegungen zur Pre-Spin-off-Performance lässt sich die folgende Hypothese ableiten:

**Hypothese 13:** *Zwischen der wirtschaftlichen Performance des Mutterkonzerns vor der Spin-off-Ankündigung und der Höhe der abnormalen Aktienkursreaktionen besteht ein signifikanter Zusammenhang.*

Es liegen kaum empirische Befunde zu dieser Hypothese vor. LÖFFLER (2001) berichtet, dass Unternehmen, die eine Desinvestition mit dem Motiv der Liquiditätsbeschaffung tätigen, negative Kapitalmarktreaktionen erfahren.<sup>808</sup> STIENEMANN (2003) weist einen generellen Einfluss der finanziellen Lage des Mutterkonzerns auf die Bewertung von Desinvestitionen nach.<sup>809</sup> BARTSCH/BÖRNER (2007) schliesslich können basierend auf einem multivariaten *Scoring*-Modell nur einen schwach signifikanten negativen Zusammenhang zwischen der wirtschaftlichen Lage der Muttergesellschaft und den Aktienkursreaktionen feststellen.<sup>810</sup>

Bei der Operationalisierung der wirtschaftlichen Unternehmensperformance werden verschiedene Grössen berücksichtigt, die der Datenbank THOMSON REUTERS entnommen sind. Dabei werden die zur Spin-off-Ankündigung jeweils aktuellsten Zahlen aus den Geschäftsberichten verwendet:

1. Zunächst wird der Liquiditätsgrad des Mutterkonzerns analysiert. Analog zum Vorgehen von OSTROWSKI (2007) soll die Liquidität zweiten Grades, die sogenannte *Quick Ratio*, in die Untersuchung einfließen.<sup>811</sup> Die *Quick Ratio* gibt das Verhältnis von Barmitteln, Forderungen und Wertschriften zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten an. Als Variable für die Liquidität wird QUICKRATIO\_% eingeführt.
2. Für die operative Performance des Mutterkonzerns wird die Gesamtkapitalrentabilität (*Return on Assets*) vor Steuern herangezogen, da sie von der Kapi-

<sup>807</sup> Vgl. LÖFFLER (2001), S. 95; BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 17; OSTROWSKI (2007), S. 160 sowie die dort angeführte Literatur.

<sup>808</sup> Vgl. LÖFFLER (2001), S. 186.

<sup>809</sup> Vgl. STIENEMANN (2003), S. 198.

<sup>810</sup> Das von BARTSCH/BÖRNER (2007) verwendete Modell zur wirtschaftlichen Betrachtung basiert mehrheitlich auf finanziellen Grössen. Vgl. BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 24.

<sup>811</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 184.

talstruktur abstrahiert. Als Variable wird ROA\_% eingeführt. Sie gibt das Verhältnis von Gewinn vor Steuern (*Income before Tax*) und der durchschnittlichen Bilanzsumme (*Average Total Assets*) der jeweiligen Berichtsperiode an.

3. Als Rentabilitätskennzahl wird auch die Eigenkapitalrendite (*Return on Equity*) vor Steuern untersucht. Diese gibt an, wie effizient das Unternehmen das von den Aktionären investierte Eigenkapital einsetzt. Die Eigenkapitalrendite berücksichtigt im Gegensatz zur Gesamtkapitalrendite die Kapitalstruktur des Unternehmens. Die Variable ROE\_% berechnet sich als das Verhältnis von Gewinn vor Steuern und dem durchschnittlichen Eigenkapital (*Average Total Equity*) der entsprechenden Berichtsperiode.
4. Analog zur Untersuchung von BARTSCH/BÖRNER (2007) wird auch die *Cashflow-Marge* (*Cashflow Margin*) berücksichtigt.<sup>812</sup> Sie wird in der Variablen CASHFLOW\_MARGE\_% abgebildet. Die *Cashflow-Marge* widerspiegelt das Verhältnis zwischen dem *Cashflow* und dem Umsatz. Sie zeigt, welcher Anteil des Umsatzes für Investitionen, Kapitiltilgung und Gewinnausschüttungen zur Verfügung steht und welche Änderungen der Absatzpreise ohne die Gefahr von Liquiditätsengpässen zu verkraften sind.<sup>813</sup>
5. Schliesslich wird der ALTMANSCHEN Z-SCORE als multivariate Kennzahl für die wirtschaftliche Lage der Muttergesellschaft in der Untersuchung berücksichtigt. Das von ALTMAN (1968) eingeführte Z-SCORE-Modell zur Insolvenzprognose basiert auf einer multivariaten linearen Diskriminanzanalyse.<sup>814</sup> Es erlaubt durch den Einbezug verschiedener finanzieller Grössen die Evaluation der Wahrscheinlichkeit einer Unternehmensinsolvenz. Damit stellt es eine wichtige Grundlage für die Finanzwissenschaft und -praxis sowie für kommerzielle Ratingssysteme dar. FALKENSTEIN/BORAL/CARTY (2003) bemerken hierzu: „*The most well-known quantitative model for private firms [...] is Altman's Z-score. Virtually every accounting or financial analysis book uses Z-score to demonstrate how financial statement data can be translated into an equation that helps predict default.*“<sup>815</sup> Mittlerweile existieren drei Versionen des Z-Score-Modells (Z-, Z' und Z''). Im Rahmen dieser Untersuchung wird das aktuelle,

<sup>812</sup> Vgl. BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 17.

<sup>813</sup> Zu den Kennzahlen der *Cashflow*-Rentabilität vgl. EISELT/MÜLLER (2011), S. 129 ff.

<sup>814</sup> Vgl. ALTMAN (1968), S. 589 ff.

<sup>815</sup> FALKENSTEIN/BORAL/CARTY (2003), S. 74.

von ALTMAN (2002) entwickelte  $Z''$ -Modell herangezogen, da es sich auch für die Anwendung ausserhalb des verarbeitenden Gewerbes und damit für vorliegende Fragestellung eignet.<sup>816</sup> Als metrische Variable wird ZSCORE eingeführt. Wie in der Praxis üblich, wird der Z-Score auch ordinal skaliert und anhand der Gruppen „Insolvenz wahrscheinlich“, „Insolvenzwahrscheinlichkeit unklar“ und „Insolvenz unwahrscheinlich“ in 3 Gruppen kategorisiert.<sup>817</sup>

#### 5.4.2 Ankündigungsjahr und konjunkturelles Marktumfeld

Die Analyse der Diversifikationsforschung zeigt, dass das Marktumfeld und damit der Zeitpunkt von Diversifikations- und Konzentrationsentscheidungen einen Einfluss auf den Unternehmenswert sowie die Anzahl angekündigter Transaktionen haben.<sup>818</sup> Diese Befunde sind konform mit der Theorie des Managementmoden-Ansatzes, die von Pendelbewegungen zwischen Mode und Gegenmode ausgeht.<sup>819</sup> Die Meinung von Investoren darüber, was aktuell *Best Practice* im Diversifikationsmanagement ist, wird demnach von der Kommunikation und Rhetorik einzelner Ansätze beeinflusst. Zwar ist davon auszugehen, dass sich Anleger nicht alleine von sozio-psychologischen Einflüssen leiten lassen, allerdings wirken diese auf den interpretativen Entscheidungsprozess, in welchem Investitionsentscheidungen gegeneinander aufgewogen werden.<sup>820</sup> Im Zeitablauf sind es sich gegenseitig ablösende Managementkonzepte und Vorstellungen, die das Handeln der Investoren beeinflussen und unterschiedliche Bewertungsreaktionen auf die Ankündigung von Spin-offs auslösen. Vor diesem Hintergrund ist die folgende Hypothese zu überprüfen:

<sup>816</sup> Vgl. ALTMAN (2002), S. 22. Der  $Z''$ -Score ergibt sich auf Basis der folgenden Gleichung:

$$Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X'_4,$$

wobei

$X_1 = (\text{Umlaufvermögen} - \text{kurzfristige Verbindlichkeiten}) / \text{Bilanzsumme}$ ,

$X_2 = \text{einbehaltene Gewinne} / \text{Bilanzsumme}$ ,

$X_3 = \text{Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)} / \text{Bilanzsumme und}$

$X'_4 = \text{Buchwert des Eigenkapitals} / \text{Summe der Verbindlichkeiten}$ .

<sup>817</sup>  $Z'' > 2,66 =$  „Insolvenz unwahrscheinlich“;  $1,11 < Z'' < 2,66 =$  „Insolvenzwahrscheinlichkeit unklar“;  $Z'' < 1,11 =$  „Insolvenz wahrscheinlich“.

<sup>818</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.2.

<sup>819</sup> Vgl. Abschnitt 4.1.2.

<sup>820</sup> Vgl. SCHULZ (2011), S. 111.

**Hypothese 14:** *Die abnormalen Aktienkursreaktionen auf die Ankündigung von Spin-offs variieren signifikant mit dem Jahr der Spin-off-Ankündigung.*

Auch die Literatur zum internen Kapitalmarkt hat sich intensiv mit dem Einfluss des Marktumfelds auf die Bewertung von Diversifikation beschäftigt.<sup>821</sup> Insgesamt kommt sie zu dem Ergebnis, dass Diversifikation besonders dann Vorteile aufweist, wenn die externen Kapitalmärkte nur eingeschränkten Zugang zu Kapital ermöglichen. Dies ist üblicherweise in einem rezessiven Marktumfeld der Fall. Insgesamt deuten die Befunde demnach darauf hin, dass die Reduktion des Diversifikationsgrads durch einen konzentrierenden Spin-off während eines schwachen konjunkturellen Umfelds tiefere Aktienkursreaktionen verursacht als in einer positiven Marktumgebung. Insgesamt lässt sich die folgende Hypothesen ableiten:

**Hypothese 15:** *Die abnormalen Aktienkursreaktionen auf die Ankündigung von Spin-offs variieren signifikant mit dem konjunkturellen Marktumfeld.*

Die Hypothese stimmt mit den empirischen Befunden von BÖHMER/LÖFFLER (1999) und COAKLEY/THOMAS (2004) zum Transaktionserfolg von M&A-Aktivitäten überein.<sup>822</sup> Beide Studien finden signifikant negative abnormale Renditen in konjunkturell schwachen Marktphasen, während ein M&A-Momentum in Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs nachweisbar ist.<sup>823</sup>

Neben der These, dass die Konjunktur einen Einfluss auf die Bewertung von Spin-offs hat, findet sich in der Literatur auch die Vermutung, dass Transaktionen bevorzugt in einem positiven Marktumfeld bekanntgegeben werden, um dem Desinvestitionsobjekt den Börsengang zu erleichtern.<sup>824</sup> RÜDISÜLI (2005) fasst zusammen: „*Analyses on earnings forecasts and realizations around equity issues suggest that firms tend to issue equity at times when investors are overly enthusiastic about earnings prospects.*“<sup>825</sup> CHEMMANUR/PAEGLIS (2001) berichten demgegenüber, dass die Unsicher-

---

<sup>821</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.3.

<sup>822</sup> Vgl. BÖHMER/LÖFFLER (1999), S. 310; COAKLEY/THOMAS (2004), S. 10.

<sup>823</sup> Vgl. hierzu auch LENHARD (2009), S. 123 f.

<sup>824</sup> Vgl. RÜDISÜLI (2005), S. 105 f. und die dort angeführte Literatur.

<sup>825</sup> RÜDISÜLI (2005), S. 107.

heit des Managements über die zukünftige Bewertung der abgespaltenen Organisationseinheit als Ursache hierfür zu betrachten ist.<sup>826</sup> Es ergibt sich die folgende Hypothese:

***Hypothese 16:** Unternehmen kündigen Spin-offs bevorzugt in einem positiven konjunkturellen Marktumfeld an.*

Empirisch bestätigen HAND/SKANTZ (1999) und POWERS (2003), dass die Anzahl von *Equity Carve-outs* mit der Performance des Aktienmarkts korreliert.<sup>827</sup>

Zur Operationalisierung des konjunkturellen Marktumfelds wird auf die Entwicklung von Aktienindizes abgestellt. Aktienindizes haben in Unternehmenspraxis und betriebswirtschaftlicher Forschung grosse Bedeutung erlangt. Dies ist insbesondere auf die folgenden Eigenschaften zurückzuführen.<sup>828</sup>

- *Aktienindizes sind in der Praxis als Stimmungsbarometer sowohl für ganze Volkswirtschaften als auch für spezielle und abgegrenzte Wirtschaftszweige sowie als Benchmark und Basiswert für Finanzderivate nutzbar.*
- *Aktienindizes sind in der empirischen Konjunkturforschung als vorlaufender Konjunkturindikator verwendbar, der die Erwartungen der Marktteilnehmer widerspiegelt.*
- *Aktienindizes weisen grosse Vorteile in der Einfachheit der Operationalisierung auf.*

Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wird als *Proxy-Variable* für das Marktumfeld die Entwicklung des EUROSTOXX 600 zugrunde gelegt.<sup>829</sup>

<sup>826</sup> Vgl. CHEMMANUR/PAEGLIS (2001), S. 102 ff.

<sup>827</sup> Vgl. HAND/SKANTZ (1999), S. 1 ff.; POWERS (2003), S. 31.

<sup>828</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden LENHARD (2009), S. 122.

<sup>829</sup> Die STOXX-Aktienindizes gehören zu den weltweit am meisten beachteten Indizes. Vgl. statt vieler BUSHNELL/CHONG/MANSUR (2011), S. 9.

Um zu überprüfen, ob das Ankündigungsjahr und das Marktumfeld einen Einfluss auf die Aktienkursreaktionen bzw. die Anzahl der Spin-off-Ankündigungen hat, werden die Variablen ANKÜNDIGUNGSJAHR und INDEX\_EXPANSION eingeführt. INDEX\_EXPANSION nimmt den Wert {1} an, wenn sich der Markt in einer Aufschwungphase befindet, in einem rezessiven Marktumfeld wird die Variable mit {0} kodiert.

### 5.4.3 Relative Unternehmensgrösse

Im Rahmen finanzwissenschaftlicher Untersuchungen von M&A-Transaktionen wird üblicherweise analysiert, ob die relative Grösse eines Transaktionsobjekts einen Einfluss auf die Ankündigungseffekte ausübt.<sup>830</sup> Die relative Unternehmensgrösse wird dabei meist als moderierende Kontrollvariable eingesetzt.<sup>831</sup> Ein solches Vorgehen ist auch im Rahmen der Analyse von Desinvestitionen zweckdienlich, da anzunehmen ist, dass Spin-offs umso stärkere Ankündigungseffekte auslösen, je grösser der abgespaltene Unternehmensteil im Vergleich zum Mutterkonzern ist.<sup>832</sup> BÜHNER (2004) etwa sieht in der durch einen Spin-off verursachten Vereinfachung der Konzernstruktur und in einer reduzierten Unternehmensgrösse das Potenzial für eine verbesserte Kontrolle durch den externen Kapitalmarkt.<sup>833</sup> Auch OSTROWSKI (2007) unterstellt, dass „die Bedeutung des Desinvestitionsobjekts im Vergleich zum Desinvestitionssubjekt und somit die Beachtung der Desinvestition am Kapitalmarkt zunimmt“<sup>834</sup>. Entsprechend wird die folgende Hypothese aufgestellt:

***Hypothese 17:** Die Grösse des Spin-off-Objekts im Vergleich zum Mutterkonzern hat einen signifikant positiven Einfluss auf die abnormalen Aktienkursreaktionen einer Spin-off-Ankündigung.*

Während STIENEMANN (2003) tatsächlich einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Umsatzanteil des Desinvestitionsobjekts am Konzernumsatz nachweisen kann, gelingt dies OSTROWSKI (2007) nicht.<sup>835</sup>

---

<sup>830</sup> Vgl. zum Beispiel LENHARD (2009), S. 108 ff.

<sup>831</sup> Vgl. BERGH/JOHNSON/DEWITT (2008), S. 140 und die dort angeführte Literatur.

<sup>832</sup> Vgl. HAUER (2008), S. 167. Für einen metaanalytischen Überblick vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2009), S. 412 ff.

<sup>833</sup> Vgl. BÜHNER (2004), S. 74.

<sup>834</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 161.

<sup>835</sup> Vgl. STIENEMANN (2003), S. 201 ff.; OSTROWSKI (2007), S. 224.

Für die Messung des relativen Grössenverhältnisses werden analog zu STIENEMANN (2003) die Umsätze des Spin-off-Objekts sowie des Mutterkonzerns zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung untersucht. Die Daten werden THOMSON REUTERS entnommen. Als Variable wird REL\_GROSSE eingeführt.

#### 5.4.4 Branche

In der empirischen Kapitalmarktforschung gilt die Branche bzw. die Industrie der beteiligten Unternehmen als relevante Einflussgrösse auf den Transaktionserfolg.<sup>836</sup> Basierend auf der Überlegung, dass unterschiedliche Branchen auch unterschiedliche Organisationsstrukturen voraussetzen, wird in der M&A-Forschung regelmässig von signifikanten Unterschieden berichtet.<sup>837</sup> Demnach ist zu untersuchen, ob auch die Bewertung von Spin-offs von der Branche des Mutterkonzerns abhängt. Es wird daher die folgende Hypothese aufgestellt:

***Hypothese 18:** Die Branche des Mutterkonzerns hat einen signifikanten Einfluss auf die abnormalen Aktienkursreaktionen einer Spin-off-Ankündigung.*

Im Kontext der Diversifikationsforschung finden bislang lediglich SANTALO/BECERRA (2008) Evidenz dafür, dass die Branche einen signifikanten Einfluss auf die Kapitalmarktbeurteilung von Diversifikation hat.<sup>838</sup>

Die Branche der Mutterkonzerne wird anhand des *2-digit-SIC-Codes* für den Wirtschaftszweig operationalisiert. Zum Zweck der Analyse wird die nominal skalierte Variable BRANCHE eingeführt, in der die Stichprobenelemente anhand ihrer Industriezugehörigkeit gruppiert werden.

---

<sup>836</sup> Vgl. statt vieler WEINERT (2010), S. 19 ff.

<sup>837</sup> Vgl. BOSTON CONSULTING GROUP (2013), S. 2.

<sup>838</sup> Vgl. SANTALO/BECERRA (2008), S. 851.

### 5.4.5 Unternehmensalter

In der vorliegenden Arbeit wird auch das Unternehmensalter als Kontrollvariable einbezogen.<sup>839</sup> Hintergrund ist die Überlegung, dass sich die Eigenschaften und damit auch die Anforderungen an die Organisationsstruktur eines Unternehmens im Zeitablauf verändern.<sup>840</sup> YERMACK (1996) führt etwa an, dass die *Corporate-Governance*-Strukturen vom Unternehmensalter abhängen.<sup>841</sup> LENHARD (2009) greift hingegen auf das Konzept der Erfahrungskurve zurück. Er argumentiert, dass Unternehmen mit Transaktionserfahrung besser in der Lage sind, wertsteigernde Aktienkursreaktionen hervorzurufen.<sup>842</sup>

Um zu überprüfen, ob das Unternehmensalter einen Einfluss auf die Bewertung von Spin-off-Ankündigungen hat, wird die folgende Hypothese eingeführt:

*Hypothese 19: Das Alter des Mutterkonzerns hat einen signifikanten Einfluss auf die abnormalen Aktienkursreaktionen einer Spin-off-Ankündigung.*

Die Daten zum Unternehmensalter werden aus THOMSON REUTERS entnommen. Dabei wird auf das angegebene Gründungsjahr der Gesellschaft rekuriert und darauf aufbauend das Alter der Unternehmung zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung ermittelt. Es wird die Variable LOG\_ALTER eingeführt, die analog zum Vorgehen von WILSON ET AL. (2012) das logarithmierte Unternehmensalter anzeigt.<sup>843</sup>

---

<sup>839</sup> Ein solches Vorgehen findet sich bei YERMACK (1996), S. 187 und TRAPPL (2012), S. 64 ff.

<sup>840</sup> In der Literatur des Strategischen Managements sind Lebenszyklus- und Wachstumsmodelle weit verbreitet. Sie alle eint die Sichtweise, dass unterschiedliche Stufenfolgen die Unternehmensentwicklung prägen. Vgl. statt vieler FALLGATTER (2007), S. 124 ff.

<sup>841</sup> Vgl. YERMACK (1996), S. 198.

<sup>842</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 114.

<sup>843</sup> Vgl. WILSON ET AL. (2012), S. 199.

## 5.5 Übersicht der eingeführten Variablen

Tabelle 5 gibt einen Überblick über die eingeführten Variablen.

HYPOTHESE	VARIABLE	SKALIERUNG	DATENANBIETER
H1: Werteeffekte im Ereignisfenster	CAR[t <sub>1</sub> ;t <sub>2</sub> ]	Metrisch	Informationen zu den Spin-offs aus BLOOMBERG und THOMSON ONE BANKER, ergänzt um FACTIVA und LEXISNEXIS Aktienkurse aus THOMSON REUTERS
H2: Industrieller Fokus	INDFOKUS_SIC	Dummy [0;1]	SIC-Codes aus THOMSON REUTERS, ORBIS und COMPUSTAT
H3: Geografischer Fokus	GEO_FOKUS	Dummy [0;1]	Länderinformationen aus BLOOMBERG
H4: Diversifikationsgrad	KONGL_SIC KONGL_ENTROP	Dummy [0;1] Metrisch	Segmentinformationen und SIC-Codes aus ORBIS und THOMSON REUTERS
H5: Bewertungsabschlag	TOBINSQ < 1	Dummy [0;1]	THOMSON REUTERS
H6: Unternehmensgrösse	UMSATZ_USD MARKTKAPITAL_USD BILANZSUMME_USD	Metrisch Metrisch Metrisch	THOMSON REUTERS
H7: Kontrolle durch EK-Geber	STIMM_KONZ_% GROSSAKT_20%	Metrisch Dummy [0;1]	THOMSON REUTERS
H8: Kontrolle durch FK-Geber	VERSCHULDUNGSGRAD	Metrisch	THOMSON REUTERS
H9/H10: Domizil Mutter Kontrolle durch Regulator	DOMIZIL_MUTTER LA_PORTA	Dummy [0;1] Ordinal	Länderinformationen aus BLOOMBERG, LA-PORTA-ET-AL.-Index mit Basisjahr 2000
H11: Informationsasymmetrie	EPS_STD_ABW_NORM	Metrisch	I/B/E/S
H12: Aktienperformance	KURSPERFORMANCE_1JAHR_% KURSPERFORMANCE_1JAHR>0	Metrisch Dummy [0;1]	THOMSON REUTERS THOMSON REUTERS
H13: Wirtschaftliche Performance	QUICK_RATIO_% ROA_% ROW_% CASHFLOW_MARGE_% ZSCORE ZSCORE GRUPPIERT	Metrisch Metrisch Metrisch Metrisch Metrisch Ordinal	THOMSON REUTERS
H14/H15/H16: An kündigungs-jahr und Markt-umfeld	ANKÜNDIGUNGSJAHR INDEX_EXPANSION	Nominal Dummy [0;1]	THOMSON REUTERS
H17: Relative Grösse	REL_GRÖSSE	Metrisch	BLOOMBERG; THOMSON ONE BANKER
H18: Branche	BRANCHE	Nominal	SIC-Codes aus THOMSON REUTERS, ORBIS und COMPUSTAT
H19: Unternehmensalter	LOG_ALTER	Metrisch	THOMSON REUTERS

Tabelle 5: Zusammenfassung der eingeführten Variablen (Quelle: Eigene Darstellung)

## **5.6 Zwischenfazit Kapitel 5**

Die aus der Diversifikationsforschung extrahierten Erkenntnisse erlauben das Ableiten von insgesamt elf Hypothesen, die einer substanziellen Beurteilung des Spin-off-Erfolgs dienen. Darüber hinaus wurden acht Hypothesen formuliert, welche einen moderierenden Einfluss auf die Beziehung zwischen Spin-off-Ankündigung und Unternehmenswert unterstellen. In ihrer Gesamtheit stellen die formulierten Hypothesen eine bislang einzigartige Zusammenstellung von Erfolgsfaktoren dar, die sich aus der Verbindung von Diversifikation und Spin-off ergeben. Das nachfolgende Kapitel 6 stellt die für die Analyse gewählte Untersuchungskonzeption vor.

## **Überblick Kapitel 6**

Kapitel 6 erläutert die gewählte Untersuchungskonzeption. Abschnitt 6.1 zeigt zunächst die Anwendungsbereiche von Ereignisstudien und legitimiert die grundsätzliche Eignung der Methode für die zu untersuchende Fragestellung. Abschnitt 6.2 erläutert daran anknüpfend die Modellvoraussetzungen informationseffizienter Kapitalmärkte. Das grundsätzliche Untersuchungsdesign und die für die empirische Untersuchung gewählten Parameter sind Gegenstand von Abschnitt 6.3. Die Abschnitte 6.4 und 6.5 beschreiben schliesslich die im Rahmen der eigenen empirischen Untersuchung benötigten univariaten und multivariaten statistischen Testverfahren.

## Kapitel 6

### Untersuchungskonzeption

*„Die meisten Probleme entstehen bei ihrer Lösung.“*

LEONARDO DA VINCI (1452-1519)

#### 6.1 Die Ereignisstudie als Instrument der Erfolgsbeurteilung von Spin-offs

Der Erfolg der Spin-off-Ankündigung definiert sich über ihren Beitrag zur Steigerung des Shareholder Values, gemessen am Marktwert des Eigenkapitals.<sup>844</sup> Ein adäquates Instrument für die Beurteilung der durch eine Spin-off-Ankündigung induzierten Unternehmenswertveränderung ist die Methode der Ereignisstudie (*Event Study*).<sup>845</sup> Die Ereignisstudienmethodik stellt eines der zentralen und bekanntesten Verfahren der empirischen Kapitalmarktforschung dar, das sich in der Literatur als Standardverfahren zur Beurteilung von Ankündigungseffekten etabliert hat.<sup>846</sup> Die ersten Arbeiten, die sich einer rudimentären Form des Ansatzes bedienen, werden bereits in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts publiziert.<sup>847</sup> Seither ist die Methode der Ereignisstudie stetig weiterentwickelt worden. Die Arbeiten von BALL/BROWN (1968) und FAMA ET AL. (1969) gelten als grundlegend für die heute in der Literatur gebräuchliche Anwendungsform.<sup>848</sup> Lediglich die von Arbeiten von BROWN/WARNER (1980) und BROWN/WARNER (1985) haben zu geringfügigen Modifikationen geführt; Letztere

<sup>844</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.4.

<sup>845</sup> Für einen Überblick zur Methodik der Ereignisstudie vgl. FAMA ET AL. (1969); CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997); MACKINLEY (1997); BINDER (1998); KOTHARI/WARNER (2007).

<sup>846</sup> Vgl. PICKEN (2003), S. 60; OSTROWSKI (2007), S. 115, FASSNACHT (2011), S. 85.

<sup>847</sup> Die vermutlich erste Veröffentlichung einer Ereignisstudie stammt von DOLLEY (1933). Er untersucht Aktienkursreaktionen im Kontext von Aktiensplits. Auch die Arbeiten von MYERS/BAKAY (1948), BAKER (1956), BAKER (1957), BAKER (1958) und ASHLEY (1962) können als frühe Vertreter der Ereignisstudienmethodik betrachtet werden. Ausführlich hierzu vgl. PYNNÖNEN (2005), S. 327.

<sup>848</sup> Vgl. BALL/BROWN (1968); FAMA ET AL. (1969). Zur Relevanz beider Arbeiten vgl. MACKINLEY (1997), S. 15. BINDER (1998), S. 111, bezeichnet die Arbeit von FAMA ET AL. (1969) als methodische Revolution in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung.

beschränken sich jedoch auf die Berechnungsform und Zyklizität der zugrunde liegenden Renditen.<sup>849</sup>

Mittels der Ereignisstudienmethodik werden zwar unterschiedlichste Fragestellungen untersucht, dennoch lassen sich grundsätzlich vier Zielsetzungen identifizieren.<sup>850</sup>

1. *Messung des Informationsgehaltes von Ereignissen*
2. *Untersuchungen der halbstrengen Form der Markteffizienz*
3. *Analyse von Modellen zur Erwartungsbildung*
4. *Erklärung von Marktreaktionen durch exogene Variablen*

Der vermutlich häufigste Anwendungsfall ist die *Messung des Informationsgehaltes von Ereignissen*.<sup>851</sup> Studien dieses Typs analysieren den Informationsgehalt von Ereignissen und deren Verarbeitung am Kapitalmarkt. Da der hier behandelte Untersuchungsgegenstand der Einfluss von Spin-off-Ankündigungen auf den Unternehmenswert ist, kann er ebenfalls dieser Zielsetzung zugeordnet werden.

Die zweite Zielkategorie umfasst Studien, die sich mit der Frage beschäftigen, ob und wie *effizient Kapitalmärkte Informationen verarbeiten*. Damit knüpfen diese Untersuchungen an die von FAMA (1970) formulierte Effizienzmarkthypothese an.<sup>852</sup> Von besonderem Interesse sind meist die zeitliche Dauer und der Prozess der Informationsverarbeitung.

Ereignisstudien, die der dritten Zieldimension zuordenbar sind, beschäftigen sich mit der Untersuchung der *Erwartungen von Marktteilnehmern*. Die Auswirkungen von Ereignissen stehen hierbei nicht im Zentrum der Betrachtung. Die gemessenen Unterschiede werden vielmehr als Mass für Änderungen der Investorenerwartungen oder als Gütekriterium des zugrunde liegenden Erwartungsmodells gewertet.

---

<sup>849</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1980); BROWN/WARNER (1985).

<sup>850</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden BOWMAN (1983), S. 562 ff.; MAY (1991), S. 313 ff.; LENHARD (2009), S. 125 ff.

<sup>851</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 13.

<sup>852</sup> Vgl. FAMA (1970), S. 388 f.

Untersuchungen, die sich der Methodik einer Ereignisstudie mit dem Ziel der *Identifikation von erklärenden Variablen* bedienen, gehören in die vierte und letzte Kategorie. Die im Rahmen dieser Studien identifizierten Variablen sollen die beobachteten Marktreaktionen bei gleichzeitiger Überprüfung der Effizienzmarkthypothese erklären.<sup>853</sup>

## 6.2 Informationseffiziente Kapitalmärkte als Modellvoraussetzung

Die Ereignisstudienmethodik misst Höhe, Richtung und Geschwindigkeit von Aktienkursreaktionen.<sup>854</sup> Sie setzt somit voraus, dass die untersuchten Kapitalmärkte Informationen in beobachtbaren Aktienkursen verarbeiten. Das Theoriegerüst der Ereignisstudie basiert entsprechend auf der Effizienzmarkthypothese.<sup>855</sup> Ein Markt gilt dann als informationseffizient, wenn er sämtliche Informationen vollständig und unmittelbar verarbeitet.<sup>856</sup> Die Preise der an ihm gehandelten Wertpapiere spiegeln sämtliche verfügbaren Informationen jederzeit vollständig und korrekt wider. Diese Annahme lässt sich formal wie folgt beschreiben:<sup>857</sup>

$$E(P_{i,t+1}|\Phi_t) = [1 + E(R_{i,t+1}|\Phi_t)] P_{i,t} \quad (6.1)$$

mit

$E$ :	<i>Kurserwartung der Aktie <math>i</math></i>
$\Phi_t$ :	<i>Informationsstand zum Zeitpunkt <math>t</math></i>
$P_{i,t}$ :	<i>Kurs der Aktie <math>i</math> zum Zeitpunkt <math>t</math></i>
$R_{i,t+1}$ :	<i>Rendite der Aktie <math>i</math> zum Zeitpunkt <math>t+1</math></i>

Der Erwartungswert des Aktienkurses wird demnach vom Informationsniveau determiniert. Ändert sich dieser, wird das Unternehmen einer Neubewertung unterzogen.

<sup>853</sup> Ausführlich hierzu BOWMAN (1983), S. 574 ff.

<sup>854</sup> Vgl. BOWMAN (1983), S. 562; OSTROWSKI (2007), S. 115; LENHARD (2009), S. 101.

<sup>855</sup> Zu der von FAMA (1970) vorgeschlagenen Kategorisierung der Informationseffizienz vgl. Abschnitt 3.1.2.

<sup>856</sup> Vgl. FAMA (1970), S. 383; FAMA (1991), S. 1575.

<sup>857</sup> Vgl. FAMA (1970), S. 384.

Bei Gültigkeit der halbstrengen Form der Informationseffizienz reflektieren die Aktienkurse neben den historischen Preisen sämtliche öffentlich verfügbaren Informationen.<sup>858</sup> Mittels der Auswertung aller öffentlich verfügbaren Informationen ist es nicht möglich, systematisch Überrenditen zu erwirtschaften. Problematisch ist, dass die Gültigkeit der Effizienzmarkthypothese grundsätzlich nicht eindeutig nachgewiesen werden kann. Mit der Effizienzmarkthypothese wird stets auch das zugrunde liegende Preisbildungsmodell für die Ermittlung erwarteter Renditen überprüft, was eine isolierte Betrachtung verunmöglicht. Man spricht vom Problem der verbundenen Hypothese (*Joint Hypothesis*).<sup>859</sup>

FAMA (1991) berichtet trotz der *Joint Hypothesis*, dass die in bisherigen Ereignisstudien beobachtbaren, unverzüglichen Anpassungen an neue Informationen konsistent mit der halbstrengen Form der Informationseffizienz sind.<sup>860</sup> Er konstatiert, dass im Rahmen unternehmensspezifischer Ereignisse von der Gültigkeit der Hypothese ausgegangen werden kann.<sup>861</sup> Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung ist es daher vernünftig anzunehmen, dass die halbstrenge Form der Markteffizienz gilt. Die neuen Informationen, welche die Ankündigung eines Spin-offs beinhaltet, führen demnach zu einer Revision der Investorenerwartungen und damit zu einer Neubewertung des Mutterkonzerns.

## 6.3 Untersuchungsdesign der Ereignisstudie

### 6.3.1 Übersicht zum Vorgehen in Ereignisstudien

Unabhängig von der jeweiligen Zielsetzung und der Charakteristik des analysierten Ereignisses folgen Ereignisstudien meist einem etablierten Schema, das in den folgenden Abschnitten konkretisiert wird (Abbildung 30).<sup>862</sup>

---

<sup>858</sup> Vgl. Abschnitt 3.1.2.

<sup>859</sup> Vgl. CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 24.

<sup>860</sup> Vgl. FAMA (1991), S. 1601 f.

<sup>861</sup> Dies bestätigt zum Beispiel auch LO (2007), S. 12 f.

<sup>862</sup> Für die Anwendung des vorgestellten Vorgehens vgl. BOWMAN (1983); DYCKMAN/PHILBRICK/STEPHAN (1984); PETERSON (1989); STRONG (1992); CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997); MACKINLEY (1997).

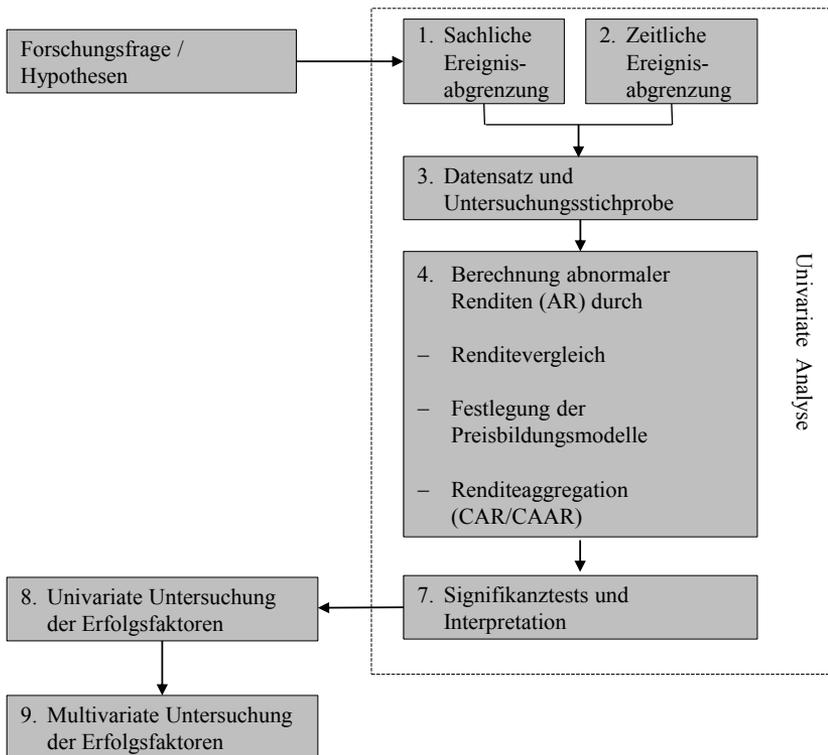


Abbildung 30: Idealtypisches Vorgehen bei Ereignisstudien (Quelle: Eigene Darstellung)

### 6.3.2 Sachliche Abgrenzung des Ereignisses

Zu Beginn der Ereignisstudie ist das zu untersuchende Ereignis zu definieren. Dabei wird zwischen unternehmensspezifischen und unternehmensübergreifenden Ereignissen unterschieden.<sup>863</sup> Da die als Ereignis definierte *Ankündigung eines Spin-offs durch einen europäischen Mutterkonzern* eine exakt abgrenzbare Stichprobe von Unternehmen betrifft, ist das hier untersuchte Ereignis den unternehmensspezifischen Ereignissen zuordenbar.<sup>864</sup> Auch hinsichtlich des numerischen Informationsgehalts von Ereignissen kann eine Differenzierung vorgenommen werden.<sup>865</sup> Es existieren qualitative

<sup>863</sup> Vgl. PICKEN (2003), S. 83 f.

<sup>864</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 120.

<sup>865</sup> Vgl. PICKEN (2003), S. 84.

und quantitative Ereignisse. Während quantitative Ereignisse dem Markt eine direkte numerische Bewertung ermöglichen, ist eine solche aufgrund des Informationsgehalts von qualitativen Ereignissen nicht unmittelbar gewährleistet. Auf Basis dieser Klassifizierung sind Spin-off-Ankündigungen als Ereignisse qualitativer Natur einzustufen.<sup>866</sup>

Die Durchführung einer Ereignisstudie stellt noch weitere Anforderungen an die sachliche Abgrenzung von Ereignissen.<sup>867</sup> So darf das Ereignis nicht von anderen, gleichzeitigen oder zeitlich naheliegenden kursrelevanten Sachverhalten (*Confounding Events*)<sup>868</sup> wie der Veröffentlichung von Geschäftszahlen, Ankündigung von Dividenden oder anderen Restrukturierungsmaßnahmen überlagert werden.<sup>869</sup> Andernfalls wäre die Messung abnormaler Renditen nicht eindeutig auf das untersuchte Ereignis zurückzuführen und die Aussagekraft der Ergebnisse somit erheblich eingeschränkt.<sup>870</sup> *Confounding Events* sollten daher während des gesamten Untersuchungszeitraums ausgeschlossen werden, damit die Parameter von Preisbildungsmodellen keinen Verzerrungen unterliegen. Um einen Einfluss von *Confounding Events* auszuschließen, werden die Stichprobenelemente eliminiert, die derartigen Störeinflüssen ausgesetzt sind.<sup>871</sup>

### 6.3.3 Zeitliche Abgrenzung des Ereignisses

Entscheidend für die Aussagekraft einer Ereignisstudie ist auch eine genaue Festlegung des Ereigniszeitpunkts.<sup>872</sup> Ohne eine exakte Bestimmung der als Ereigniszeitpunkt definierten *erstmaligen Spin-off-Ankündigung durch einen europäischen Mutterkonzern* sind keine validen Untersuchungsergebnisse erzielbar. Dabei sind an die verwendeten Ankündigungsdaten strenge Vorgaben zu richten. Da verfügbare Informationen bereits in den Aktienkursen verarbeitet sind, muss das Ereignisdatum das Datum darstellen, an dem eine für den Kapitalmarkt gänzlich neue Information veröffentlicht wird. Dieses Kriterium ist strikt auszulegen: Das Ereignis sollte nicht von den Kapitalmarktteilnehmern antizipiert worden sein. Letzteres würde dazu führen, dass

<sup>866</sup> Zu einem identischen Schluss kommen auch MAY (1994), S. 58 und OSTROWSKI (2007), S. 120.

<sup>867</sup> Vgl. MCWILLIAMS/SIEGEL (1997), S. 626 ff.; CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 149 ff.

<sup>868</sup> PAUSER (2007), S. 110, spricht in diesem Zusammenhang von überlappenden Ereignissen.

<sup>869</sup> Vgl. GOERKE (2009), S. 469 f.

<sup>870</sup> Vgl. MAY (1991), S. 321.

<sup>871</sup> Für alternative Herangehensweisen im Umgang mit *Confounding Events* vgl. FOSTER (1980), S. 54 f.

<sup>872</sup> Vgl. BOWMAN (1983), S. 564; GOERKE (2009), S. 466.

einige Marktteilnehmer die Information bereits in den Kauf- und Verkaufsentscheidungen verarbeiten.<sup>873</sup>

Bei internationalen Untersuchungen stehen grundsätzliche folgende Alternativen zur Bestimmung des Ankündigungszeitpunktes zur Verfügung:<sup>874</sup>

- *Veröffentlichung der Spin-off-Ankündigung in nationalen Medien*
- *Besondere Arten der Informationsbekanntgabe auf Basis nationaler Regelungen, wie z. B. Ad-hoc-Meldungen*
- *Internationale Datenbanken*

Während die ersten beiden Datenquellen meist eine höhere Genauigkeit aufweisen, bieten internationale Datenbanken die Vorteile einer höheren Vergleichbarkeit und einfacheren Handhabung. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wird ein Quellennmix verwendet, der eine möglichst präzise zeitliche Ereignisabgrenzung erlaubt. Sowohl die sachliche als auch die zeitliche Abgrenzung fließen in die Stichprobenbildung ein; das exakte Vorgehen wird im folgenden Abschnitt erläutert.

### **6.3.4 Datensatz und Untersuchungsstichprobe**

Die Güte und Qualität des Datensatzes wird von verschiedenen Faktoren bestimmt, die bei der Stichprobenbildung zu berücksichtigen sind. Grundlage für die Eingrenzung der Stichprobe von Spin-off-Ankündigungen ist die M&A-Datenbank des Datenanbieters BLOOMBERG. Dabei werden zunächst 2.179 Spin-off-Ankündigungen identifiziert. Für die Eingrenzung der Stichprobe wird – basierend auf den erläuterten Abgrenzungskriterien – ein mehrstufiges Vorgehen gewählt:

1. Die im Rahmen von Ereignisstudien benötigten Informationen zu den Aktienkursen erfordern es, den Untersuchungsrahmen zunächst auf börsennotierte Gesellschaften einzugrenzen, was in einer Reduktion der Spin-off-Ankündigungen auf 2.115 resultiert.

<sup>873</sup> Vgl. CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 149 ff.

<sup>874</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden LENHARD (2009), S. 129.

2. Die Stichprobe wird auf Spin-off-Ankündigungen eingegrenzt, die von Konzernen mit Sitz im westeuropäischen Wirtschaftsraum innerhalb des Zeitraums 01.01.2000 bis 31.12.2012 angekündigt wurden.<sup>875</sup> Dieser Rahmen wird einerseits gewählt, um möglichst aktuell gültige Erkenntnisse zu gewinnen, andererseits, um die Verfügbarkeit der benötigten Datenlage sicherzustellen. Zugleich ist keine Untersuchung bekannt, die sich mit einer vergleichbaren Auswahl beschäftigt. Dieser Untersuchungsschritt schränkt die Anzahl der Spin-off-Ankündigungen auf 267 ein.
  
3. Darüber hinaus werden Spin-off-Ankündigungen von Unternehmen aus der Finanzindustrie aus der Stichprobe exkludiert. Dieses Vorgehen ist zum einen dem Umstand geschuldet, dass Finanzgesellschaften über sehr spezifische Unternehmenscharakteristika verfügen,<sup>876</sup> was zu erheblichen Verzerrungen der empirischen Auswertungen führen würde. Zum anderen korrespondieren die Spin-off-Ankündigungen von Finanzunternehmen kaum mit der in Kapitel 2 erarbeiteten Spin-off-Definition; insbesondere ist das Kriterium des Restrukturierungsmotivs regelmässig nicht erfüllt.<sup>877</sup> Zum Umgang mit Finanzgesellschaften in empirischen Kapitalmarktstudien konstatieren LELYFELD/KNOT (2009) ebendies: „*Most of the literature uses data for non-financial firms. More specifically, financials are generally excluded as for instance their leverage is of such a different magnitude.*“<sup>878</sup> Nach dem Ausschluss der Finanzgesellschaften verbleiben 183 Spin-off-Ankündigungen in der Stichprobe.
  
4. Das Vorhandensein einer adäquaten Datenmenge und -qualität ist Grundvoraussetzung für die Durchführung von Ereignisstudien und letztlich konsistenten Untersuchungsergebnissen. GOERKE (2009) sieht vor allem die zeitliche Exaktheit der Ereignisdaten (Aktienkurs und Ankündigungszeitpunkt) sowie die Überprüfung auf *Confounding Events* als erfolgskritisch an.<sup>879</sup> Die Überprüfung der Stichprobenelemente auf die Verfügbarkeit von Aktienkursen erfolgt mittels der im wissenschaftlichen Umfeld anerkannten Datenbank von THOMSON REU-

---

<sup>875</sup> Kein Ausschlusskriterium ist indessen, wo das Spin-off-Objekt domiziliert ist.

<sup>876</sup> Vgl. LELYFELD/KNOT (2009), S. 2313.

<sup>877</sup> Vgl. Abschnitt 2.2.1.1.

<sup>878</sup> Vgl. LELYFELD/KNOT (2009), S. 2313.

<sup>879</sup> Vgl. hierzu GOERKE (2009), S. 466 f.

TERS.<sup>880</sup> Dabei wird überprüft, ob die um Kapitalmassnahmen bereinigten Aktienkursinformationen vorhanden sind.<sup>881</sup> Da die einfachen Schlusskurse (*Closing Price*) zwar Kapitalveränderungen berücksichtigen, Dividendenausschüttungen jedoch vernachlässigen, wird auf den *Total Return* abgestellt, der sämtliche Renditebestandteile einbezieht. Sind weder in THOMSON REUTERS noch in der BLOOMBERG-Datenbank Informationen zum *Total Return* verfügbar, wird das Stichprobenelement aus der Untersuchung exkludiert.

Bei der Verwendung täglicher Aktienrenditen können sich auch aufgrund von illiquidem Aktienhandel Verzerrungen ergeben (*Nontrading Effect*).<sup>882</sup> Dies kann zur Folge haben, dass insbesondere Aktien kleiner Gesellschaften über mehrere Tage Nullrenditen aufweisen (*Thin Trading*).<sup>883</sup> Die Frage, ab wann von *Thin Trading* ausgegangen werden muss, ist in der Literatur nicht einheitlich gelöst. Während STIENEMANN (2003) und OSTROWSKI (2007) dann von unregelmässigem Handel ausgehen, wenn über 50 % der Beobachtungen im Untersuchungszeitraum Nullrenditen aufweisen, wählt BÜHNER (2004) eine Grenze von 33,33 %.<sup>884</sup> Auch hinsichtlich der Frage, ob Aktien mit unregelmässigem Handel aus der Untersuchung auszuschliessen sind, besteht Uneinigkeit. OSTROWSKI (2007) verzichtet auf die Eliminierung von Stichprobenelementen, um Verzerrungen zu Lasten kleinerer Unternehmen zu vermeiden.<sup>885</sup> Demgegenüber betrachten STIENEMANN (2003) und BARTSCH (2005) das Belassen der *Thin-Trading*-Elemente in der Stichprobe als eine Fehlspezifikation in der Modellierung der erwarteten Renditen.<sup>886</sup> Da Letzteres ein wichtiges Argument darstellt, werden in der vorliegenden Untersuchung Unternehmen, deren Aktien nach der Definition von BÜHNER (2004) *Thin Trading* aufweisen, aus der Stichprobe eliminiert. Insgesamt verkleinert dieser Untersuchungsschritt die Stichprobe auf eine Zahl von 157 Spin-off-Ankündigungen.

---

<sup>880</sup> Die Verwendung von THOMSON REUTERS ist als Quelle für Aktienkursdaten ausserhalb der USA üblich. Vgl. FASSNACHT (2011), S. 99.

<sup>881</sup> Vgl. GOERKE (2009), S. 469. Auch HENDERSON (1990), S. 287, und STRONG (1992), S. 535, weisen darauf hin, dass Kapitalmassnahmen zu berücksichtigen sind.

<sup>882</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 35.

<sup>883</sup> Vgl. DIMSON/MARSH (1983), S. 755; RÖDER (1999), S. 241; OSTROWSKI (2007), S. 197. Eine ausführliche Darstellung des Problems illiquiden Handels findet sich bei FASSNACHT (2011), S. 127.

<sup>884</sup> Vgl. STIENEMANN (2003), S. 158; OSTROWSKI (2007), S. 198; BÜHNER (2004), S. 123.

<sup>885</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 197.

<sup>886</sup> Vgl. STIENEMANN (2003), S. 158; BARTSCH (2005), S. 137.

5. Auch hinsichtlich der Ankündigungszeitpunkte ist eine umfassende analytische Aufbereitung des Rohdatensatzes notwendig. Das im Rahmen von Ereignisstudien zu verwendende Ereignisdatum bezeichnet den Zeitpunkt, an dem eine Information erstmalig an die Kapitalmärkte gelangt.<sup>887</sup> Daher wird auf das Datum der ersten Veröffentlichung über das Spin-off-Vorhaben durch den Mutterkonzern rekurriert. In der Regel handelt es sich um Meldungen, die den Wertpapieremittenten im Rahmen der Publizitätspflichten eine unverzügliche Veröffentlichung von Tatsachen auferlegen, die den Börsenkurs erheblich beeinflussen können.<sup>888</sup> Zum Zweck einer höheren Vergleichbarkeit und einheitlichen Handhabung wurden hierfür zunächst die Ankündigungstage herangezogen, wie sie in BLOOMBERG vermerkt sind. Eine eingehende Überprüfung jedes einzelnen Stichprobenelements anhand der Datenbanken LEXISNEXIS und FACTIVA sowie der vom Unternehmen publizierten Pflichtmeldungen zeigt jedoch erheblichen Korrekturbedarf. Der von BLOOMBERG angegebene Ankündigungszeitpunkt korrespondiert in einigen Fällen mit der Spin-off-Genehmigung durch die Aktionärsversammlung. Die Spin-off-Planung muss den Aktionären jedoch bereits im Vorfeld mitgeteilt werden. Dies ergibt sich neben den Publizitätspflichten auch aus den gesellschaftsrechtlichen Vorschriften zur Einberufung von Aktionärsversammlungen im europäischen Wirtschaftsraum.<sup>889</sup> Ist der Ankündigungszeitpunkt zweifelsfrei nachvollziehbar, wird dieser angepasst, andernfalls wird das Stichprobenelement aus der Untersuchung ausgeschlossen.<sup>890</sup> Nach der Analyse der Ankündigungszeitpunkte verbleiben 133 Elemente in der Stichprobe.

<sup>887</sup> COPELAND/LEMGRUBER/MAYERS (1987), S. 127 f., berichten, dass bis zu 13 Ankündigungen für ein einzelnes Spin-off-Ereignis publiziert werden.

<sup>888</sup> Zur Publizitätspflicht börsennotierter Unternehmen und zur Auslegung insbesondere der EU-Transparenzrichtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates (Richtlinie 2004/109/EG) und deren Überarbeitung vgl. TRANSPARENZRICHTLINIE (2004); QUENTMEIER (2012), S. 106 f.; WALTER (2012), S. 104 f.

<sup>889</sup> Zu denken ist etwa an die Pflicht zur vorhergehenden Bekanntgabe der an der Aktionärsversammlung zu beschliessenden Sachverhalte. So heisst es in § 124 Abs. 3 des Deutschen Aktiengesetzes (AktG): „Zu jedem Gegenstand der Tagesordnung, über den die Hauptversammlung beschliessen soll, haben der Vorstand und der Aufsichtsrat [...] Vorschläge zur Beschlussfassung zu machen.“ § 124 Abs. 4 konkretisiert: „Über Gegenstände der Tagesordnung, die nicht ordnungsgemäss bekanntgemacht sind, dürfen keine Beschlüsse gefasst werden.“ Vgl. AKTG (2013).

Gleiches sieht auch das Schweizerische Obligationenrecht in Art. 700 Abs. 2 vor: „In der Einberufung sind die Verhandlungsgegenstände sowie die Anträge des Verwaltungsrates und der Aktionäre bekanntzugeben, welche die Durchführung einer Generalversammlung oder die Traktandierung eines Verhandlungsgegenstands verlangt haben.“ Art. 700 Abs. 3 folgert: „Über Anträge zu nicht gehörig angekündigten Verhandlungsgegenständen können keine Beschlüsse gefasst werden.“ Vgl. OR (2013).

<sup>890</sup> Zur Handhabung unbekannter Ereigniszeitpunkte vgl. BINDER (1998), S. 122.

6. Um zu vermeiden, dass *Confounding Events* die Aktienkursreaktionen von Spin-off-Ankündigungen überlagern und damit verfälschen können, wird die verbleibende Stichprobe mittels des in der BLOOMBERG-Datenbank enthaltenen Ereignismonitors überprüft. Zusätzlich werden auch Medienmitteilungen der betroffenen Unternehmen auf Basis einer Internetrecherche herangezogen und analysiert. Findet sich innerhalb zehn Handelstagen vor und nach der Spin-off-Ankündigung ein kursrelevantes Ereignis, wird das Stichprobenelement aus der Untersuchung ausgeschlossen. Dieser Untersuchungsschritt schränkt die Stichprobe auf 126 Spin-off-Ankündigungen ein.
7. Um ein konsistentes Vorgehen sicherzustellen, ist zu überprüfen, ob die in der verbleibenden Stichprobe aufgeführten Spin-off-Ankündigungen mit der in Kapitel 2 elaborierten Definition übereinstimmen. Demnach muss der Spin-off folgende Voraussetzungen erfüllen: (1) Der Mutterkonzern muss über das Spin-off-Objekt wirtschaftliche Kontrolle ausüben, (2) als Rumpfbild bestehen bleiben und (3) den Spin-off freiwillig ausüben. Die aufwendige Analyse der Untersuchungsstichprobe zeigt, dass auch innerhalb der BLOOMBERG-Datenbank kein einheitliches Spin-off-Verständnis vorausgesetzt werden darf. Die Analyse der Stichprobe nach den voranstehenden Kriterien führt zu einer Reduktion des Stichprobenumfangs auf 97 Spin-off-Ankündigungen.
8. Schliesslich werden mehrfach aufgeführte Transaktionen ausgeschlossen, um einen zu hohen Einfluss einzelner Stichprobenelemente auf die Untersuchungsergebnisse zu vermeiden. Dabei werden neun weitere Transaktionen eliminiert, was die endgültige Stichprobe auf 83 Spin-off-Ankündigungen eingrenzt.<sup>891</sup>

---

<sup>891</sup>

Eine Übersicht über die Zusammensetzung der Stichprobe findet sich im Anhang.

Tabelle 6 fasst die einzelnen Schritte zur Stichprobenbildung zusammen.

UNTERSUCHUNGSSCHRITT	ANPASSUNG	VERBLEIBEND
1. Grundgesamtheit		2.179
2. Börsennotiert	-64	2.115
3. Westeuropa	-1.848	267
4. Kein Finanzunternehmen	-84	183
5. Verfügbarkeit von Aktienkursinformationen	-26	157
6. Feststellbarkeit des Ankündigungszeitpunkts	-24	133
7. Keine überlappenden Ereignisse	-7	126
8. Definitionskonform	-29	97
9. Nicht doppelt aufgeführt	-14	83
<b>TOTAL</b>		<b>83</b>

**Anpassung** steht für die eliminierten Stichprobenelemente. **Verbleibend** steht für die nach der Anpassung in der Stichprobe verbleibenden Spin-off-Ankündigungen.

Tabelle 6: *Stichprobenbildung*

### 6.3.5 Abnormale Renditen

#### 6.3.5.1 Vorgehen zur Berechnung abnormaler Renditen

Die von einem Spin-off induzierten Bewertungsänderungen an den Kapitalmärkten werden mittels abnormaler Renditen<sup>892</sup> (*Abnormal Returns*) gemessen, die den Informationsgehalt eines Ereignisses im Hinblick auf den Unternehmenswert ausdrücken.<sup>893</sup> Abnormale Renditen stehen für die Differenz zwischen im Ereigniszeitraum eingetretenen und der ohne das Ereignis zu erwartenden Rendite. Formal lässt sich dieser Zusammenhang für ein Unternehmen wie folgt ausdrücken:<sup>894</sup>

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (6.2)$$

<sup>892</sup> Die Verwendung von abnormalen Renditen findet sich erstmalig bei FAMA ET AL. (1969). In der Literatur finden sich auch die Begriffe Über- und Unterrenditen. Vgl. BÖHMER/LÖFFLER (1999), S. 304; BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 15.

<sup>893</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1980), S. 205.

<sup>894</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden BROWN/WARNER (1980), S. 207; CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 151.

mit

$AR_{i,t}$ : *Abnormale Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t*

$R_{i,t}$ : *Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t*

$E(R_{i,t})$ : *Erwartete Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t*

Die durchschnittlichen abnormalen Renditen (*Average Abnormal Returns; AAR*) einer Untersuchungsstichprobe lassen sich daran anknüpfend berechnen als:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (6.3)$$

mit

$AAR_t$ : *Durchschnittliche abnormale Rendite der Stichprobe zum Zeitpunkt t*

$AR_{i,t}$ : *Abnormale Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t*

$N$ : *Anzahl der Stichprobenelemente*

### 6.3.5.2 Verfahren der Renditeberechnung

Die Ermittlung abnormaler Renditen setzt eine Diskussion um die Art der Renditeberechnung voraus.<sup>895</sup> Grundsätzlich können Renditeberechnungen auf einer diskreten oder stetigen Basis erfolgen.<sup>896</sup> Die stetige Rendite im Zeitraum t ist wie folgt definiert:

$$r_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) = \ln(P_{i,t}) - \ln(P_{i,t-1}) \quad (6.4)$$

<sup>895</sup> Vgl. FASSNACHT (2011), S. 94 ff.

<sup>896</sup> Für eine ausführliche Darstellung der Unterschiede zwischen stetigen und diskreten Renditen vgl. PODDIG/BRINKMANN/SEILER (2009), S. 30 ff.

mit

$r_{i,t}$ : *Stetige Rendite der Aktie i im Zeitraum t ( $\triangleq$  s-1 bis s)*

$P_{i,s}$ : *Um Kapitalmassnahmen und Dividenden bereinigter Preis der Aktie i zum Zeitpunkt s*

$P_{i,s-1}$ : *Um Kapitalmassnahmen und Dividenden bereinigter Preis der Aktie i zum Zeitpunkt s-1*

Die Berechnung der diskreten Renditen folgt demgegenüber folgender Systematik:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,s} - P_{i,s-1}}{P_{i,s-1}} = \frac{P_{i,s}}{P_{i,s-1}} - 1 \quad (6.5)$$

mit

$R_{i,t}$ : *Diskrete Rendite der Aktie i im Zeitraum t ( $\triangleq$  s-1 bis s)*

$P_{i,s}$ : *Um Kapitalmassnahmen und Dividenden bereinigter Kurs der Aktie i zum Zeitpunkt s*

$P_{i,s-1}$ : *Um Kapitalmassnahmen und Dividenden bereinigter Kurs der Aktie i zum Zeitpunkt s-1*

Das Gesetz der *approximativen Gleichheit* postuliert, dass für kleine absolute Werte der Renditen folgender Zusammenhang gilt:<sup>897</sup>

$$R_{i,t} \approx r_{i,t} \quad (6.6)$$

<sup>897</sup>

Vgl. AHNEFELD (2007), S. 149.

DORFLEITNER (2002) berichtet, dass sich stetige von diskreten Renditen im Bereich zwischen  $-10\%$  und  $10\%$  maximal um  $5\%$  unterscheiden.<sup>898</sup> Auch FAMA (1970) bezeichnet die Vermutung der Gleichheit von stetigen und diskreten Renditen von bis zu  $15\%$  als vertretbar.<sup>899</sup>

In der Ereignisstudienliteratur findet sich kein einheitliches Vorgehen hinsichtlich des Renditeverfahrens. Während BROWN/WARNER (1985), BARBER/LYON (1997) sowie CABLE/HOLLAND (1999) ausschliesslich diskrete Renditen verwenden, setzen DIMSON/MARSH (1983), STRONG (1992), OSTROWSKI (2007) und FASSNACHT (2011) auf die Verwendung stetiger Renditen.<sup>900</sup> FAMA ET AL. (1969) sowie BÖHMER/LÖFFLER (1999) verwenden in ihren Untersuchungen simultan beide Renditetypen, können aber keine wesentlichen Unterschiede feststellen.<sup>901</sup> Auch HENDERSON (1990) konstatiert, dass die Wahl der Renditeform keinen entscheidenden Einfluss auf die Ereignisstudie hat.<sup>902</sup>

Dass sich weder die diskrete noch die stetige Renditeberechnung in Ereignisstudien klar durchgesetzt haben, ist den verschiedenen Vor- und Nachteilen beider Renditealternativen geschuldet. Ein wichtiger Vorteil stetiger Renditen im Rahmen von Ereignisstudien ist deren *Additivität im Längsschnitt* bzw. *entlang der Zeitachse*.<sup>903</sup> Das Kumulieren über die Zeit kann bei stetigen Renditen durch eine einfache Addition der stetigen Renditen erfolgen, was bei diskreten Renditen nicht der Fall ist. Demgegenüber weisen diskrete Renditen den Vorteil der *Additivität im Querschnitt* bzw. *entlang von Portfolios* auf.<sup>904</sup> Die Berechnung von Portfoliorenditen kann hier über eine einfache Addition der im Portfolio enthaltenen Wertpapiere erfolgen. Diese Eigenschaft weisen stetige Renditen nicht auf; die einfache Addition stetiger Renditen würde zu einer systematischen Unterschätzung der Portfoliorendite führen.<sup>905</sup>

---

<sup>898</sup> Vgl. DORFLEITNER (2002), S. 220.

<sup>899</sup> Vgl. FAMA (1970), S. 393.

<sup>900</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1985); BARBER/LYON (1997); CABLE/HOLLAND (1999); DIMSON/MARSH (1983); STRONG (1992); OSTROWSKI (2007); FASSNACHT (2011).

<sup>901</sup> Vgl. FAMA (1969), S. 4; BÖHMER/LÖFFLER (1999), S. 308.

<sup>902</sup> Vgl. HENDERSON (1990), S. 287.

<sup>903</sup> Vgl. CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 11; DORFLEITNER (2002), S. 220 f.

<sup>904</sup> Vgl. CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 11; DORFLEITNER (2002), S. 221.

<sup>905</sup> Ein anschauliches Beispiel für dieses Phänomen bieten BARBER/LYON (1997), S. 349 ff. CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 11 f., weisen jedoch darauf hin, dass der Fehler über kurze Untersuchungsintervalle und bei kleinen absoluten Renditewerten vernachlässigbar gering sein dürfte.

Ein weiteres Argument für die Verwendung stetiger Renditen ist deren Verteilungseigenschaft. Im Gegensatz zu diskreten Renditen sind stetige Renditen eher symmetrisch verteilt und werden somit der Annahme der Normalverteilung besser gerecht.<sup>906</sup> Diese Eigenschaft ist vor allem bei parametrischen statistischen Testverfahren, die normalverteilte Renditen voraussetzen, entscheidend. DORFLEITNER (2002) und PODDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2008) weisen jedoch darauf hin, dass die Annahme der Normalverteilung auch bei stetigen Renditen nicht in jedem Fall Gültigkeit aufweist.<sup>907</sup>

Vor dem Hintergrund der voranstehenden Erwägungen scheint insbesondere der Vorteil der *Additivität im Querschnitt* diskreter Renditen zu überwiegen. Da in Ereignisstudien durchschnittliche Renditen über die Untersuchungsstichprobe hinweg ermittelt werden, empfehlen beispielsweise BARBER/LYON (1997), CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997) und DORFLEITNER (2002) die Verwendung diskreter Renditen.<sup>908</sup> Aus diesem Grund werden auch in der vorliegenden Arbeit alle Berechnungen auf Basis diskreter Renditen durchgeführt.<sup>909</sup>

Neben der Wahl der Berechnungsmethode für die Renditen ist auch eine Entscheidung hinsichtlich ihrer Fristigkeit zu treffen. Grundsätzlich ist die Verwendung täglicher, wöchentlicher und monatlicher Renditen denkbar.<sup>910</sup> In Ereignisstudien hat sich die Verwendung täglicher Renditen als üblicher Standard etabliert.<sup>911</sup> Dies zum einen, weil tägliche Renditen mögliche Fehlspezifikationen, die aus der Entscheidung zwischen stetigen und diskreten Renditen resultieren könnten, minimieren, was auf das Gesetz der *approximativen Gleichheit* zurückzuführen ist (tägliche Renditen im Bereich von  $-10\%$  und  $10\%$  dürfen als selten angesehen werden).<sup>912</sup> Zum anderen bieten sich tägliche Renditen auch aufgrund ihrer statistischen Eigenschaften an. BROWN/WARNER (1985) analysieren den Einfluss der Verwendung täglicher Renditen auf die Methode der Ereignisstudie. Unter Berücksichtigung möglicher Prob-

---

<sup>906</sup> Vgl. GRANGER/MORGENSTERN (1970), S. 108; DORFLEITNER (2002), S. 220 f.

<sup>907</sup> Vgl. DORFLEITNER (2002), S. 232; PODDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2008), S. 105.

<sup>908</sup> Vgl. BARBER/LYON (1997), S. 350; CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 12; DORFLEITNER (2002), S. 238.

<sup>909</sup> Ein identisches Vorgehen wählen zum Beispiel RÖDER (1999), KURTH (2005), OSTROWSKI (2007) und FASSNACHT (2011).

<sup>910</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 124.

<sup>911</sup> Vgl. zum Beispiel BARTSCH (2005), S. 122 f.

<sup>912</sup> Vgl. FASSNACHT (2011), S. 95.

lemkreise<sup>913</sup> konkludieren sie: „*The characteristics of daily data generally present few difficulties in the context of event study methodologies. Furthermore [...] the use of daily data is straightforward.*“<sup>914</sup> Auch STRONG (1992) berichtet von einer erhöhten Aussagekraft von Ereignisstudien, die auf Basis täglicher Renditen durchgeführt werden.<sup>915</sup> Schliesslich ist die Verwendung täglicher Renditen auch vor dem Hintergrund der halbstrengen Informationseffizienz zweckdienlich, da Kursreaktionen innerhalb weniger Tage um den Ankündigungszeitpunkt zu erwarten sind.<sup>916</sup>

### 6.3.6 Erwartete Renditen

#### 6.3.6.1 Preisbildungsmodelle

Für die Berechnung abnormaler Renditen in Ereignisstudien bedarf es einer Schätzung der Renditen, die ohne das Auftreten des Ereignisses zu erwarten gewesen wären. Diese *erwarteten Renditen* können mithilfe von Preisbildungsmodellen erzeugt werden. In der Literatur wird zwischen Einfaktormodellen, Mehrfaktormodellen und faktorlosen Modellen unterschieden.<sup>917</sup> Andere Teile der Literatur differenzieren zwischen statistischen und ökonomischen Modellen.<sup>918</sup> Abbildung 31 illustriert die für Ereignisstudien wichtigsten Preisbildungsmodelle.

Zu den statistischen Modellen zählen das Marktmodell (*Market Model*), das Modell durchschnittsbereinigter Renditen (*Mean Adjusted Model* oder *Constant Mean Model*) sowie das Modell marktbereinigter Renditen (*Market Adjusted Model*).<sup>919</sup>

---

<sup>913</sup> BROWN/WARNER (1985), S. 25, untersuchen den Einfluss folgender Eigenschaften täglicher Renditen: „(1) non-normality of returns and excess returns, (2) bias in OLS estimates of market model parameters in the presence of non-synchronous trading, and (3) estimation of the variance to be used in hypothesis tests concerning the mean excess return, and specifically the issues of autocorrelation in daily excess returns and of variance increases on the days around an event.“

<sup>914</sup> BROWN/WARNER (1985), S. 25.

<sup>915</sup> Vgl. STRONG (1992), S. 542.

<sup>916</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 124 und die dort angeführte Literatur.

<sup>917</sup> Vgl. zum Beispiel BROWN/WARNER (1980), S. 207 f.; EHRHARDT/KOERSTEIN (2001), S. 447 ff.; RÖDER (1999), S. 23 ff.; OSTROWSKI (2007), S. 121.

<sup>918</sup> Vgl. zum Beispiel MACKINLEY (1997), S. 17; BÜHNER (2004), S. 128.

<sup>919</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 121 f. und die dort angeführte Literatur.

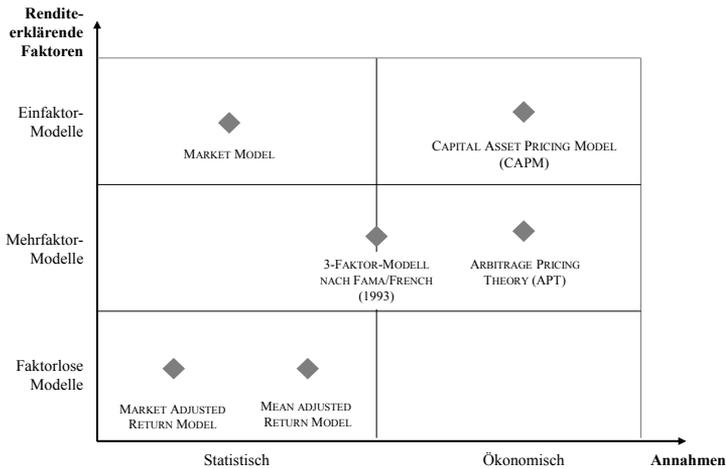


Abbildung 31: Preisbildungsmodelle im Kontext der Ereignisstudienmethodik (Quelle: Eigene Darstellung)

Das im Rahmen von Ereignisstudien am häufigsten verwendete Modell ist das auf die Arbeit von SHARPE (1963) zurückgehende *Marktmodell*.<sup>920</sup> Das Marktmodell unterstellt einen linearen Zusammenhang zwischen der Aktienrendite eines Unternehmens und der Rendite eines Marktportfolios. Man spricht deshalb von einem Einfaktormodell. Formal wird das Marktmodell mittels einer Regressionsanalyse beschrieben wie folgt.<sup>921</sup>

$$E[R_{i,t}] = \alpha_i + \beta_i E[R_{m,t}] + \varepsilon_{i,t} \quad (6.7)$$

mit

$E[R_{i,t}]$ : Erwartete Rendite der Aktie  $i$  im Zeitraum  $t$

$E[R_{m,t}]$ : Erwartete Rendite des Marktportfolios

<sup>920</sup> Vgl. SHARPE (1963). Zur Häufigkeit der Anwendung des Marktmodells vgl. STRONG (1992), S. 537; ZIMMERMANN (1997), S. 79 ff. und die dort angeführte Literatur.

<sup>921</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 18.

$\alpha_i$ : Von der Marktrendite unabhängiger Renditebestandteil der Aktie  $i$

$\beta_i$ : Renditesensitivität der Aktie  $i$  im Verhältnis zur Marktrendite

$\varepsilon_{i,t}$ : Störterm

Dabei gilt:

$$E[\varepsilon_{i,t}] = 0 \quad \text{und} \quad \text{Var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Die nach dem Marktmodell ermittelten erwarteten Renditen werden als markt- und risikoadjustiert bezeichnet.<sup>922</sup> Die Anwendung des Marktmodells setzt die Definition einer Schätzperiode im Vorfeld des Ereignisses voraus. In dieser sind die Regressionsparameter zu ermitteln.<sup>923</sup>

Das *Modell marktbereinigter Renditen* gilt als Spezialfall des Marktmodells.<sup>924</sup> Die Regressionsparameter des Marktmodells nehmen im Modell marktbereinigter Renditen die folgenden Werte an:  $\alpha_i = 0$  und  $\beta_i = 1$ . Formal lässt sich die erwartete Rendite einer Aktie  $i$  demnach wie folgt beschreiben:

$$E[R_{i,t}] = E[R_{m,t}] + \varepsilon_{i,t} \tag{6.8}$$

mit

$E[R_{i,t}]$ : Erwartete Rendite der Aktie  $i$  im Zeitraum  $t$

$E[R_{m,t}]$ : Erwartete Rendite des Marktportfolios

$\varepsilon_{i,t}$ : Störterm

<sup>922</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1980), S. 234.

<sup>923</sup> Vgl. BINDER (1998), S. 113.

<sup>924</sup> Zum Modell marktbereinigter Renditen vgl. CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 156; BÜHNER (2004), S. 129; OSTROWSKI (2007), S. 123 f.; FASSNACHT (2011), S. 113 f.

Dabei gilt:

$$E[\varepsilon_{i,t}] = 0 \quad \text{und} \quad \text{Var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Die erwartete Rendite einer Aktie  $i$  entspricht im Modell marktbereinigter Renditen demnach der Rendite des Marktportfolios. Es bedarf daher keiner Definition einer Schätzperiode.

Das *Modell mittelwertbereinigter Renditen* stellt eine einfache und anwenderfreundliche Variante zur Ermittlung erwarteter Renditen dar.<sup>925</sup> Die erwarteten Renditen entsprechen im Modell mittelwertbereinigter Renditen der Durchschnittsrendite eines im Vorfeld des Ereignisses definierten Zeitraums (Schätzperiode). Das Modell unterstellt, dass sich die durchschnittliche Rendite im Zeitablauf konstant verhält, entsprechend Rückschlüsse auf die erwartete Rendite möglich sind.<sup>926</sup> Zusätzlich wird vorausgesetzt, dass Aktienrenditen unabhängig voneinander und normalverteilt anfallen. Formal lässt sich dies wie folgt ausdrücken:<sup>927</sup>

$$E[R_{i,t}] = \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (6.9)$$

mit

$E[R_{i,t}]$ : Erwartete Rendite der Aktie  $i$  im Zeitraum  $t$

$\mu_i$ : Durchschnittliche Rendite der Aktie  $i$  in einem dem Ereignis vorgelegerten Zeitraum.

$\varepsilon_{i,t}$ : Störterm

<sup>925</sup> Vgl. BÜHNER (2004), S. 128; OSTROWSKI (2007), S. 122.

<sup>926</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 15.

<sup>927</sup> Vgl. BINDER (1998), S. 117 f.

Dabei gilt wiederum:

$$E[\varepsilon_{i,t}] = 0 \quad \text{und} \quad \text{Var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Die für Ereignisstudien grundsätzlich zur Verfügung stehenden ökonomischen Verfahren sind das *Capital Asset Pricing Modell (CAPM)*<sup>928</sup>, die *Arbitrage Pricing Theory (APT)*<sup>929</sup> sowie das auf FAMA/FRENCH (1993) zurückgehende 3-Faktor-Modell.<sup>930</sup> Sowohl das *CAPM* als auch die *APT* beruhen auf Annahmen über das Verhalten der Marktteilnehmer und gehen von der Bewegung des Marktes hin zu einem stabilen Gleichgewichtszustand aus.<sup>931</sup> Während das *CAPM* im Kern nur eine einzige Einflussgrösse des systematischen Risikos vorsieht, geht die *APT* von mehreren gesamtwirtschaftlichen Einflussfaktoren aus. Diese bleiben aber unbestimmt. Auch das 3-Faktor-Modell von FAMA/FRENCH (1993), das sowohl ökonomische als auch statistische Eigenschaften aufweist, geht ähnlich wie die *APT* von mehreren Einflussfaktoren auf die unternehmensspezifische Aktienrendite aus.<sup>932</sup> Allerdings spezifizieren FAMA/FRENCH (1993) die Risikofaktoren als die Schwankung der Markttrendite, die Marktkapitalisierung und das Marktwert-Buchwert-Verhältnis.

Trotz der Tatsache, dass der Wahl des Preisbildungsmodells eine bedeutsame Rolle zukommt,<sup>933</sup> besteht in der Literatur keine abschliessende Einigkeit darüber, welches Modell am ehesten für die Durchführung von Ereignisstudien geeignet ist.<sup>934</sup> BROWN/WARNER (1980) sowie CABLE/HOLLAND (1999) kommen zu dem Ergebnis, dass das Marktmodell dem *CAPM* aufgrund seiner grösseren Robustheit und exakteren Ergebnisse überlegen ist.<sup>935</sup> Auch HAUSER (2003) und PAUSER (2007) sprechen sich gegen die Verwendung des *CAPM* aus; sie führen allerdings zusätzlich die restriktiven

<sup>928</sup> Das *CAPM* wurde in den 1960er Jahren von SHARPE (1964), LINTNER (1965) und MOSSIN (1966) unabhängig voneinander entwickelt. Zur Herleitung und Funktionsweise des *CAPM* vgl. ELTON ET AL. (2007), S. 284 ff.; BODIE/KANE/MARCUS (2009), S. 280 ff.

<sup>929</sup> Zur *APT* vgl. ROSS (1976).

<sup>930</sup> Da alle drei Verfahren im Rahmen von Ereignisstudien kaum Relevanz aufweisen, wird auf eine ausführliche Darstellung verzichtet.

<sup>931</sup> Vgl. CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 153.

<sup>932</sup> Vgl. FAMA/FRENCH (1993), S. 3 ff.

<sup>933</sup> Insbesondere bei langfristigen Ereignisstudien unterscheiden sich die Ergebnisse je nach gewähltem Modell teilweise erheblich. Vgl. KOTHARI/WARNER (2007), S. 22 f. Für den kurzfristigen Untersuchungshorizont spielt dieses Problem jedoch eine untergeordnete Rolle. Vgl. FAMA (1998), S. 291; KOTHARI (2001), S. 188.

<sup>934</sup> Vgl. FASSNACHT (2011), S. 108 und die dort angeführte Literatur.

<sup>935</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1980), S. 205 ff.; CABLE/HOLLAND (1999), S. 331 ff.

Prämissen des *CAPM* ins Feld, die gegen seinen Einsatz im Rahmen von Ereignisstudien sprechen.<sup>936</sup> Für die Ablehnung der *APT* führt PAUSER (2007) indes „die fehlende Konkretisierung der relevanten, ökonomischen Einflussfaktoren sowohl in inhaltlicher Hinsicht als auch in Bezug auf ihre Anzahl und Relevanz“<sup>937</sup> an. BÜHNER (2004) kommt hinsichtlich des Einsatzes von Mehrfaktormodellen zu dem Schluss, dass die „zusätzlichen Faktoren jedoch meist nur einen geringen zusätzlichen Erklärungsgehalt besitzen“<sup>938</sup>, die „Bedeutung im Rahmen von Ereignisstudien daher gering“<sup>939</sup> sei.

Um eine möglichst hohe Güte der Ergebnisse sicherzustellen und die Unsicherheit hinsichtlich des richtigen Modells zu reduzieren, wenden CABLE/HOLLAND (1999) simultan verschiedene Modelle an.<sup>940</sup> Analog zu diesem Vorgehen werden auch in der vorliegenden Untersuchung das Marktmodell sowie das Modell marktbereinigter Renditen herangezogen.<sup>941</sup> Entsprechend ist eine hohe Vergleichbarkeit der vorliegenden Arbeit mit anderen Studien gewährleistet.<sup>942</sup>

### 6.3.6.2 Wahl der Ereignis- und Schätzperioden

Die Durchführung einer Ereignisstudie und die in deren Rahmen vorgesehene Anwendung des Marktmodells setzen die *Definition eines Schätz- und Ereignisfensters* voraus.<sup>943</sup>

Die *Schätzperiode* bezeichnet den Zeitraum, in dem die für die verwendeten Preisbildungsmodelle notwendigen Parameter ermittelt werden. In Bezug auf die Dauer der Schätzperiode hat sich in der Literatur kein einheitlicher Standard etabliert.<sup>944</sup> Während aus statistischer Sicht eine möglichst lange Schätzperiode vorteilhaft ist, da sie mehr Datenpunkte enthält, besteht die Gefahr, dass Sondereinflüsse zu verzerrten Regressionsergebnissen führen.<sup>945</sup> Kongruent zu vergleichbaren Studien wird in der vor-

<sup>936</sup> Vgl. HAUSER (2003), S. 142; PAUSER (2007), S. 84 und die dort angeführte Literatur.

<sup>937</sup> PAUSER (2007), S. 84.

<sup>938</sup> BÜHNER (2004), S. 130.

<sup>939</sup> BÜHNER (2004), S. 130.

<sup>940</sup> Vgl. CABLE/HOLLAND (1999), S. 332.

<sup>941</sup> Ein identisches Vorgehen wählen BÜHNER (2004), S. 129 und FASSNACHT (2011), S. 108.

<sup>942</sup> Vgl. BINDER (1998), S. 122; CAMPBELL/LO/MACKINLEY (1997), S. 156.

<sup>943</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 19 f.

<sup>944</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 89.

<sup>945</sup> Für eine ausführliche Diskussion der Vor- und Nachteile langer Schätzfenster vgl. FASSNACHT (2011), S. 111 und die dort angeführte Literatur.

liegenden Arbeit eine Schätzperiode von 250 Handelstagen gewählt, um einerseits genügend Datenpunkte für die Durchführung der Regression zu erhalten und andererseits die Annahme stabiler Modellparameter zu erlauben.<sup>946</sup>

Das *Ereignisfenster* umspannt den Zeitraum, in dem ein Einfluss des Ereignisses auf den Aktienkurs unterstellt wird. Im Ereignisfenster werden die abnormalen Renditen ermittelt. Auch bei der Festlegung der Länge des Ereignisfensters besteht ein Zielkonflikt, der sich wie folgt erklärt: Je kürzer das Ereignisfenster, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass keine anderen, kursrelevanten Ereignisse die Untersuchungsergebnisse verzerren. Zugleich ist die Güte statistischer Testverfahren bei kurzen Ereignisfenstern höher.<sup>947</sup> Allerdings besteht dann der Nachteil, dass möglicherweise nicht alle Werteffekte berücksichtigt werden.<sup>948</sup> Als Kompromisslösung werden in der vorliegenden Arbeit variable Ereignisfenster analysiert.<sup>949</sup>

Die Schätz- und die Ereignisperiode sind so zu wählen, dass sie sich nicht überschneiden um sicherzustellen, dass das Ereignis die Modellparameter nicht beeinflusst. Abbildung 32 verdeutlicht den gewählten zeitlichen Zusammenhang. Sämtliche Zeitangaben werden relativ zum Ereigniszeitpunkt  $t_0$  definiert. Handelsfreie Tage werden aus der Untersuchung ausgeschlossen.

---

<sup>946</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 17; BINDER (1998), S. 113; PAUSER (2007), S. 89.

<sup>947</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1985), S. 14.

<sup>948</sup> Für eine ausführliche Diskussion dieser Problemstellung vgl. MALATESTA/THOMPSON (1985); BHAGAT/JEFFERIS (1991); ECKBO/MAKSIMOVIC/WILLIAMS (1990).

<sup>949</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 88. Zum Zweck der Untersuchung der Einflussfaktoren wird massgeblich das Ereignisfenster  $[-1;+1]$  einbezogen. Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1122.

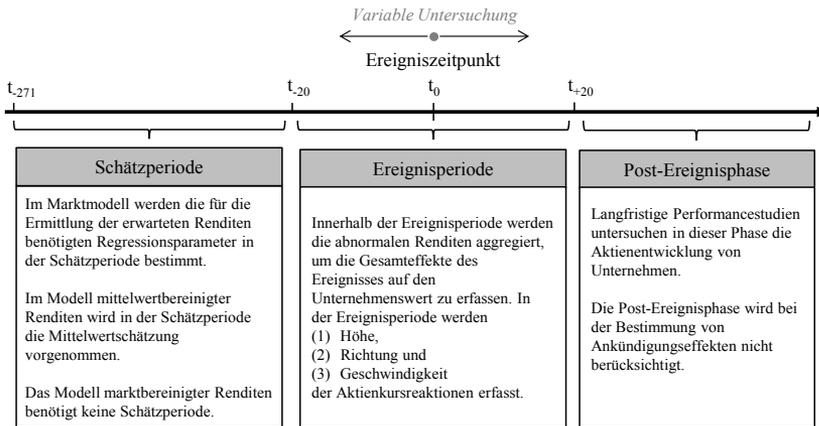


Abbildung 32: Zeitlicher Zusammenhang der Untersuchungskonzeption (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an BENNINGA [2008], S. 372).

### 6.3.6.3 Wahl des Marktindex

Die vorgestellten Preisbildungsmodelle setzen mit Ausnahme des Modells mittelwertbereinigter Renditen die Bestimmung eines Marktindex voraus. Während das *CAPM* voraussetzt, dass der gewählte Index sämtliche handelbaren Investitionsalternativen abbildet, verlangen das verwendete Marktmodell sowie das Modell marktbereinigter Renditen lediglich, dass er einen möglichst guten Prädiktor für die Aktienrenditen der untersuchten Unternehmen darstellt.<sup>950</sup>

Aktienindizes werden üblicherweise anhand der folgenden Eigenschaften differenziert:<sup>951</sup>

1. All Share vs. Auswahlindizes
2. Gleich- vs. wertgewichtete Indizes
3. Kurs- vs. Performanceindizes

<sup>950</sup> Vgl. BÜHNER (2004), S. 130.

<sup>951</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden BÜHNER (2004), S. 130; PAUSER (2007), S. 89 f.

Ein *All-Share-Index* beinhaltet möglichst sämtliche im entsprechenden Markt gelisteten Aktien, während Auswahlindizes gewisse Teilbereiche wie Branchen oder Länder abzubilden versuchen. Auswahlindizes haben zwar den Vorteil, die Renditeentwicklung einer Aktie besser vorherzusagen, da sie die individuellen Besonderheiten eines Landes oder einer Branche berücksichtigen, können aber teilweise stark von einzelnen Unternehmen dominiert werden. Letzteres kann zur Folge haben, dass die abnormale Rendite eines stark gewichteten Unternehmens den Index beeinflusst und somit die Untersuchungsergebnisse verfälscht.<sup>952</sup> Daher ist auf einen möglichst breit diversifizierten Aktienindex abzustellen.<sup>953</sup>

Grundsätzlich ist auch zwischen gleich- und wertgewichteten Aktienindizes zu unterscheiden. Wertgewichtete Aktienindizes bilden die Unternehmenswertentwicklung anhand der Marktkapitalisierung ab, während gleichgewichtete Indizes die beinhalteten Aktienrenditen zu einem ungewichteten arithmetischen Durchschnittswert verarbeiten.<sup>954</sup> Im Rahmen von Ereignisstudien werden in der Regel gleichgewichtete Aktienindizes verwendet, da die Renditeentwicklung kleiner Unternehmen darin ebenso ihren Niederschlag findet, wie die von grossen Unternehmen.<sup>955</sup>

Schliesslich ist eine Entscheidung hinsichtlich eines Kurs- oder eines Performanceindex zu treffen. Performanceindizes berücksichtigen die Wirkung von Kapitalmassnahmen, wie die Zahlung von Dividenden, Kapitalerhöhungen oder Aktiensplits (*Total Return*).<sup>956</sup> Ein Kursindex widerspiegelt hingegen die tatsächlich an der Börse beobachteten Kursverläufe. Da für die Messung der Shareholder-Value-Veränderung sämtliche Renditekomponenten von Interesse sind, ist es in Ereignisstudien üblich, einen Performanceindex heranzuziehen.<sup>957</sup>

Um den in Ereignisstudien an einen Marktindex gestellten Anforderungen gerecht zu werden, wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit der *Total Return* des STOXX ® Europe 600 Index (EUROSTOXX 600) herangezogen.<sup>958</sup> Er stellt sowohl einen guten Prä-

---

<sup>952</sup> Vgl. VELD-VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1120.

<sup>953</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 18.

<sup>954</sup> Vgl. KLEEBERG (1991), S. 8.

<sup>955</sup> Vgl. PETERSON (1989), S. 50; ARMITAGE (1991), S. 33 f.; PAUSER (2007), S. 90.

<sup>956</sup> Vgl. STRONG (1992), S. 539.

<sup>957</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 90.

<sup>958</sup> Der STOXX ® Europe 600 Index repräsentiert 600 Gross- Mittel- und Kleinunternehmen aus den Ländern Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Grossbritannien, Island, Ir-

diktator für die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone dar als auch einen möglichst breit diversifizierten Performanceindex, der die Zusammensetzung der Stichprobe adäquat repräsentiert.

### 6.3.7 Renditeaggregation

Um die ökonomischen Werteffekte eines Ereignisses auf den Aktienkurs eines Unternehmens in seiner Gesamtheit zu erfassen, werden die abnormalen Renditen in Ereignisstudien über die Zeit hinweg über verschiedene Intervalle aggregiert.<sup>959</sup> Bei der Untersuchung von Ankündigungseffekten werden hierzu üblicherweise kumulierte abnormale Renditen (*Cumulative Abnormal Returns; CAR*) berechnet, auf welche auch im Rahmen der vorliegenden Arbeit rekurriert wird.<sup>960</sup> Die *CAR* lassen sich formal wie folgt ausdrücken:

$$CAR_{i,t_1-t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (6.10)$$

mit

$CAR_{i,t_1-t_2}$ : *kumulierte abnormale Rendite der Aktie i im Ereignisfenster*  
 $[t_1; t_2]$

$AR_{i,t}$  *abnormale Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t*

Um die Werteffekte *sämtlicher* in der Untersuchung berücksichtigten Spin-off-Ankündigungen zu ermitteln, werden die *CAR* auch über die Stichprobe hinweg aggregiert. Der resultierende *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* aggregiert den innerhalb des Ereignisfensters gemessenen Gesamteffekt zu einer Zahl:<sup>961</sup>

---

land, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, Schweiz, und Spanien (www.stoxx.com).

<sup>959</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 21.

<sup>960</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden FASSNACHT (2011), S. 101 und die dort angeführte Literatur.

<sup>961</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 24.

$$CAAR_{t_1-t_2} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i,t_1-t_2} \quad (6.11)$$

mit

$CAAR_{t_1-t_2}$ : *kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite im Ereignisfenster  $[t_1; t_2]$*

$CAR_{i,t_1-t_2}$ : *kumulierte abnormale Rendite der Aktie  $i$  im Ereignisfenster  $[t_1; t_2]$*

$N$ : *Anzahl der Stichprobenelemente*

## 6.4 Univariate statistische Testverfahren

### 6.4.1 Grundlegende Überlegungen

Um zu überprüfen, ob die gemessenen abnormalen Renditen zufällig angefallen oder tatsächlich auf das untersuchte Ereignis zurückzuführen sind, werden induktive statistische Testverfahren herangezogen.<sup>962</sup> Dabei wird analysiert, ob die Ergebnisse der Stichprobenuntersuchung in signifikantem Gegensatz zu den aufgestellten Hypothesen stehen.<sup>963</sup> Das statistische Signifikanzniveau drückt die Irrtumswahrscheinlichkeit aus.<sup>964</sup>

Die Nullhypothese geht üblicherweise von keinem signifikanten Einfluss einer Spin-off-Ankündigung auf den Aktienkurs aus, womit sie eine der Forschungshypothese widersprechende Parameterkonstellation repräsentiert.<sup>965</sup> Die Null- und die Alternativhypothese zu den Werteeffekten von Spin-off-Ankündigungen lassen sich formal wie folgt beschreiben:<sup>966</sup>

<sup>962</sup> Ausführlich zur Signifikanztestproblematik in Ereignisstudien vgl. BÖHMER/MUSUMECI/POULSEN (1991), S. 257 ff.; COWAN (1992), S. 343 ff.; STRONG (1992), S. 545 ff.; SERRA (2002), S. 1 ff.; AKTAS/BODT/COUSIN (2007), S. 133 ff.; BREMER/ZHANG (2007), S. 497 ff.; CORRADO (2011), S. 207 ff.

<sup>963</sup> Vgl. HAUSER (2007), S. 147.

<sup>964</sup> Vgl. KOTHARI/WARNER (2007), S. 12.

<sup>965</sup> Vgl. SERRA (2002), S. 2; OSTROWSKI (2007), S. 126 f.

<sup>966</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 94.

$$H_0: CAAR_{t_1-t_2} = 0 \quad (6.12)$$

$$H_1: CAAR_{t_1-t_2} \neq 0 \quad (6.13)$$

mit

$CAAR_{t_1-t_2}$ : *kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite im Ereignisfenster  $[t_1; t_2]$*

Sollen die  $CAAR$  zweier Teilstichproben miteinander verglichen werden, folgt das Hypothesenpaar der folgenden Form:

$$H_0: CAAR_{1,t_1-t_2} = CAAR_{2,t_1-t_2} \quad (6.14)$$

$$H_1: CAAR_{1,t_1-t_2} \neq CAAR_{2,t_1-t_2} \quad (6.15)$$

mit

$CAAR_{i,t_1-t_2}$ : *kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite der Teilstichprobe  $i$  im Ereignisfenster  $[t_1; t_2]$*

Wird die Nullhypothese abgelehnt, obwohl sie wahr ist, liegt ein *Fehler erster Art* (Typ I-Fehler) vor.<sup>967</sup> Wird die Nullhypothese indessen als wahr angenommen, obwohl sie falsch ist, spricht man vom *Fehler zweiter Art* (Typ II-Fehler).

#### 6.4.2 Parametrische Signifikanztests der abnormalen Renditen

Für die Untersuchung abnormaler Renditen kommen verschiedene Signifikanztests in Frage. Grundsätzlich wird zwischen parametrischen und nicht-parametrischen Testverfahren unterschieden. Während die parametrischen Verfahren auf detaillierten Vertei-

<sup>967</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1980), S. 206.

lungssannahmen basieren, kommen die nicht-parametrischen Tests ohne Annahmen über die Verteilung der Untersuchungsvariablen aus.<sup>968</sup>

Die parametrischen Testverfahren beruhen üblicherweise auf der Annahme, dass die unternehmensspezifischen abnormalen Renditen normalverteilt sind.<sup>969</sup> Das in Ereignisstudien am häufigsten angewendete parametrische Testverfahren zur Analyse abnormaler Renditen stellt der *Einstichproben-t-Test* dar.<sup>970</sup> Der Einstichproben-t-Test prüft mit Hilfe eines aus der Stichprobe gewonnenen Mittelwerts, ob auch der Mittelwert der Grundgesamtheit statistisch signifikant von einem vorgegebenen Testwert abweicht.<sup>971</sup> Die Testfunktion lautet wie folgt:

$$t = \frac{\bar{X} - \mu_0}{\sigma} \sqrt{N} \quad (6.16)$$

mit

- $\bar{X}$ : Mittelwert der Stichprobe  
 $\mu_0$ : hypothetischer Mittelwert der Grundgesamtheit (Testwert)  
 $\sigma$ : Standardabweichung der Stichprobe  
 $N$ : Stichprobenumfang

Übertragen auf die Untersuchung, ob die durch die Spin-off-Ankündigung induzierten abnormalen Renditen von null verschieden sind, lässt sich folgende Testfunktion ableiten:<sup>972</sup>

$$t = \frac{CAAR_{t_1-t_2}}{\hat{\sigma}(CAR_{t_1-t_2})} \sqrt{N} \quad (6.17)$$

mit

<sup>968</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 127; PAUSER (2007), S. 95; LENHARD (2009), S. 147.

<sup>969</sup> Vgl. SERRA (2002), S. 4.

<sup>970</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 127; PAUSER (2007), S. 96; LENHARD (2009), S. 148.

<sup>971</sup> Vgl. BORTZ (2005), S. 140 ff.

<sup>972</sup> Vgl. BINDER (1998), S. 114.

- $CAAR_{t_1-t_2}$ : *kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite im Ereignisfenster  $[t_1; t_2]$*
- $\hat{\sigma}(CAR_{t_1-t_2})$ : *geschätzte Standardabweichung der kumulierten abnormalen Renditen im Ereignisfenster  $[t_1; t_2]$*
- $N$ : *Stichprobenumfang*

Problematisch bei einem einfachen t-Test ist die Annahme einer konstanten Varianz der abnormalen Renditen. Kommt es zu einer *ereignisinduzierten Veränderung der Varianz innerhalb des Ereignisfensters*, führt dies zu einer Überbewertung der gemessenen statistischen Signifikanz.<sup>973</sup> Tatsächlich weisen einige Studien auf das Phänomen eines Varianzstiegs im Ereignisfenster hin.<sup>974</sup> In der Literatur werden daher weitere, auf dem t-Test basierende, Verfahren vorgestellt, die eine Standardisierung der Varianzen vorschlagen.<sup>975</sup>

Erstmalig berücksichtigt das von PATELL (1976) entwickelte Testverfahren ein mögliches Ansteigen der Varianz innerhalb des Ereignisfensters.<sup>976</sup> Es wird auch als Testverfahren der *wertpapierspezifischen Standardisierung* bezeichnet. Aufbauend auf der von PATELL (1976) entwickelten Prüfstatistik, führen BOEHMER/MASUMECI/POULSEN (1991) ein erweitertes Verfahren ein; sie berücksichtigen sowohl Fehlspezifikation aufgrund ereignisinduzierter Varianzveränderungen als auch Verzerrungen aufgrund von Kollinearität der Renditen (Querschnittskorrelation).<sup>977</sup> Für die von BOEHMER/MASUMECI/POULSEN (1991) entwickelte Teststatistik hat sich die Bezeichnung des *standardisierten Querschnittsverfahrens* etabliert.<sup>978</sup> Die abnormalen Renditen werden demnach zunächst anhand der Varianz der Residuen aus der Schätzperiode standardisiert.<sup>979</sup>

<sup>973</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 97 und die dort angeführte Literatur.

<sup>974</sup> Vgl. BEAVER (1968), S. 81 f.; PATELL (1976); PATELL/WOLFSON (1979); DANN (1981); KALAY/LOWENSTEIN (1985); ROSENSTEIN/WYATT (1990).

<sup>975</sup> Vgl. SERRA (2002), S. 5 f.

<sup>976</sup> Vgl. PATELL (1976), S. 246 ff.

<sup>977</sup> Vgl. BÖHMER/MASUMECI/POULSEN (1991), S. 270.

<sup>978</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 150.

<sup>979</sup> Vgl. BÖHMER/MASUMECI/POULSEN (1991), S. 269 f.

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{\hat{\sigma}_i(AR_T) \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{M,t} - \bar{R}_M)^2}{\sum_{t=1}^T (R_{M,t} - \bar{R}_M)^2}}} \quad (6.18)$$

mit

$SAR_{i,t}$ : *standardisierte abnormale Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t*

$AR_{i,t}$ : *abnormale Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t*

$R_{M,t}$ : *Marktrendite zum Zeitpunkt t*

$\bar{R}_M$ : *Durchschnittliche Marktrendite während der Schätzperiode*

$\hat{\sigma}_i(AR_T)$ : *geschätzte Standardabweichung der abnormalen Renditen von Aktie i während der Schätzperiode*

$T$ : *Anzahl Tage in der Schätzperiode*

Die entsprechende Teststatistik ergibt sich bei N Unternehmen wie folgt:

$$z = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i,t}}{\hat{\sigma}_i(AR_T) \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum (SAR_{i,t} - \sum_{i=1}^N \frac{SAR_{i,t}}{N})^2}} \quad (6.19)$$

Die Testgrösse  $z$  ist Student-t-verteilt mit  $T-2$  Freiheitsgraden, mit wachsendem Stichprobenumfang standardnormalverteilt.<sup>980</sup> Da sich dieses Testverfahren auf die durchschnittlichen abnormalen Renditen einzelner Tage der Ereignisperiode (AAR) bezieht, kann für die Bestimmung der statistischen Signifikanz kumulierter abnormaler Renditen eine gemäss MIKKELSON/PARTCH (1988) angepasste Standardisierung vorgenommen werden:<sup>981</sup>

<sup>980</sup> Vgl. BOEHMER/MASUMECI/POULSEN (1991), S. 259.

<sup>981</sup> Vgl. MIKKELSON/PARTCH (1988), S. 122.

$$SCAR_{i,t_1-t_2} = \frac{CAR_{t_1-t_2}}{\hat{\sigma}_i \sqrt{T_s + \frac{T_s^2}{T} + \frac{\sum_{t_1}^{t_2} (R_{M,t} - T_s(\bar{R}_M))^2}{\sum_{t=1}^T (R_{M,t} - \bar{R}_M)^2}}} \quad (6.20)$$

mit

$SCAR_{i,t_1-t_2}$ : *tandardisierte kumulierte abnormale Rendite der Aktie i im Ereignisfenster*

$CAR_{t_1-t_2}$ : *kumulierte abnormale Rendite der Aktie i im Ereignisfenster*

$\hat{\sigma}(CAR_{t_1-t_2})$ : *geschätzte Standardabweichung der kumulierten abnormalen Renditen im Ereignisfenster*

$R_{M,t}$ : *Marktrendite zum Zeitpunkt t*

$\bar{R}_M$ : *Durchschnittliche Marktrendite während der Schätzperiode*

$T$ : *Anzahl Tage in der Schätzperiode*

$T_s$ : *Anzahl Tage im Ereignisfenster*

Die Teststatistik für die  $SCAR_{i,t_1-t_2}$  ist mit der Prüfgrösse  $z$  des zugrunde liegenden Verfahrens nach BOEHMER/MASUMECI/POULSEN (1991) identisch.

Sowohl das Verfahren nach BOEHMER/MASUMECI/POULSEN (1991) als auch das für die kumulierten abnormalen Renditen angepasste Verfahren nach MIKKELSON/PARTCH (1988) setzt voraus, dass sich die Aktienrenditen während des Ereignisfensters proportional zu den Renditen in der Schätzperiode verhalten und auch zwischen den Unternehmen identisch sind.<sup>982</sup> Beide Verfahren sind daher nur dann korrekt spezifiziert, wenn eine Varianzveränderung vorliegt. Andernfalls ist ihre Aussagekraft stark eingeschränkt; sie verwerfen die Nullhypothese zu häufig.<sup>983</sup> BROWN/WARNER (1985) kommen zu dem Schluss, dass eine Standardisierung in den meisten Fällen nicht notwendig ist und zu einem erheblichen Mehraufwand führt.<sup>984</sup> Darüber hinaus erschwert eine standardisierte Teststatistik die Vergleichbarkeit verschiedener Studien. Auf die Anwendung standardisierter Testverfahren wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit schliesslich auch deshalb verzichtet, weil stets komplementär kurze Ereignis-

<sup>982</sup> Vgl. SERRA (2002), S. 6.

<sup>983</sup> Vgl. SERRA (2002), S. 6.

<sup>984</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1985), S. 22 ff.

fenster in der empirischen Untersuchung betrachtet werden, die Ergebnisse damit plausibilisiert werden.<sup>985</sup>

### 6.4.3 Nicht-parametrische Signifikanztests der abnormalen Renditen

Für grosse Stichprobenumfänge sind parametrische t-Tests zwar hinsichtlich der zugrundeliegenden Normalverteilungsannahme relativ unempfindlich,<sup>986</sup> gleichwohl kann eine Abweichung zu verzerrten Ergebnissen parametrischer Testverfahren führen; die Nullhypothese wird zu häufig abgelehnt.<sup>987</sup> Tatsächlich berichtet FAMA (1976), dass die Annahme der Normalverteilung abnormaler Renditen regelmässig nicht erfüllt ist und sich die Renditeverteilung häufig leptokurtisch verhält.<sup>988</sup> Darüber hinaus vertreten andere Autoren die Auffassung, dass abnormale Renditen im Längsschnitt korreliert, d. h. autokorreliert sind.<sup>989</sup>

Auf Basis der voranstehenden Überlegungen bietet sich an, in Ereignisstudien auch nicht-parametrische Tests durchzuführen, die keine oder nur geringe Anforderungen an die Verteilungseigenschaften der Renditen stellen.<sup>990</sup> Nicht-parametrische Testverfahren basieren nicht auf dem Mittelwert der abnormalen Renditen, sondern auf deren Median, womit ihre Verteilung vernachlässigbar ist.<sup>991</sup>

---

<sup>985</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 171.

<sup>986</sup> Das zentrale Grenzwerttheorem führt dazu, dass sich die Verteilung der CAAR bei ausreichend grossem Stichprobenumfang einer Normalverteilung annähert. Vgl. PAUSER (2007), S. 98; LENHARD (2009), S. 148. Bereits bei einem Stichprobenumfang von 50 Beobachtungen hat der Grad der Abweichung von der Normalverteilungsannahme keinen wesentlichen Einfluss auf die Ergebnisse von Ereignisstudien. Vgl. BROWN/WARNER (1985), S. 10 f.

<sup>987</sup> Vgl. SERRA (2002), S. 7. Zur Überprüfung, ob die abnormalen Renditen der Untersuchungsstichprobe normalverteilt sind, wird der KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test herangezogen. Der KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test untersucht die Häufigkeitsverteilung der Daten einer Stichprobe auf Abweichungen von der Normalverteilung. Er basiert auf einer Modifizierung des KOLMOGOROV-SMIRNOV-Tests, bei dem es sich um einen allgemeinen Anpassungstest handelt. Für den speziellen Anwendungsfall der Normalitätstestung ist der KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test besser geeignet als der KOLMOGOROV-SMIRNOV-Test. Vgl. LILLIEFORS (1967). Die Normalverteilungsannahme kann auch mithilfe weiterer Testverfahren, u. a. dem SHAPIRO-WILK-Test, dem JARQUE-BERA-Test sowie dem  $\chi^2$ -Anpassungstest überprüft werden. Vgl. PÖDDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2003), S. 333 ff.

<sup>988</sup> Vgl. FAMA (1976), S. 21. Die Kurtosis beschreibt die Wölbung von eingipfligen Verteilungen. Als leptokurtisch bezeichnet man eine Renditeverteilung, die an den Rändern oberhalb der Normalverteilung liegt. Vgl. TOUTENBURG/HEUMANN (2006), S. 84.

<sup>989</sup> Vgl. BINDER (1995), S. 115.

<sup>990</sup> Vgl. MENTZ (2006), S. 64.

<sup>991</sup> Vgl. SERRA (2002), S. 7.

Die bekanntesten nicht-parametrische Testverfahren sind der *generalisierte Vorzeichentest*<sup>992</sup>, der *Rangtest nach CORRADO*<sup>993</sup> sowie der *WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Tests*<sup>994</sup>. Üblicherweise wird in Ereignisstudien der WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Test den anderen Verfahren vorgezogen, da er neben dem Vorzeichen auch die Höhe der abnormalen Renditen berücksichtigt.<sup>995</sup> Mit einer relativen Effizienz von 95 % des einfachen t-Tests gehört er zu den trennschärfsten nicht-parametrischen Verfahren.<sup>996</sup>

Der WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Test testet die Hypothesen zur Symmetrie der Verteilung um ihren Median. Für die Überprüfung, ob der Median der abnormalen Renditen<sup>997</sup> von einem bestimmten Wert verschieden ist, wird zunächst die Differenz zwischen den abnormalen Renditen und dem Median der Nullhypothese ( $Med_0$ ) gebildet. Da in Ereignisstudien interessiert, ob der Median von null verschieden ist, gilt:  $Med_0 = 0$ . Daraus resultieren die um die Prüfgrösse bereinigten abnormalen Renditen  $AR'_{i,t}$ :

$$AR'_{i,t} = AR_{i,t} - Med_0 \quad (6.21)$$

Die  $AR'_{i,t}$  werden anhand ihrer Grösse absteigend sortiert und mit entsprechenden Rangzahlen versehen. Der höchste Wert von  $AR'_{i,t}$  wird mit dem höchsten Rang versehen. Als Testgrösse für N Stichprobenelemente ergibt sich gemäss dem WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Test die Summe  $S_N$  der mit positiven Werten belegten Rangzahlen  $r_i^+$ :

$$S_N = \sum_{i=1}^N r_i^+ \quad (6.22)$$

<sup>992</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 32.

<sup>993</sup> Vgl. CORRADO (1989).

<sup>994</sup> Vgl. WILCOXON (1945).

<sup>995</sup> Vgl. SERRA (2002), S. 8; PAUSER (2007), S. 104.

<sup>996</sup> Zur Teststärke des WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Tests im Vergleich zum t-Tests vgl. BLAIR/HIGGINS (1980).

<sup>997</sup> Das Verfahren kann in identischer Form auch für kumulierte abnormale Renditen angewendet werden.

Liegt ein genügend grosser Stichprobenumfang vor, nähert sich die Verteilung von  $S_N$  einer Normalverteilung an. Die standardnormalverteilte Prüfgrösse  $z$  lässt sich formal wie folgt berechnen:

$$z = \frac{S_N - \frac{N(N+1)}{4}}{\sqrt{\frac{N(N+1)(2N+1)}{24}}} \quad (6.23)$$

Trotz der weniger restriktiven Annahmen der nicht-parametrischen Testverfahren sind diese den parametrischen Tests meist unterlegen.<sup>998</sup> So lehnen sie die Nullhypothese bei Tests auf negative abnormale Renditen zu häufig, Tests auf positive abnormale Renditen hingegen zu selten ab. Die nicht-parametrischen Testverfahren werden daher meist in Verbindung mit den parametrischen Tests eingesetzt: Sie dienen als probates Mittel für die *Plausibilisierung und Robustheitsprüfung* von Aussagen, die auf Basis parametrischer Tests gewonnen werden.<sup>999</sup>

#### 6.4.4 Parametrische Signifikanztests der Teilstichprobenvergleiche

Zur Analyse der statistischen Signifikanz von Determinanten des Spin-off-Erfolgs wird die Gesamtstichprobe gemäss der zu untersuchenden binären Einflussfaktoren in Teilstichproben (*Subsamples*) aufgeteilt. Die *CAAR* der gebildeten Teilstichproben werden mittels eines parametrischen t-Tests für zwei unabhängige Stichproben (Zweistichproben-t-Test oder Mittelwertdifferenztest) auf mögliche statistisch signifikante Unterschiede verglichen.

Die Mittelwertdifferenz  $CAAR_{Diff}$  wird separat für jedes Ereignisfenster durch einfache Subtraktion der *CAAR* beider Teilstichproben ermittelt.<sup>1000</sup>

$$CAAR_{Diff} = CAAR_{1,t_1-t_2} - CAAR_{2,t_1-t_2} \quad (6.24)$$

<sup>998</sup> BROWN/WARNER (1980) weisen nach, dass der t-Test durchschnittlich eine bessere Annäherung an die tatsächliche Verteilung der Renditen darstellt als die nicht-parametrischen Testverfahren.

<sup>999</sup> Vgl. MACKINLEY (1997), S. 32.

<sup>1000</sup> Ausführlich zum Mittelwertdifferenztest HAWAWINI/SWARY (1990), S. 50; BEITEL/SCHIERECK/WAHRENBURG (2004), S. 119.

mit

$CAAR_{Diff}$ : Differenz der kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen zwischen den Teilstichproben im Ereignisfenster

$CAAR_{i,t_1-t_2}$ : kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite von Teilstichprobe  $i$  im Ereignisfenster,  $i \in \{1,2\}$

Die t-verteilte Teststatistik folgt der folgenden Form:

$$t = \frac{CAAR_{Diff}}{\sqrt{\left(\frac{(N_1 - 1)\hat{\sigma}_1^2 + (N_2 - 1)\hat{\sigma}_2^2}{N_1 + N_2 - 2}\right) \cdot \left(\frac{N_1 + N_2}{N_1 \cdot N_2}\right)}} \quad (6.25)$$

mit

$CAAR_{Diff}$ : Differenz der kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen zwischen den Teilstichproben im Ereignisfenster

$N_i$ : Anzahl Unternehmen in Teilstichprobe  $i$ ,  $i \in \{1,2\}$

$\hat{\sigma}_i^2$ : Geschätzte Varianz der kumulierten abnormalen Renditen in Teilstichprobe  $i$ ,  $i \in \{1,2\}$

Da dieses Testverfahren neben normalverteilten Renditen auch Varianzhomogenität voraussetzt, wird dies zunächst anhand des LEVENE-Tests überprüft.<sup>1001</sup> Muss die Annahme der Varianzhomogenität zum 5 %-Signifikanzniveau verworfen werden, wird der WELCH-Test für unabhängige Stichproben angewendet, da er auch bei Varianzheterogenität robuste Ergebnisse zeigt. Die Prüfgröße des WELCH-Tests lautet wie folgt:

$$T = \frac{CAAR_{Diff}}{\sqrt{\left(\frac{\hat{\sigma}_1^2}{N_1}\right) + \left(\frac{\hat{\sigma}_2^2}{N_2}\right)}} \quad (6.26)$$

<sup>1001</sup>

Der von LEVENE (1960) entwickelte Signifikanztest prüft die Gleichheit der Varianzen (Homoskedastizität) von zwei oder mehr Grundgesamtheiten (Gruppen). Ausführlich zum LEVENE-Test vgl. JANSSEN/LAATZ (2007), S. 245 ff.

mit

$CAAR_{Diff}$ : Differenz der kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen zwischen den Teilstichproben im Ereignisfenster

$N_i$ : Anzahl Unternehmen in Teilstichprobe  $i$ ,  $i \in \{1,2\}$

$\hat{\sigma}_i^2$ : Geschätzte Varianz der kumulierten abnormalen Renditen in Teilstichprobe  $i$ ,  $i \in \{1,2\}$

Die Prüfgröße  $T$  ist nicht t-verteilt, weshalb der Wert üblicherweise mittels der t-Verteilung approximiert wird. Hierfür müssen die Freiheitsgrade  $v$  über die folgende Gleichung modifiziert werden:

$$v = \frac{\left(\frac{\hat{\sigma}_1^2}{N_1} + \frac{\hat{\sigma}_2^2}{N_2}\right)^2}{\frac{\left(\frac{\hat{\sigma}_1^2}{N_1}\right)^2}{N_1 - 1} + \frac{\left(\frac{\hat{\sigma}_2^2}{N_2}\right)^2}{N_2 - 1}} \quad (6.27)$$

mit

$N_i$ : Anzahl Unternehmen in Teilstichprobe  $i$ ,  $i \in \{1,2\}$

$\hat{\sigma}_i^2$ : Geschätzte Varianz der kumulierten abnormalen Renditen in Teilstichprobe  $i$ ,  $i \in \{1,2\}$

#### 6.4.5 Nicht-parametrische Signifikanztests der Teilstichprobenvergleiche

Aufgrund der restriktiven Verteilungsannahmen der parametrischen Testverfahren, wird für den Vergleich der zentralen Tendenz zweier Teilstichproben auch der von MANN/WHITNEY (1947) entwickelte nicht-parametrische MANN-WHITNEY-U-Test<sup>1002</sup> durchgeführt.<sup>1003</sup> Der MANN-WHITNEY-U-Test stellt einen Rangsummentest dar; er ist

<sup>1002</sup> Vgl. WILCOXON (1945); MANN/WHITNEY (1947). Zur historischen Entwicklung des Tests vgl. KRUSKAL (1957), S. 356 ff.

<sup>1003</sup> Der MANN-WHITNEY-U-Test (auch als WILCOXON-MANN-WHITNEY-Test, MANN-WHITNEY-U-Test, U-Test und WILCOXON-Rangsummentest bekannt) ist das Äquivalent zum KRUSKAL-WALLIS-Test für zwei Gruppen.

äquivalent zum WILCOXON-Rangsummentest. Im ersten Schritt werden zunächst die Werte beider Gruppen zusammengefasst, in aufsteigender Reihenfolge sortiert und schliesslich einem Rang zugewiesen. Anschliessend wird die Summe aller Rangzahlen  $r_i$  ermittelt:

$$S_{N_1, N_2} = \sum_{i=1}^{N_1} r_i \quad (6.28)$$

Anhand der Rangsumme wird geprüft, ob die Nullhypothese, dass beide Teilstichproben eine identische Verteilung (Median) aufweisen, abgelehnt werden kann. Bei einer ausreichend grossen Stichprobe wird die Teststatistik wiederum über die Normalverteilung approximiert:

$$z = \frac{S_{N_1, N_2} - \frac{N_1(N_1 + N_2 + 1)}{2}}{\sqrt{\frac{N_1 \cdot N_2 \cdot (N_1 + N_2 + 1)}{12}}} \quad (6.29)$$

## 6.5 Multivariate statistische Testverfahren

Univariate Analysemethoden decken lediglich Zusammenhänge zwischen zwei Variablen auf. Eine isolierte Betrachtung verunmöglicht jedoch die Bestimmung möglicher Abhängigkeiten und Interdependenzen zwischen den einzelnen Faktoren.<sup>1004</sup> Zur Lösung dieses Problems können multivariate Analysemethoden herangezogen werden, bei denen die Wirkung mehrerer Einflussfaktoren auf die abnormalen Renditen simultan bestimmt wird.<sup>1005</sup>

Da im Rahmen der Literaturanalyse mehrere potenzielle Werttreiber von Spin-off-Ankündigungen identifiziert wurden, werden *multiple lineare Regressionsanalysen*<sup>1006</sup> durchgeführt; diese gelten in der Literatur als ein adäquates Instrument für die simul-

<sup>1004</sup> Vgl. KAUP (2008), S. 65. Ausführlich zu univariaten Analysemethoden vgl. ALBRECHT (1994), S. 137.

<sup>1005</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 105.

<sup>1006</sup> Bei einer Regressionsanalyse mit nur einer erklärenden Variablen handelt es sich i. e. S. um ein univariates Vorgehen; sie wird daher auch im Rahmen der univariaten Analysen eingesetzt.

tane Untersuchung mehrerer Variablen.<sup>1007</sup> Anwendungsvoraussetzung der multiplen Regression ist, dass die Ausprägungen verschiedener unabhängiger Variablen X (Prädiktoren) sowie der abhängigen Variablen Y (Kriterium) bekannt sind und ein kausaler Zusammenhang zwischen den Prädiktoren und der abhängigen Variablen besteht. Das ökonometrische Grundmodell der linearen Regression folgt bei der Analyse kumulierter abnormaler Renditen dem folgenden Aufbau:<sup>1008</sup>

$$CAR_{i,t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j x_{i,j} + \varepsilon_{i,t_1-t_2} \quad (6.30)$$

mit

$CAR_{i,t_1-t_2}$ : *kumulierte abnormale Rendite der Aktie i im Ereignisfenster  $[t_1; t_2]$*

$\alpha$ : *Regressionskonstante*

$\beta_j$ : *Regressionskoeffizient der Untersuchungsvariable j*

$x_{i,j}$ : *Ausprägung der Untersuchungsvariable j für die abnormale Rendite des Unternehmens i*

$\varepsilon_{i,t_1-t_2}$ : *Störterm*

Die Schätzung der Regressionsparameter erfolgt über das Prinzip der kleinsten Quadrate (*Ordinary Least Squares; OLS*).<sup>1009</sup>

Zur Überprüfung der Signifikanz der einzelnen Regressionskoeffizienten (Regressoren) wird ein t-Test herangezogen.<sup>1010</sup> Die statistische Prüfgröße t lässt sich wie folgt ermitteln.<sup>1011</sup>

<sup>1007</sup> Vgl. BINDER (1985), S. 370 ff.; MACKINLEY (1997), S. 33.

<sup>1008</sup> Vgl. PÖDDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2003), S. 220.

<sup>1009</sup> Für eine ausführliche Darstellung der OLS-Methode vgl. TOUTENBURG/HEUMANN (2006), S. 175 ff.

<sup>1010</sup> Vgl. PÖDDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2003), S. 294.

<sup>1011</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 106.

$$t = \frac{\hat{\beta}_j}{\hat{\sigma}(\hat{\beta}_j)} \quad (6.31)$$

mit

$\hat{\beta}_j$ : geschätzter Regressionskoeffizient der Untersuchungsvariable  $j$

$\hat{\sigma}(\hat{\beta}_j)$ : geschätzter Standardfehler von  $\hat{\beta}_j$

Um die Güte eines Regressionsmodells zu bestimmen, wird üblicherweise auf das *Bestimmtheitsmass*  $R^2$  und die *F-Statistik* abgestellt.<sup>1012</sup> Das *Bestimmtheitsmass* misst die Anpassungsgüte der Regression; es gibt an, wie gut sich die Regressionsfunktion an die empirischen Daten anpasst.<sup>1013</sup> Methodisch misst das Bestimmtheitsmass den Anteil der Varianz, der vom geschätzten Regressionsmodell erklärt wird. Als normierte Grösse nimmt das Bestimmtheitsmass stets Werte zwischen null und eins an. Das Bestimmtheitsmass ist bei der Verwendung einer Vielzahl erklärender Variablen jedoch mit dem Nachteil behaftet, dass es stets ansteigt, was zu überdimensionierten Modellen führt und daher der Zielsetzung praktikabler ökonometrischer Grundmodelle entgegensteht.<sup>1014</sup> Daher wird in der vorliegenden Arbeit auf das korrigierte Bestimmtheitsmass (*Adjusted R<sup>2</sup>*) zurückgegriffen.<sup>1015</sup> Die Aufnahme weiterer erklärender Variablen in das Modell führt nicht zwingend dazu, dass das korrigierte Bestimmtheitsmass ansteigt, was in ökonomischem Kontext durchaus sinnvoll sein kann.<sup>1016</sup> Die *F-Statistik* ist indessen ein induktives statistisches Mass dafür, ob die Schätzung des Regressionsmodells über die betrachtete Stichprobe hinaus auch aussagekräftig für die Grundgesamtheit ist.<sup>1017</sup> In die Berechnung der F-Statistik fliessen der Stichprobenumfang, die Streuungsparameter sowie die Anzahl erklärender Variablen ein.<sup>1018</sup>

<sup>1012</sup> Vgl. TOUTENBURG/HEUMANN (2006), S. 183; LENHARD (2009), S. 173.

<sup>1013</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 173 f.

<sup>1014</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 130.

<sup>1015</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 130.

<sup>1016</sup> Vgl. PODDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2003), S. 265 ff.

<sup>1017</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 174.

<sup>1018</sup> Zur Berechnung der F-Statistik vgl. BACKHAUS ET AL. (2003), S. 26.

Die multiple lineare Regression stellt verschiedene Anforderungen an optimale Untersuchungsergebnisse. Zunächst ist die Problematik einer *linearen Abhängigkeit (Multikollinearität)* zwischen den unabhängigen Variablen zu adressieren. Diese kann dazu führen, dass das Regressionsmodell instabil und die Schätzwerte der Regressionsparameter ungenau werden.<sup>1019</sup> Um die Analysemodelle auf das Problem der Multikollinearität hin zu überprüfen, werden die sogenannten Toleranzwerte bzw. die *Variance Inflation Factors (VIF)* untersucht. Die Toleranz einer Variablen gibt den Anteil der Varianz wieder, der nicht durch die anderen Regressoren im Modell erklärt wird. Eine Variable mit einer geringen Toleranz kann demnach durch die anderen unabhängigen Variablen erzeugt werden. Der Toleranzwert der j-ten erklärenden Variablen ergibt sich aus der Differenz zwischen eins und dem Bestimmtheitsmass  $R^2$  eines Regressors auf die übrigen unabhängigen Variablen:<sup>1020</sup>

$$TOL_j = 1 - R_j^2 \quad (6.32)$$

Der Kehrwert der Toleranz ergibt wiederum den *VIF*:

$$VIF_j = \frac{1}{TOL_j} = \frac{1}{1 - R_j^2} \quad (6.33)$$

Bei Toleranzwerten und *VIF*-Werten nahe eins kann von linearer Unabhängigkeit der Regressoren ausgegangen werden. Niedrige Toleranzwerte und hohe *VIF*-Werte sind indessen Hinweise auf Multikollinearitätsprobleme.<sup>1021</sup>

Auch das Problem *autokorrelierter Residuen* kann die Aussagekraft von Regressionsanalysen schmälern, da die Regressoren dadurch verzerrt werden.<sup>1022</sup> Zwar tritt diese Problematik bei Querschnittsregressionen im Vergleich zu Zeitreihenregressionen seltener auf,<sup>1023</sup> dennoch werden DURBIN-WATSON-Tests durchgeführt, um die Modelle auf eine Autokorrelation der Störterme hin zu überprüfen. Die ermittelte DURBIN-

<sup>1019</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 106; LENHARD (2009), S. 172.

<sup>1020</sup> Vgl. BACKHAUS (2003), S. 33 ff.

<sup>1021</sup> Vgl. PÖDDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2003), S. 368.

<sup>1022</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 106; LENHARD (2009), S. 173.

<sup>1023</sup> Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 130; LENHARD (2009), S. 173.

WATSON-Grösse  $d$ , die den Wertebereich  $[0;4]$  annehmen kann, stellt das Verhältnis der quadrierten Abweichungen der aufeinander folgenden Residuen zur Gesamtsumme der quadrierten Residuen dar:<sup>1024</sup>

$$d = \frac{\sum_{t=2}^{t=N} (\hat{u}_t - \hat{u}_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^{t=N} \hat{u}_t^2} \quad (6.34)$$

mit

$\hat{u}$ :        *Schätzwerte der Residuen nach der Kleinst-Quadrate-Methode*  
 $N$ :        *Anzahl Beobachtungen in der Schätzperiode*

Sofern  $d \in [1,76;2,24]$ , kann die Nullhypothese, dass die Residuen korreliert sind, zum Signifikanzniveau von 5 % abgelehnt werden.<sup>1025</sup>

Bei multiplen Regressionen stellt sich schliesslich auch das Problem der *Heteroskedastizität*.<sup>1026</sup> Ist die Varianz der Residuen nicht homogen, spricht man von Heteroskedastizität. Da sie zu ineffizienten Schätzungen führen und den Standardfehler des Regressionskoeffizienten verfälschen kann, wird die Existenz potenzieller Heteroskedastizität anhand von Streudiagrammen untersucht.<sup>1027</sup> Diese zeigen die standardisierten Residuen in ihrem Verhältnis zu den geschätzten Regressanden.

Sollen nicht-metrisch skalierte, unabhängige Variablen im Hinblick auf ihre Wirkung auf die abnormalen Renditen untersucht werden, wird eine *Varianzanalyse* (ANOVA) durchgeführt. Die Varianzanalyse untersucht den Einfluss einer (oder mehrerer) unabhängiger Variablen (des Faktors) mit  $k$  verschiedenen Ausprägungen (Faktorstufen) auf eine (oder mehrere) Zufallsvariablen.<sup>1028</sup> Liegen jeweils nur eine abhängige und eine unabhängige Variable vor, wird von einer einfaktoriellen Varianzanalyse gesprochen. Der Vergleich der Erwartungswerte der Faktorstufen wird über einen Vergleich

<sup>1024</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 107.

<sup>1025</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 173.

<sup>1026</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden PODDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2003), S. 220 und S. 323.

<sup>1027</sup> Vgl. PAUSER (2007), S. 107.

<sup>1028</sup> Ausführlich zur Varianzanalyse vgl. BACKHAUS ET AL. (2003), S. 118 ff.

der Varianzen zwischen und innerhalb der Gruppen operationalisiert. Die Prüfgrösse  $F$  wird wie folgt berechnet:<sup>1029</sup>

$$F = \frac{\frac{1}{k-1} \cdot \sum_{i=1}^k N_i (\bar{x}_i - \bar{x})^2}{\frac{1}{k(N-1)} \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{N_i} (x_{i,j} - \bar{x}_i)^2} \quad (6.35)$$

mit

- $k$ : Anzahl Faktorstufen
- $N$ : Anzahl Renditen über alle Faktorstufen
- $N_i$ : Anzahl Renditen in Faktorstufe  $i$
- $\bar{x}_i$ : Mittelwert der Renditen in Faktorstufe  $i$
- $x_{i,j}$ :  $j$ -te Ausprägung in Faktorstufe  $i$
- $\bar{x}$ : Mittelwert der Renditen über die Gesamtstichprobe

Die Prüfgrösse ist  $F$ -verteilt mit  $k-1$  Freiheitsgraden im Zähler und  $k(N-1)$  Freiheitsgraden.

Die Varianzanalyse setzt ebenso wie der  $t$ -Test für zwei unabhängige Stichproben sowohl normalverteilte Residuen als auch Varianzhomogenität zwischen den Faktorstufen voraus. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, wird neben dem  $F$ -Test auch dessen verteilungsunabhängiges Pendant, der KRUSKAL-WALLIS-Test verwendet. Dieser weist eine höhere statistisch-methodische Aussagekraft auf als der  $F$ -Test, sofern der KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test Abweichungen von der Normalverteilung zeigt.<sup>1030</sup> Der KRUSKAL-WALLIS-Test stellt eine Erweiterung des MANN-WHITNEY- $U$ -Tests beim Vorliegen von mehr als zwei unabhängigen Stichproben dar; er zählt damit ebenfalls zu den Rangsummentests. Zunächst wird eine gemeinsame Rangfolge aller Werte der verschiedenen Stichproben erstellt und die Nullhypothese, dass die mittleren Rangzahlen in den einzelnen Faktorstufen gleich sind, getestet. Die Prüfgrösse  $\chi^2$  wird wie folgt berechnet:

<sup>1029</sup> Vgl. BACKHAUS ET AL. (2003), S. 124.

<sup>1030</sup> Vgl. KRUSKAL/WALLIS (1952), S. 583 ff.

$$\chi^2 = \frac{12}{N(N+1)} \sum_{i=1}^k \frac{r_i^2}{N_i} - 3(N+1) \quad (6.36)$$

mit

- k*: Anzahl Faktorstufen  
*r<sub>i</sub>*: Rangsumme von Faktorstufe *i*  
*N*: Anzahl Renditen über alle Faktorstufen  
*N<sub>i</sub>*: Anzahl Renditen in Faktorstufe *i*

Die Prüfgrösse ist Chi-Quadrat-verteilt mit *k*–1 Freiheitsgraden.

## 6.6 Zwischenfazit Kapitel 6

Die Ereignisstudienmethodik dient der Untersuchung des Spin-off-Erfolgs. Sie erlaubt die Messung von Zeitpunkt, Richtung und Höhe möglicher Werteffekte von Spin-off-Ankündigungen. Das Design der Studie erfordert die im voranstehenden Kapitel erläuterten Entscheidungen über die Abgrenzung des Ereignisses, die Bildung der Stichprobe, die Festlegung der Preisbildungsmodelle und Renditearten sowie über die Wahl des zugrunde liegenden Marktindex. Weitergehend wird anhand statistischer Analysemethoden, wie Regressionsanalysen, Teilstichprobenvergleichen oder Varianzanalysen, untersucht, welche Faktoren den Spin-off-Erfolg beeinflussen. Um dahingehend wissenschaftlich fundierte, von Zufallsergebnissen verschiedene, Erkenntnisse und Aussagen abzuleiten, ist es notwendig, univariate und multivariate statistische Testverfahren durchzuführen. Dabei kommen verschiedene parametrische und nicht-parametrische Analyseverfahren zum Einsatz, welche etwa die Verteilungseigenschaften der Renditen, den Stichprobenumfang, die konkrete Fragestellung der Hypothesen sowie die Skalierung der eingesetzten Variablen berücksichtigen. Kapitel 7 stellt die Ergebnisse der durchgeführten Analysen dar.

## **Überblick Kapitel 7**

In Kapitel 7 werden die Ergebnisse der eigenen empirischen Untersuchung vorgestellt. Abschnitt 7.1 beschreibt die Stichprobe anhand der zeitlichen Verteilung der Spin-off-Ankündigungen, der Branchen- und Länderzugehörigkeit, des Diversifikationsgrads sowie der Grössemerkmale der Stichprobenelemente. Darüber hinaus werden in diesem Abschnitt die Ergebnisse der Ereignisstudie präsentiert. Abschnitt 7.2 legt den Fokus auf die univariate Analyse der aus der Diversifikationsforschung abgeleiteten Erfolgsfaktoren. Daran anknüpfend werden in Abschnitt 7.3 die Ergebnisse der univariaten Analyse zu den moderierenden Einflussgrössen gezeigt. Die gewonnenen Erkenntnisse werden im Rahmen multipler Regressionsmodelle in Abschnitt 7.4 zusammengeführt.

## Kapitel 7

### Untersuchungsergebnisse

*„However beautiful the strategy, you should occasionally look at the results.“*

WINSTON CHURCHILL (1874-1965)

#### 7.1 Deskriptive Statistik

##### 7.1.1 Stichprobeneigenschaften

Die untersuchte Stichprobe wird zunächst anhand ihrer Eigenschaften beschrieben. Tabelle 7 zeigt die zeitliche Verteilung der in die Stichprobe aufgenommenen Spin-off-Ankündigungen. Es fällt auf, dass die Jahre 2000 und 2001 nicht vertreten sind. Davon abgesehen folgt die zeitliche Verteilung der Stichprobe in etwa derjenigen der Grundgesamtheit.<sup>1031</sup> Zugleich ist erkennbar, dass die Transaktionsform des Spin-offs im vergangenen Jahrzehnt – mit Ausnahme eines temporären Einbruchs während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-2009 – einen konstanten Aufwärtstrend erlebt. Abbildung 33 illustriert neben der Entwicklung der Spin-off-Zahlen zugleich, dass sich die Stichprobe aufgrund der geringeren Anzahl von Spin-off-Transaktionen deutlich volatiler verhält als der *M&A*-Gesamtmarkt in Westeuropa.

Die Branchenzugehörigkeit der in der Stichprobe vertretenen Mutterkonzerne lässt sich anhand des *SIC-Systems* untersuchen. Hierfür wird auf die ersten zwei Ziffern, die *2-digit-SIC-Codes* rekuriert; diese beschreiben den Wirtschaftszweig der Muttergesellschaften (Tabelle 8). Mit 34,52 % stellt das verarbeitende Gewerbe den grössten Anteil der Stichprobe dar. Gefolgt wird dieses von Bergbauunternehmen (19,05 %) und Konzernen aus der Dienstleistungs- und Versorgungsbranche (jeweils 14,29 %).

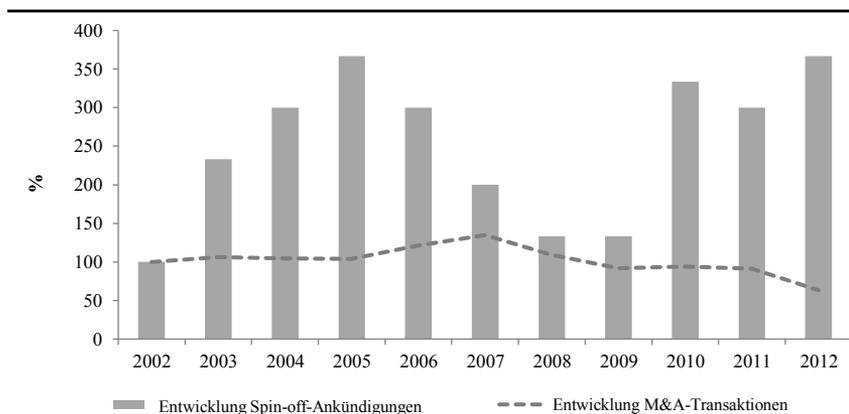
---

<sup>1031</sup> Vgl. Abschnitt 1.3.2.

JAHR	# ELEMENTE	% DER STICHPROBE
2000	0	0,00
2001	0	0,00
2002	3	3,61
2003	7	8,43
2004	9	10,84
2005	11	13,25
2006	9	10,84
2007	6	7,23
2008	4	4,82
2009	5	6,02
2010	9	10,84
2011	9	10,84
2012	11	13,25
<b>TOTAL</b>	<b>N = 83</b>	<b>100,00</b>

Jahr entspricht dem **Jahr** der Spin-off-Ankündigung. # **Elemente** entspricht der Anzahl Spin-off-Ankündigungen. Quelle: BLOOMBERG

*Tabelle 7: Zeitliche Verteilung der Stichprobenelemente*



M&A-Daten für Westeuropa. Im Jahr 2000 auf 100 indiziert. Quelle: BLOOMBERG

*Abbildung 33: Spin-off- im Vergleich zur M&A-Entwicklung*

SIC / MAJOR GROUP	# ELEMENTE	% DER STICHPROBE
Manufacturing	29	34,94
Construction	2	2,41
Retail Trade	8	9,64
Transportation, Communications, Electric, Gas, And Sanitary Services	12	14,46
Mining	15	18,07
Services	12	14,46
Wholesale Trade	3	3,61
Public Administration	2	2,41
<b>TOTAL</b>	<b>N = 83</b>	<b>100,00</b>

Der **Wirtschaftszweig (Major Group)** entspricht der Unternehmensklassifizierung nach dem 1987 STANDARD INDUSTRIAL CLASSIFICATION-Code. Vgl. US DEPARTMENT OF LABOR (ohne Datum). **# Elemente** entspricht der Anzahl der berücksichtigten Spin-off-Ankündigungen. Quelle: THOMSON REUTERS.

*Tabelle 8: Branchenzugehörigkeit der Stichprobenelemente*

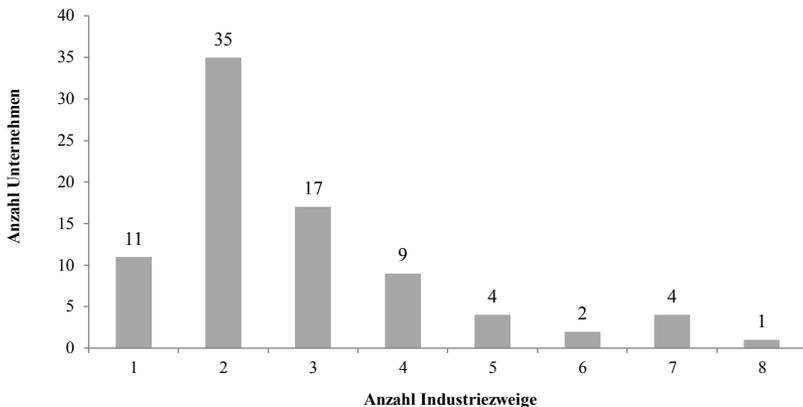
Die Analyse der Länderverteilung (Tabelle 9) zeigt eine Konzentration auf die Länder Grossbritannien (21,69 %) und Schweden (19,28 %), gefolgt von Frankreich (9,64 %).

LAND	# ELEMENTE	% DER STICHPROBE
Belgien	1	1,20
Deutschland	3	3,61
Finnland	4	4,82
Frankreich	8	9,64
Griechenland	1	1,20
Grossbritannien	18	21,69
Guernsey	1	1,20
Irland	4	4,82
Italien	6	7,23
Luxemburg	1	1,20
Niederlande	2	2,41
Norwegen	7	8,43
Österreich	3	3,61
Portugal	3	3,61
Schweden	16	19,28
Schweiz	4	4,82
Zypern	1	1,20
<b>TOTAL</b>	<b>N = 83</b>	<b>100,00</b>

**Land** entspricht dem Hauptsitz der Muttergesellschaft. **# Elemente** entspricht der Anzahl der berücksichtigten Spin-off-Ankündigungen. Quelle: THOMSON REUTERS.

*Tabelle 9: Länderverteilung der Stichprobe*

Um eine Betrachtung des industriellen Diversifikationsgrads vorzunehmen, wird wiederum auf die Unterschiedlichkeit der *2-digit-SIC-Codes* abgestellt.<sup>1032</sup> Die industrielle Diversifikation wird in Abbildung 34 dargestellt. Demnach sind in der Stichprobe 46 Konglomerate (55,42 %) enthalten.<sup>1033</sup> Den grössten Anteil der Stichprobe stellen Unternehmen, die in zwei Industriezweigen operieren (42,17 %).



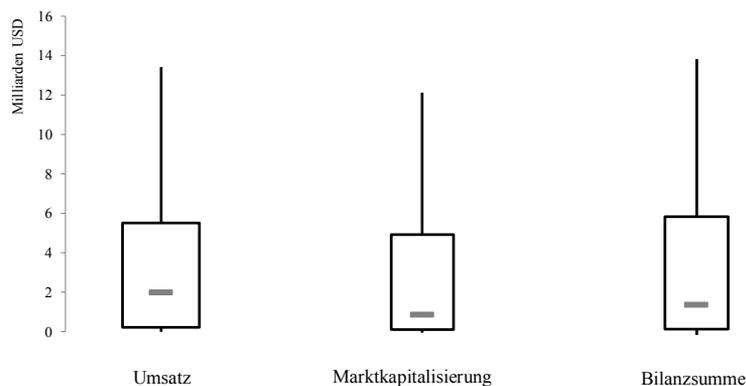
Die **Anzahl Industriezweige (Major Groups)** wird anhand des *2-digit-SIC-Codes* ermittelt. Vgl. US DEPARTMENT OF LABOR (ohne Datum), N = 83. Quelle: THOMASON REUTERS.

Abbildung 34: *Diversifikationsgrad der Stichprobenelemente*

Die Grössemerkmale der Stichprobenelemente werden anhand des Umsatzes, der Marktkapitalisierung sowie der Bilanzsumme analysiert. Abbildung 35 zeigt die entsprechenden Boxplot-Diagramme. Die Hälfte der Unternehmen erwirtschaftet zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung einen Jahresumsatz zwischen 0,227 und 5,506 Mrd. USD, weist eine Marktkapitalisierung zwischen 0,194 und 5,726 Mrd. USD auf und besitzt eine Bilanzsumme zwischen 0,331 und 6,885 Mrd. USD. Die aufgeführten Mittelwerte der drei Grössen zeigen, dass sich die Stichprobe überwiegend aus Grossunternehmen zusammensetzt.

<sup>1032</sup> Vgl. Abschnitt 5.3.3.

<sup>1033</sup> Als Konglomerat wird analog zu MILANO/TREADWELL/HOPSON (2011), S. 70, ein Unternehmen definiert, das gemäss der *SIC-Code*-Klassifizierung in mehr als zwei Industriezweigen (*Major Groups*) operiert.



GRÖSSENMERKMAL (IN MRD. USD)	ÖBERES QUANTIL	MAXIMUM	MINIMUM	UNTERES QUANTIL	MITTEL	MEDIAN
Umsatz	5,506	13,426	0,000	0,227	8,278	1.987
Marktkapitalisierung	5,726	14,026	0,002	0,194	6,242	1.024
Bilanzsumme	6,885	16,715	0,002	0,331	9,784	1.726

Die **Boxplots** zeigen das 25- und 75%-Quantil sowie den Median für die Grösßenmerkmale Umsatz, Marktkapitalisierung und Bilanzsumme zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung bzw. für die Periode des Geschäftsjahres vor der Spin-off-Ankündigung. Die Werte sind in **Mrd. USD** dargestellt. Ausreisser sind nicht abgebildet. N = 83. Quelle: THOMSON REUTERS.

Abbildung 35: Grösßenmerkmale der Stichprobe

### 7.1.2 Ergebnisse der Ereignisstudie

Zur Überprüfung von *Hypothese 1*, dass eine Spin-off-Ankündigung in positiven Aktienkursreaktionen resultiert, werden sämtliche Stichprobenelemente mittels der in Kapitel 6 beschriebenen Ereignisstudienmethodik untersucht. Tabelle 10 gibt die Ergebnisse der Untersuchung für die Gesamtstichprobe wieder.

	EREIGNISFENSTER					
	[-10;0]	[-1;0] <sup>Φ</sup>	[-1;1] <sup>Φ</sup>	[-5;5] <sup>Φ</sup>	[-10;10]	[-20;20]
<i>Panel 1: Marktmodell</i>						
<b>N</b>	83	83	83	83	83	83
<b>CAAR</b>	<b>5,27%</b>	<b>4,86%</b>	<b>4,58%</b>	<b>3,86%</b>	<b>3,58%</b>	<b>3,21%</b>
Einstichproben t-Test	4,72***	5,01***	4,95***	3,18***	2,74***	2,14**
p-Wert (1-seitig)	0,000	0,000	0,000	0,001	0,004	0,018
Min	-13,51%	-9,10%	-10,28%	-34,86%	-44,66%	-35,31%
Max	60,27%	61,95%	48,36%	61,34%	42,76%	33,69%
Std.Abw.	10,18%	8,84%	8,44%	11,03%	11,88%	13,64%
<b>% &gt; 0</b>	<b>68,67%</b>	<b>78,31%</b>	<b>75,90%</b>	<b>62,65%</b>	<b>63,86%</b>	<b>63,86%</b>
<b>Median CAR</b>	<b>4,76%</b>	<b>3,63%</b>	<b>3,17%</b>	<b>2,62%</b>	<b>3,42%</b>	<b>2,92%</b>
WILCOXON Z	4,70***	6,12***	5,53***	3,56***	3,18***	2,57**
<i>Panel 2: Modell marktbereinigter Renditen</i>						
	[-10;0] <sup>Φ</sup>	[-1;0] <sup>Φ</sup>	[-1;1] <sup>Φ</sup>	[-5;5] <sup>Φ</sup>	[-10;10] <sup>Φ</sup>	[-20;20]
<b>N</b>	83	83	83	83	83	83
<b>CAAR</b>	<b>6,05%</b>	<b>5,05%</b>	<b>4,86%</b>	<b>4,94%</b>	<b>5,36%</b>	<b>6,79%</b>
Einstichproben t-Test	5,70***	5,16***	5,23***	4,09***	4,35***	4,74***
p-Wert (1-seitig)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Min	-13,18%	-9,36%	-10,57%	-32,60%	-41,13%	-29,06%
Max	59,37%	62,18%	49,47%	65,28%	49,10%	40,11%
Std.Abw.	9,67%	8,91%	8,46%	11,01%	11,22%	13,05%
<b>% &gt; 0</b>	<b>81,93%</b>	<b>79,52%</b>	<b>78,31%</b>	<b>77,11%</b>	<b>74,70%</b>	<b>74,70%</b>
<b>Median CAR</b>	<b>5,08%</b>	<b>3,77%</b>	<b>3,90%</b>	<b>4,06%</b>	<b>5,36%</b>	<b>5,28%</b>
WILCOXON Z	5,86***	6,26***	5,92***	4,77***	4,73***	4,66***

**CAAR** entspricht der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster. **% > 0** steht für den Anteil positiver kumulierter abnormaler Renditen. **Min**, **Max** und **Std.Abw.** zeigen das Minimum, das Maximum und die Standardabweichung der kumulierten abnormalen Renditen. **Median CAR** entspricht dem Median der kumulierten abnormalen Renditen im Ereignisfenster. **WILCOXON Z** gibt den standardisierten Testwert des WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Tests für den Median, basierend auf den positiven kumulierten abnormalen Renditen, an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10%-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau. Wird die Normalverteilungsannahme nach dem KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test zum 1%-Signifikanzniveau abgelehnt, wird das Ereignisfenster mit  $\Phi$  markiert.

*Tabelle 10: Ergebnisse der Ereignisstudie für die CAAR*

Sowohl das Marktmodell, als auch das Modell marktbereinigter Renditen zeigen, dass die Ankündigung eines Spin-offs durchschnittlich mit signifikant positiven abnormalen Kursreaktionen einhergeht. Gemäss dem Marktmodell können im Ereignisfenster [-1;1] kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen in Höhe von 4,58 % festgestellt werden. Das Modell marktbereinigter Renditen ergibt für dieselbe Periode einen CAAR in Höhe von 4,86 %. Auch in allen anderen betrachteten Ereignisfenstern lassen

sich signifikant positive Kursreaktionen beobachten, die von 3,21 % im Marktmodell bis 6,79 % im Modell marktbereinigter Renditen reichen.<sup>1034</sup>

Das gewählte parametrische Testverfahren zeigt für alle betrachteten Ereignisfenster, dass die Ergebnisse hinsichtlich der *CAAR* sowie für die Median *CAR* signifikant von null verschieden sind. Im Ereignisfenster  $[-20;20]$  liegt das Signifikanzniveau bei 5 %, in sämtlichen anderen Ereignisperioden bei 1 %. Bei der gegebenen Stichprobengröße ist das parametrische Verfahren robust. Der KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test sowie die visuelle Überprüfung mittels Quantil-Quantil-Diagrammen zeigt für einige Ereignisperioden Abweichung von der Normalverteilung, weshalb an dieser Stelle sowie in den folgenden Auswertungen auch der nicht-parametrische WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Test herangezogen wird.<sup>1035</sup> Er bestätigt hier die Ergebnisse des parametrischen Testverfahrens ohne Einschränkungen.<sup>1036</sup>

Tabelle 11 und Tabelle 12 stellen die Resultate für die durchschnittlichen abnormalen Renditen der einzelnen Tage im Intervall  $[-10;10]$  für das Modell mittelwertbereinigter Renditen sowie für das Marktmodell dar. Es zeigt sich, dass am Ereignistag die höchsten abnormalen Kursreaktionen gemessen werden können. Die Ergebnisse sind in beiden Modellen zum 1 %-Niveau statistisch signifikant von Null verschieden. Dies bestätigen sowohl der gewählte parametrische t-Test als auch das nicht-parametrische WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Testverfahren.

---

<sup>1034</sup> Werden die beiden höchsten Werte der *CAR* (ANDES ENERGIA PLC und SELENA OIL & GAS HOLDING AB) aus der Untersuchung eliminiert, liegen die Ergebnisse für die *CAAR* im Intervall  $[-1;1]$  im Modell marktbereinigter Renditen bei 3,79 %, im Marktmodell bei 3,52 %. Sämtliche Resultate bleiben statistisch signifikant zum 1 %-Niveau.

<sup>1035</sup> Bei der praktischen Durchführung von Ereignisstudien wird häufig auf die Überprüfung der Normalverteilungsannahme verzichtet und lediglich ein t-Test durchgeführt. Vgl. PODDIG/DICHTL/PETERSMEIER (2003), S. 333.

Die Ergebnisse des KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Tests sind wie die Quantil-Quantil-Diagramme im Anhang dargestellt.

<sup>1036</sup> BROWN/WARNER (1985) kommen ebenfalls zu dem Ergebnis, dass der Grad der Abweichung von der Normalverteilungsannahme keinen wesentlichen Einfluss auf die Aussagen von Ereignisstudien hat.

TAG	N	AAR	MIN	MAX	STD.ABW.	% > 0	T-TEST	MEDIAN	WILCOXON Z
-10	83	0,30%	-3,90%	9,23%	2,04%	48,19%	1,33*	0,00%	0,87 <sup>n.s.</sup>
-9	83	0,24%	-4,09%	4,74%	1,74%	51,81%	1,28 <sup>n.s.</sup>	0,18%	0,93 <sup>n.s.</sup>
-8	83	-0,25%	-9,40%	7,49%	2,00%	43,37%	-1,12 <sup>n.s.</sup>	-0,13%	-1,14 <sup>n.s.</sup>
-7	83	0,17%	-3,84%	5,96%	1,63%	50,60%	0,93 <sup>n.s.</sup>	0,07%	0,23 <sup>n.s.</sup>
-6	83	0,19%	-7,15%	11,59%	2,09%	54,22%	0,81 <sup>n.s.</sup>	0,18%	0,76 <sup>n.s.</sup>
-5	83	-0,04%	-4,87%	5,52%	1,91%	49,40%	-0,21 <sup>n.s.</sup>	0,00%	-0,19 <sup>n.s.</sup>
-4	83	0,13%	-9,49%	5,29%	2,16%	48,19%	0,55 <sup>n.s.</sup>	0,00%	0,50 <sup>n.s.</sup>
-3	83	0,18%	-6,90%	6,04%	2,11%	51,81%	0,78 <sup>n.s.</sup>	0,19%	1,39*
-2	83	0,08%	-3,39%	6,06%	1,72%	46,99%	0,44 <sup>n.s.</sup>	-0,06%	-0,15 <sup>n.s.</sup>
-1	83	0,37%	-7,53%	6,23%	2,19%	54,22%	1,54*	0,15%	1,67*
0	83	<b>4,68%</b>	<b>-2,74%</b>	<b>62,27%</b>	<b>8,56%</b>	<b>83,13%</b>	<b>4,98***</b>	<b>2,55%</b>	<b>6,51***</b>
1	83	-0,19%	-15,62%	14,42%	3,16%	48,19%	-0,55 <sup>n.s.</sup>	-0,01%	-0,75 <sup>n.s.</sup>
2	83	0,08%	-10,10%	18,48%	3,24%	40,96%	0,21 <sup>n.s.</sup>	-0,19%	-1,14 <sup>n.s.</sup>
3	83	0,01%	-4,57%	8,50%	1,94%	43,37%	0,04 <sup>n.s.</sup>	-0,06%	-0,84 <sup>n.s.</sup>
4	83	-0,59%	-56,06%	9,39%	6,58%	42,17%	-0,82 <sup>n.s.</sup>	-0,10%	-0,95 <sup>n.s.</sup>
5	83	0,24%	-8,94%	11,64%	2,59%	53,01%	0,85 <sup>n.s.</sup>	0,13%	1,15 <sup>n.s.</sup>
6	83	0,19%	-5,98%	9,97%	2,41%	46,99%	0,72 <sup>n.s.</sup>	-0,03%	0,24 <sup>n.s.</sup>
7	83	-0,03%	-6,66%	3,87%	1,62%	51,81%	-0,19 <sup>n.s.</sup>	0,04%	0,27 <sup>n.s.</sup>
8	83	-0,22%	-6,99%	4,30%	1,86%	45,78%	-1,08 <sup>n.s.</sup>	-0,01%	-0,98 <sup>n.s.</sup>
9	83	-0,33%	-13,69%	5,95%	2,29%	40,96%	-1,32*	-0,19%	-1,78*
10	83	0,16%	-15,03%	8,15%	2,84%	54,22%	0,52 <sup>n.s.</sup>	0,11%	0,81 <sup>n.s.</sup>

AAR stellt die durchschnittlichen abnormalen Renditen der Untersuchungsrisichprobe dar. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10%-, 5%- und 1%-Konfidenzniveau. n. s. steht für nicht-signifikante Resultate. t-Test: entspricht dem Einstichproben t-Test (einseitig). WILCOXON Z gibt den standardisierten Testwert des WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Tests für den Median, basierend auf den positiven Ergebnissen an.

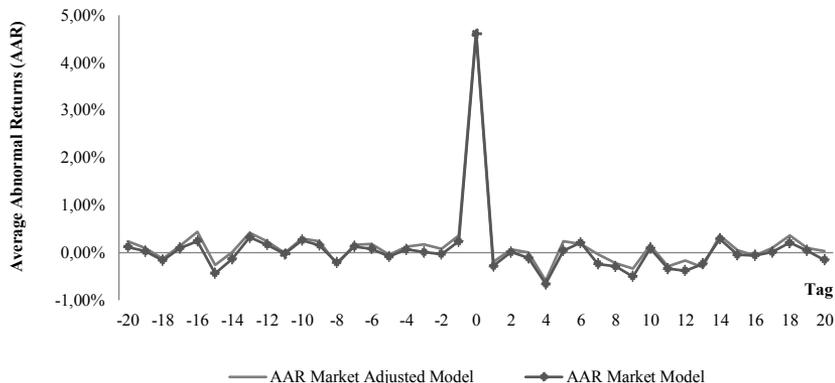
Tabelle 11: Ergebnisse der Ereignisstudie für die AAR im Modell marktbereinigter Renditen

TAG	N	AAR	MIN	MAX	Std.Abw.	% > 0	T-TEST	MEDIAN	WILCOXON Z
-10	83	0,26%	-4,42%	8,94%	1,96%	45,78%	1,23 <sup>n.s.</sup>	-0,11%	0,53 <sup>n.s.</sup>
-9	83	0,16%	-4,30%	4,51%	1,77%	49,40%	0,83 <sup>n.s.</sup>	-0,06%	0,88 <sup>n.s.</sup>
-8	83	-0,21%	-9,33%	7,65%	2,04%	49,40%	-0,93 <sup>n.s.</sup>	0,00%	-0,61 <sup>n.s.</sup>
-7	83	0,13%	-3,50%	6,12%	1,52%	43,37%	0,80 <sup>n.s.</sup>	-0,17%	-0,51 <sup>n.s.</sup>
-6	83	0,08%	-7,30%	11,48%	2,10%	43,37%	0,36 <sup>n.s.</sup>	-0,15%	-0,11 <sup>n.s.</sup>
-5	83	-0,08%	-4,82%	4,66%	1,74%	45,78%	-0,41 <sup>n.s.</sup>	-0,06%	-0,37 <sup>n.s.</sup>
-4	83	0,07%	-9,49%	5,30%	2,08%	49,40%	0,31 <sup>n.s.</sup>	0,00%	0,22 <sup>n.s.</sup>
-3	83	0,01%	-6,91%	6,12%	2,12%	45,78%	0,06 <sup>n.s.</sup>	-0,05%	-0,08 <sup>n.s.</sup>
-2	83	-0,03%	-3,91%	5,69%	1,64%	45,78%	-0,15 <sup>n.s.</sup>	-0,11%	-0,69 <sup>n.s.</sup>
-1	83	0,24%	-7,47%	5,91%	2,15%	49,40%	1,02 <sup>n.s.</sup>	-0,04%	0,57 <sup>n.s.</sup>
0	83	<b>4,62%</b>	<b>-3,85%</b>	<b>62,27%</b>	<b>8,54%</b>	<b>83,13%</b>	<b>4,92***</b>	<b>2,58%</b>	<b>6,52***</b>
1	83	-0,28%	-15,61%	14,33%	3,15%	40,96%	-0,80 <sup>n.s.</sup>	-0,35%	-1,05 <sup>n.s.</sup>
2	83	0,02%	-9,47%	17,68%	3,09%	36,14%	0,05 <sup>n.s.</sup>	-0,25%	-1,89*
3	83	-0,11%	-4,51%	8,53%	1,94%	38,55%	-0,51 <sup>n.s.</sup>	-0,21%	-1,74*
4	83	-0,66%	-56,60%	8,97%	6,58%	37,35%	-0,91 <sup>n.s.</sup>	-0,20%	-1,62 <sup>n.s.</sup>
5	83	0,05%	-11,69%	11,15%	2,55%	50,60%	0,18 <sup>n.s.</sup>	0,01%	0,62
6	83	0,21%	-5,22%	9,61%	2,27%	51,81%	0,86 <sup>n.s.</sup>	0,04%	0,50 <sup>n.s.</sup>
7	83	-0,24%	-6,06%	3,88%	1,56%	48,19%	-1,38*	-0,06%	-1,03 <sup>n.s.</sup>
8	83	-0,29%	-7,61%	4,60%	1,79%	39,76%	-1,47*	-0,21%	-1,67*
9	83	-0,50%	-16,72%	5,21%	2,41%	33,73%	-1,89***	-0,26%	-2,72***
10	83	0,10%	-13,72%	8,22%	2,74%	54,22%	0,32 <sup>n.s.</sup>	0,13%	0,75 <sup>n.s.</sup>

AAR stellt die durchschnittlichen abnormalen Renditen der Untersuchungsrichtprobe dar. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10%-, 5%-, und 1%-Konfidenzniveau. n. s. steht für nicht-signifikante Resultate. t-TEST entspricht dem Einstichproben t-Test (einseitig). WILCOXON Z gibt den standardisierten Testwert des WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Tests für den Median, basierend auf den positiven Ergebnissen an.

Tabelle 12: Ergebnisse der Ereignisstudie für die AAR im Marktmodell

Der grafische Vergleich beider Preisbildungsmodelle in Abbildung 36 zeigt, dass sich die Höhe der abnormalen Renditen an den einzelnen Tagen während des Intervalls  $[-20;20]$  kaum unterscheidet. Die Abbildung verdeutlicht zugleich die signifikante Aktienkursreaktion am Ereignistag.



**AAR Market Adjusted Model** bzw. **AAR Market Model** entsprechen den durchschnittlichen abnormalen Tagesrenditen gemäss dem Modell marktbereinigter Renditen bzw. dem Marktmodell. **Tag** sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

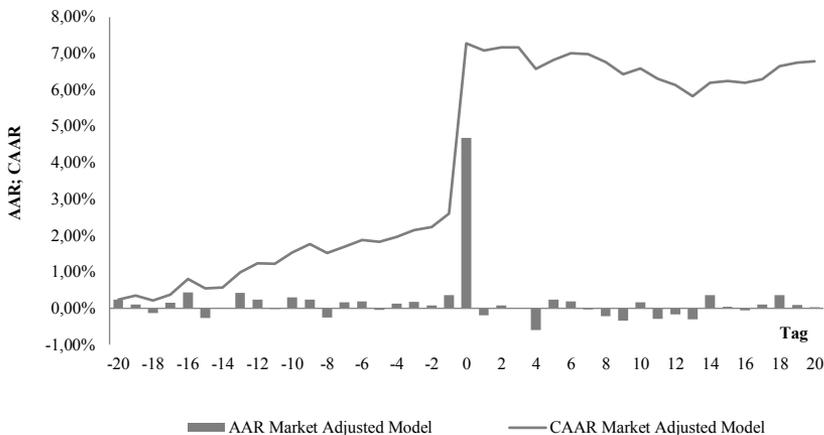
Abbildung 36: Vergleich AAR Marktmodell und AAR Modell mittelwertbereinigter Renditen im Intervall  $[-20;20]$

Abbildung 37 und Abbildung 38 zeigen den *CAAR* im Zeitablauf über das Ereignisfenster für das Modell marktbereinigter Renditen und das Marktmodell. In beiden Ansätzen verhalten sich die abnormalen Aktienrenditen an den Tagen vor der Spin-off-Ankündigung positiv. Statistisch signifikant sind diese gemäss dem Modell marktbereinigter Renditen lediglich am Tag vor der Ankündigung; das Marktmodell zeigt in dessen vor dem Ereignistag keine signifikanten Kursauschläge. Dass in den Aktienkursen vor der Spin-off-Ankündigung systematisch Informationen über das bevorstehende Ereignis enthalten sind, somit Insiderhandel<sup>1037</sup> vorliegt, kann auf Basis dieser Resultate nicht zweifelsfrei belegt werden.

<sup>1037</sup>

Als *Insiderhandel* wird die Verwendung von Insiderinformationen für den Handel von Wertpapieren an der Börse bezeichnet. Als Insider gelten gemäss § 13 des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) Personen, die „über eine kurserhebliche Information über ein Insiderpapier oder dessen Emittenten verfügen, bevor diese Information öffentlich bekannt geworden ist, und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu be-

Beide Grafiken verdeutlichen nochmals die positive Kursreaktion am Ereignistag. Sie zeigen jedoch auch bereits am Tag nach der Ankündigung eine *Kurskorrektur*. Diese zwar insignifikanten, aber negativen Kursanpassungen an den Tagen nach der Ankündigung einer desinvestiven Transaktion werden auch von EICHINGER (2001), WHEATLEY/BROWN/JOHNSON (2005), BARTSCH/BÖRNER (2007) sowie von OSTROWSKI (2007) beobachtet.<sup>1038</sup> Die Kurskorrektur deutet auf eine Überreaktion der Marktteilnehmer am Ereignistag hin und zeugt zugleich von einer hohen Reaktionsgeschwindigkeit der Aktienmärkte.

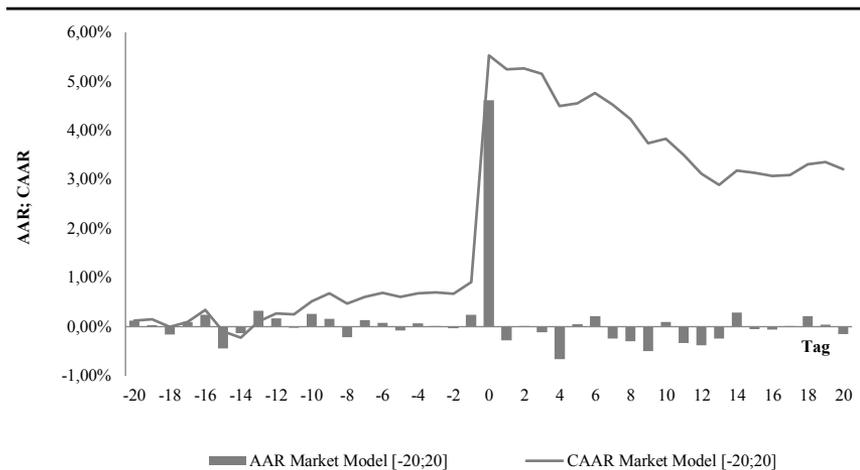


**AAR und CAAR Market Adjusted Model** entsprechen den durchschnittlichen abnormalen Tagesrenditen bzw. den kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen des Modells marktbereinigter Renditen. **Tag** sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

Abbildung 37: AAR und CAAR im Modell marktbereinigter Renditen

einflussen“. Vgl. WPHG (2013). In den Mitgliedstaaten der EU ist die Nutzung und Weitergabe von Insiderinformationen gemäss der Marktmissbrauchsrichtlinie strafbar. Vgl. MARKTMISSBRAUCHSRICHTLINIE (2003).

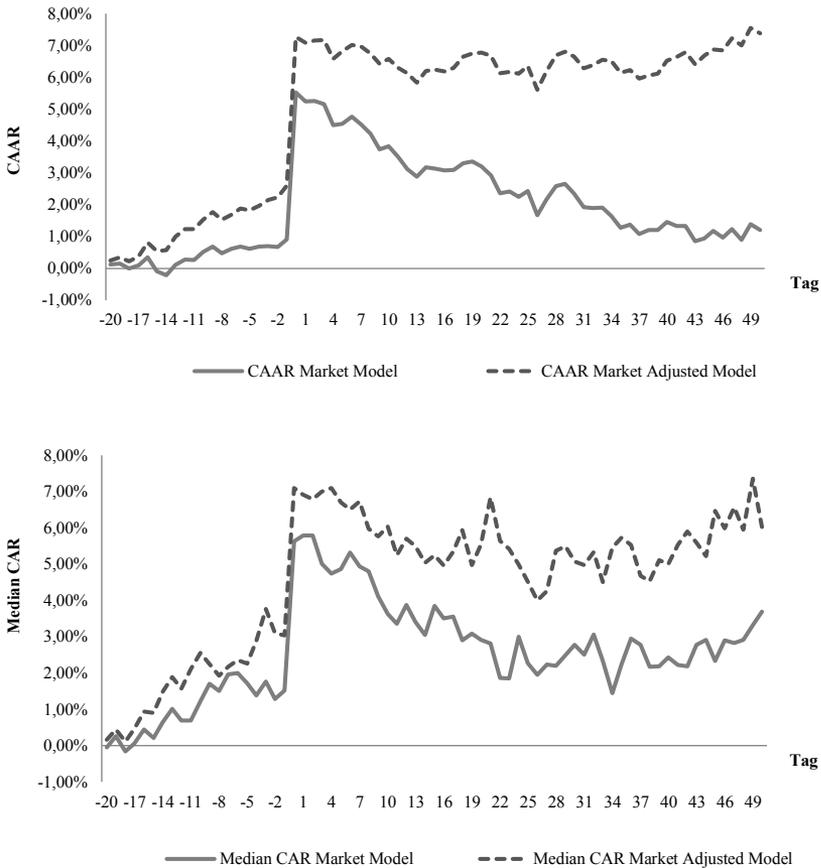
<sup>1038</sup> Vgl. EICHINGER (2001), S. 147; WHEATLEY/BROWN/JOHNSON (2005), S. 285; BARTSCH/BÖRNER (2007), S. 20; OSTROWSKI (2007), S. 202.



**AAR Market Adjusted Model** bzw. **AAR Market Model** entsprechen den durchschnittlichen abnormalen Tagesrenditen des Modells marktbereinigter Renditen bzw. des Marktmodells. **Tage** sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

Abbildung 38: AAR und CAAR im Marktmodell

Die Periode nach dem Ereignistag macht zugleich auf Unterschiede zwischen dem Marktmodell und dem Modell marktbereinigter Renditen aufmerksam. Während sich die CAAR infolge des Ereignistages im Modell marktbereinigter Renditen tendenziell nur schwach nach unten orientieren, zeigt das Marktmodell deutlich negative Anpassungen. Abbildung 39 zeigt den Vergleich des CAAR sowie des Median CAR beider Modelle im Intervall  $[-20;50]$ . Wenngleich eine derart langfristige Ereignisperiode eine Rückführung der Ergebnisse auf die Spin-off-Ankündigung verunmöglicht, ist dennoch erkennbar, dass die im Marktmodell enthaltene Risikobereinigung einen deutlichen Einfluss ausübt. Implizit deutet dies auf eine Veränderung im Risikoprofil der Unternehmung hin. Insgesamt scheinen die Ankündigungseffekte keinen nachhaltigen Effekt auf die Aktienkurse zu haben; bereits nach ca. 1,5 Monaten sind die Effekte zumindest im Marktmodell kaum noch nachweisbar.



CAAR Market Adjusted Model und CAAR Market Model entsprechen den kumulierten durchschnittlichen abnormalen Tagesrenditen im Modells marktbereinigter Renditen und im Marktmodell. Tage sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

Abbildung 39: Langfristiger Vergleich CAAR und Median CAR zwischen Marktmodell und Modell marktbereinigter Renditen

Hypothese 1 ist auf Basis der Ergebnisse der Ereignisstudie zu bestätigen. Spin-off-Ankündigungen sind sowohl eine kursrelevante Information für die Marktteilnehmer als auch mit positiven Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Zahlungsströme verbunden; all dies drückt sich in hochsignifikant positiven CAAR über sämtliche betrachteten Ereignisperioden hinweg aus. Die Resultate entsprechen weitestgehend den Er-

kenntnissen von KIRCHMAIER (2003), VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), BÜHNER (2004), RÜDISÜLI (2005) sowie SUDARSANAM/QIAN (2007).<sup>1039</sup> Die Ergebnisse gehen damit zunächst konform mit den aus der Diversifikationstheorie abgeleiteten Argumenten der Prinzipal-Agenten-Theorie sowie der effizienzorientierten Ansätze zu den leistungs- und finanzwirtschaftlichen Dyssynergien.

Im nachfolgenden Abschnitt werden die in Kapitel 5 formulierten Hypothesen mittels *univariater* Partialanalysen überprüft, um deren Relevanz für den Erfolg von Spin-off-Ankündigungen herauszuarbeiten. Die Partialanalysen basieren auf den Resultaten des Marktmodells, da dieses die Aktienrenditen um die Marktrendite, aber auch um das unternehmensindividuelle Risiko bereinigt.

## 7.2 Univariate Analysen der aus der Diversifikationsforschung abgeleiteten Erfolgsfaktoren

### 7.2.1 Industrieller Fokus

Zur Überprüfung von *Hypothese 2*, dass die mit einem Spin-off verbundene Verengung des industriellen Fokus einen positiven Beitrag zum Erfolg der Ankündigung leistet, werden anhand der Variablen INDFOKUS [0;1] zwei Teilstichproben gebildet. Sind die *2-digit-SIC-Codes* von Mutterkonzern und Spin-off-Objekt unterschiedlich, wird von einem fokussierenden Spin-off ausgegangen.<sup>1040</sup> Wird indessen ein Unternehmensteil abgespalten, der in einem identischen Wirtschaftszweig operiert, führt der Spin-off zu keiner industriellen Fokussierung des Mutterkonzerns. Die zeitliche Verteilung beider Teilstichproben wird in Tabelle 13 dargestellt.

---

<sup>1039</sup> Vgl. KIRCHMAIER (2003); VELD/VELD-MERKOULOVA (2004); BÜHNER (2004); RÜDISÜLI (2005); SUDARSANAM/QIAN (2007).

<sup>1040</sup> Sind keine *SIC-Codes* für die Tochtergesellschaft verfügbar, wird das Stichprobenelement aus der Untersuchung exkludiert.

	Ankündigungsjahr											Gesamt
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
<b>INDFOKUS [0]</b>	1	1	4	1	3	0	0	2	4	6	3	25
<b>INDFOKUS [1]</b>	2	5	5	10	5	6	4	3	4	1	5	50
<b>Gesamt</b>	3	6	9	11	8	6	4	5	8	7	8	75

INDFOKUS [1] und INDFOKUS [0] entsprechen den Unternehmen, deren Spin-off eine [1] bzw. keine [0] industrielle Fokussierung des Mutterkonzerns gemäss dem SIC-System mit sich bringt.

Tabelle 13: Zeitliche Verteilung von INDFOKUS

Die Ergebnisse der Analyse sind in Tabelle 14 zusammengefasst. Spin-off-Ankündigungen, die gemäss dem SIC-System eine industrielle Fokussierung des Mutterkonzerns mit sich bringen, weisen in allen betrachteten Ereignisfenstern höhere CAAR auf, als die nicht-fokussierenden Spin-offs. Statistisch signifikant sind die Mittelwertunterschiede gemäss dem MANN-WHITNEY-U-Test und dem WELCH-Test in den Ereignisfenstern  $[-1;1]$ ,  $[-2;2]$  und gemäss dem t-Test am Ereignistag [0].

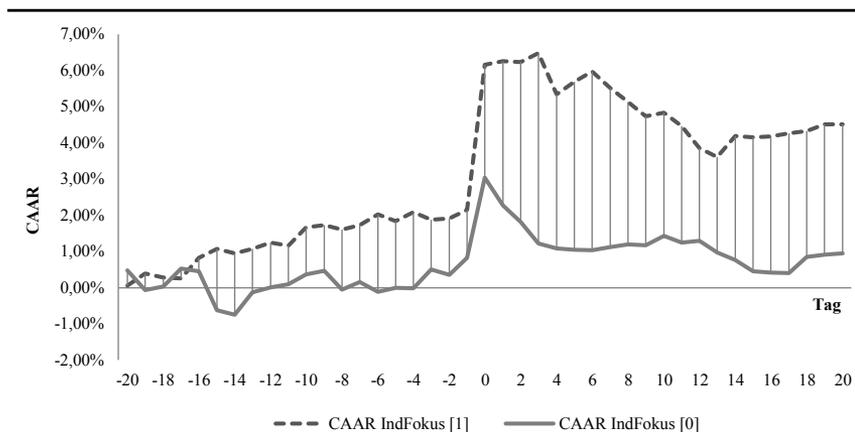
EREIGNIS-FENSTER	CAAR IND- FOKUS [1] N = 50	CAAR INDFOKUS [0] N = 25	CAAR DIFF.	T-TEST MITTEL		MANN-WHITNEY-U	
				T-WERT	P-WERT	Z-WERT	P-WERT
$[-20;0]$	6,15%***	3,04%*	3,11%	1,315 <sup>n.s.</sup>	0,193	-1,225 <sup>n.s.</sup>	0,221
$[-10;0]$	4,99%***	2,94%***	2,05%	1,112 <sup>n.s.</sup>	0,270	-1,214 <sup>n.s.</sup>	0,225
$[-5;0]$	4,13%***	3,16%***	0,97%	0,669 <sup>n.s.</sup>	0,505	-0,495 <sup>n.s.</sup>	0,621
$[-2;0]$	4,28%***	2,54%***	1,74%	1,536 <sup>n.s.</sup>	0,129	-1,382 <sup>n.s.</sup>	0,167
$[-1;0]$	4,23%***	2,69%***	1,55%	1,399 <sup>n.s.</sup>	0,166	-1,405 <sup>n.s.</sup>	0,160
[0]	4,00%***	2,22%***	1,78%	1,855*	0,068	-1,618 <sup>n.s.</sup>	0,106
$[-1;1]$ †	4,34%***	1,92%***	2,41%	2,327**	0,023	-1,989**	0,047
$[-2;2]$ †	4,36%***	1,31%**	3,05%	2,711***	0,008	-2,237**	0,025
$[-5;5]$	3,67%***	1,17% <sup>n.s.</sup>	2,50%	1,148 <sup>n.s.</sup>	0,255	-1,315 <sup>n.s.</sup>	0,189
$[-10;10]$	3,67%**	1,33% <sup>n.s.</sup>	2,34%	0,825 <sup>n.s.</sup>	0,412	-1,214 <sup>n.s.</sup>	0,225
$[-20;20]$	4,51%***	0,95% <sup>n.s.</sup>	3,56%	1,065 <sup>n.s.</sup>	0,291	-1,124 <sup>n.s.</sup>	0,261

CAAR INDFOKUS [1] und CAAR INDFOKUS [0] entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster für die Unternehmen, deren Spin-off eine [1] bzw. keine [0] industrielle Fokussierung des Mutterkonzerns gemäss dem SIC-System mit sich bringt. Die Signifikanzangaben der CAAR basieren auf einem Einstichproben-t-Test. t-Test Mittel basiert auf dem Mittelwertvergleich für unabhängige Stichproben. Die Angaben geben die Werte für homogene oder heterogene Varianzen nach Durchführung des LEVENE-Tests an. Wird die Annahme der Varianzhomogenität zum 5 %-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. Die t-Werte zeigen dann die Ergebnisse des WELCH-Tests. MANN-WHITNEY-U steht für den nicht-parametrischen MANN-WHITNEY-U-Test. Die P-Werte basieren auf der 2-seitigen t- bzw. z-Verteilung. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. n. s. steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 14: Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den industriellen Fokus

Die grafische Auswertung der *CAAR* beider Teilstichproben in Abbildung 40 zeigt ein zu den numerischen Testverfahren deckungsgleiches Bild. Das Schaubild stellt die zeitliche Entwicklung des *CAAR* im Ereignisfenster  $[-20;20]$  dar. Der *CAAR* der fokussierenden Spin-offs ist sowohl in seiner Höhe als auch in seiner Dauerhaftigkeit durchweg positiver als der der nicht-fokussierenden Transaktionen. Die Abspaltung von nicht mit dem Kerngeschäft verbundenen Unternehmensteilen ist damit der Abspaltung von verwandten Geschäftsfeldern vorzuziehen. *Hypothese 2 kann somit bestätigt werden.*

Die Ergebnisse gehen weitestgehend konform mit den Untersuchungen von MARKIDES (1992), DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997), KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999), DESAI/JAIN (1999), VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), RUSTIGE/GROTE (2009) sowie VELD/VELD-MERKOULOVA (2009).<sup>1041</sup> BARTSCH/BÖRNER (2007) sowie OSTROWSKI (2007) legen indessen für den deutschen Kapitalmarkt gegenteilige Ergebnisse vor.<sup>1042</sup>



**CAAR INDFOKUS [1] und [0]** entsprechen den kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen für industriell fokussierende [1] und nicht-fokussierende [0] Spin-off-Ankündigungen nach dem SIC-System. **Tag**e sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

Abbildung 40: Vergleich CAAR IndFokus [1] und [0]

<sup>1041</sup> Vgl. DALEY/MEHROTRA/SIVAKUMAR (1997); KRISHNASWAMI/SUBRAMANIAM (1999); DESAI/JAIN (1999); VELD/VELD-MERKOULOVA (2004); RUSTIGE/GROTE (2009); VELD/VELD-MERKOULOVA (2009).

<sup>1042</sup> Vgl. BARTSCH/BÖRNER (2007); OSTROWSKI (2007).

### 7.2.2 Geografischer Fokus

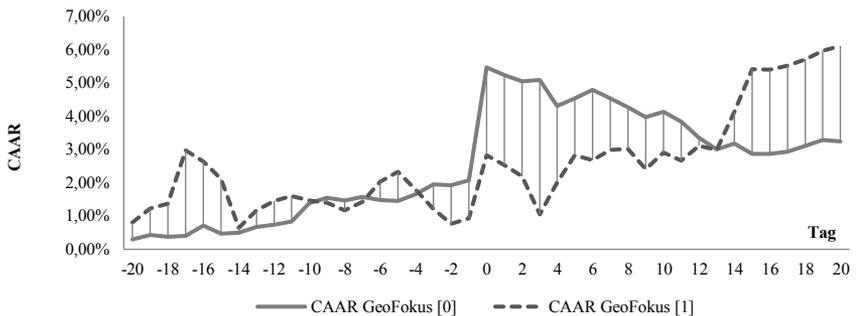
Als Einflussgrösse auf den Spin-off-Erfolg wurde auch die potenzielle Zunahme des geografischen Fokussierungsgrads identifiziert. Zur Überprüfung von *Hypothese 3*, dass eine durch die Spin-off-Ankündigung induzierte Veränderung des geografischen Fokus den *CAAR* beeinflusst, werden zunächst anhand der Variablen *GEOFOKUS* zwei Teilstichproben gebildet. Von einer Verengung des geografischen Fokus der Muttergesellschaft wird dann ausgegangen, wenn der Sitz des Spin-off-Objekts in einem anderen Nationalstaat liegt, wie der des Mutterkonzerns. Tabelle 15 zeigt die zeitliche Verteilung der Spin-off-Ankündigungen beider Teilstichproben.

	Ankündigungsjahr											Gesamt
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
GEOFOKUS [0]	3	5	9	8	9	5	3	5	7	6	7	67
GEOFOKUS [1]	0	1	0	0	0	1	1	0	1	1	2	7
<b>Gesamt</b>	3	6	9	8	9	6	4	5	8	7	9	74

**GEOFOKUS [1] und GEOFOKUS [0]** entsprechen den Unternehmen, deren Spin-off eine [1] bzw. keine [0] geografische Fokussierung des Mutterkonzerns gemäss dem Hauptsitz der Gesellschaften mit sich bringt.

Tabelle 15: Zeitliche Verteilung von *GeoFokus*

Die Ergebnisse der univariaten Analyse für den geografischen Fokus sind in Tabelle 16 zusammengefasst. Es existiert *kein statistisch signifikanter Unterschied* in den *CAAR* beider Teilstichproben für den geografischen Fokus. Zwar ist der *CAAR der geografisch fokussierenden Spin-offs über nahezu alle Ereignisperioden tiefer*, allerdings liefern weder das parametrische noch das nicht-parametrische Testverfahren signifikante Ergebnisse. *Hypothese 3 ist abzulehnen*. Dies mag mitunter im sehr kleinen Teilstichprobenumfang begründet liegen, weshalb die Ergebnisse zurückhaltend zu interpretieren sind.



CAAR GeoFokus [1] und [0] entsprechen den kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen für geografisch fokussierende [1] und nicht-fokussierende [0] Spin-off-Ankündigungen nach dem SIC-System. Tage sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

Abbildung 41: Vergleich CAAR GeoFokus [1] und [0]

Die Resultate gehen konform mit den Ergebnissen von VELD/VELD-MERKOULOVA (2004) und RÜDISÜLI (2005), die ebenfalls keine signifikanten Ergebnisse für die Variable des geografischen Fokus im Kontext von Desinvestitionsankündigungen feststellen können.<sup>1043</sup>

<sup>1043</sup>

Vgl. VELD/VELD-MERKOULOVA (2004), S. 1125 f.; RÜDISÜLI (2005) S. 144 f.

EREIGNIS-FENSTER	CAAR GEO- FOKUS [1] N = 7	CAAR GEOFOKUS [0] N = 67	CAAR DIFF.	T-TEST MITTEL		MANN-WHITNEY-U	
				T-WERT	P-WERT	Z-WERT	P-WERT
[-20;0]	2,83%	5,30%***	-2,47%	-0,633 <sup>n.s.</sup>	0,529	-0,360 <sup>n.s.</sup>	0,719
[-10;0]	1,22%	4,61%***	-3,39%	-1,189 <sup>n.s.</sup>	0,238	-1,284 <sup>n.s.</sup>	0,199
[-5;0]	0,80%	4,06%***	-3,26%	-1,382 <sup>n.s.</sup>	0,171	-1,524 <sup>n.s.</sup>	0,128
[-2;0]	1,61%	3,58%***	-1,97%	-1,073 <sup>n.s.</sup>	0,287	-1,007 <sup>n.s.</sup>	0,314
[-1;0]	2,06%**	3,59%***	-1,53%	-0,869 <sup>n.s.</sup>	0,388	-0,951 <sup>n.s.</sup>	0,341
[0]	1,90%**	3,43%***	-1,54%	-0,974 <sup>n.s.</sup>	0,333	-0,933 <sup>n.s.</sup>	0,351
[-1;1]	1,77%*	3,36%***	-1,59%	-0,823 <sup>n.s.</sup>	0,413	-1,099 <sup>n.s.</sup>	0,272
[-2;2]	0,98%	3,16%***	-2,18%	-1,017 <sup>n.s.</sup>	0,312	-1,025 <sup>n.s.</sup>	0,305
[-5;5]	0,81%	3,14%***	-2,34%	-0,649 <sup>n.s.</sup>	0,518	-0,933 <sup>n.s.</sup>	0,351
[-10;10]	1,30%	3,28%***	-1,98%	-0,432 <sup>n.s.</sup>	0,667	-0,508 <sup>n.s.</sup>	0,612
[-20;20]	6,12%*	3,11%**	-3,00%	0,547 <sup>n.s.</sup>	0,586	-0,600 <sup>n.s.</sup>	0,548

CAAR GEOFOKUS [1] und CAAR GEOFOKUS [0] entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster für die Unternehmen, deren Spin-off eine [1] bzw. keine [0] geografische Fokussierung des Mutterkonzerns gemäss dem Hauptsitz der Gesellschaften mit sich bringt. Die Signifikanzangaben der CAAR basieren auf einem Einstichproben-t-Test. **t-Test Mittel** basiert auf dem Mittelwertvergleich für unabhängige Stichproben. Die Angaben geben die Werte für homogene oder heterogene Varianzen nach Durchführung des LEVENE-Tests an. Wird die Annahme der Varianzhomogenität zum 5 %-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. Die t-Werte zeigen dann die Ergebnisse des WELCH-Tests. **MANN-WHITNEY-U** steht für den nicht-parametrischen MANN-WHITNEY-U-Test. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t- bzw. z-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 16: Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den geografischen Fokus

### 7.2.3 Diversifikationsgrad

Das auf Basis der Diversifikationsliteratur entwickelte Theoriegerüst prognostiziert bei Unternehmen, die über ihr werteffizientes Diversifikationsniveau hinaus (über-)diversifiziert sind, negative Werteffekte der Diversifikation. Der Rückbau von Diversifikation sollte bei übermässig stark diversifizierten Unternehmen entsprechend positive Kursreaktionen mit sich bringen. Die Analyse von *Hypothese 4*, dass der Diversifikationsgrad der Muttergesellschaft einen Einfluss auf die Bewertung der Spin-off-Ankündigung hat, wird zunächst anhand eines Mittelwertvergleichs der CAAR zwischen diversifizierten und nicht-diversifizierten Unternehmen vorgenommen. Variable KONGL\_SIC [0;1] dient dabei als Differenzierungsmerkmal zwischen beiden Gruppen. Als diversifizierte Unternehmen bzw. Konglomerate werden die Mutterkonzerne klassifiziert, die in drei oder mehr unterschiedlichen *2-digit-SIC-Codes* operieren, als

nicht-diversifizierte Firmen werden Unternehmen eingestuft, die lediglich in einem oder zwei Wirtschaftszweigen tätig sind.<sup>1044</sup>

	Ankündigungsjahr											Gesamt
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
<b>KONGLSIC [0]</b>	1	4	9	5	6	3	1	3	4	5	4	45
<b>KONGLSIC [1]</b>	2	3	0	6	3	3	3	2	5	4	7	38
<b>Gesamt</b>	3	7	9	11	9	6	4	5	9	9	11	83

**KONGLSIC [1]** und **KONGLSIC [0]** stehen für die nach den *2-digit-SIC-Codes* als Konglomerat [1] bzw. nicht-diversifizierte Unternehmen klassifizierten Stichprobenelementen.

*Tabelle 17: Zeitliche Verteilung von GeoFokus*

Tabelle 18 zeigt die Ergebnisse des Teilstichprobenvergleichs. Unternehmen, die als Konglomerate klassifiziert wurden, erzielen – mit Ausnahme des Intervalls  $[-10;10]$  – in allen untersuchten Ereignisfenstern höhere *CAAR* als die Unternehmen, die keine konglomerate Organisationsstruktur aufweisen. Die Ergebnisse sind nach dem parametrischen und nicht-parametrischen Testverfahren jedoch lediglich im Intervall  $[-2;2]$  signifikant. Abbildung 42 illustriert den Vergleich des *CAAR* der Konglomerate mit dem der konzentrierten Unternehmen.

<sup>1044</sup> Vgl. MILANO/TREADWELL/HOPSON (2011), S. 70.

EREIGNIS-FENSTER	CAAR KONGL_SIC [1] N = 38	CAAR KONGL_SIC [0] N = 45	CAAR DIFF.	T-TEST MITTEL		MANN-WHITNEY-U	
				T-WERT	P-WERT	Z-WERT	P-WERT
[-20;0]	7,88%***	3,54%**	4,33%	1,861*	0,066	-1,956 <sup>n.s.</sup>	0,050
[-10;0]	6,81%***	3,97%***	2,83%	1,268 <sup>n.s.</sup>	0,208	-0,978 <sup>n.s.</sup>	0,328
[-5;0]	6,66%***	3,30%***	3,36%	1,596 <sup>n.s.</sup>	0,114	-0,996 <sup>n.s.</sup>	0,319
[-2;0]	6,79%***	3,17%***	3,62%	1,814*	0,073	-1,371 <sup>n.s.</sup>	0,170
[-1;0]	6,45%***	3,51%***	2,94%	1,520 <sup>n.s.</sup>	0,132	-0,850 <sup>n.s.</sup>	0,395
[0]	6,11%***	3,35%***	2,76%	1,475 <sup>n.s.</sup>	0,144	-0,686 <sup>n.s.</sup>	0,493
[-1;1]	6,38%***	3,06%***	3,33%	1,846*	0,073	-1,353 <sup>n.s.</sup>	0,176
[-2;2]†	7,03%***	2,49%***	4,54%	2,021**	0,049	-1,737*	0,082
[-5;5]	5,24%**	2,69%**	2,55%	1,050 <sup>n.s.</sup>	0,297	-0,978 <sup>n.s.</sup>	0,328
[-10;10]	3,38%*	3,74%***	-0,36%	-0,135 <sup>n.s.</sup>	0,893	-0,219 <sup>n.s.</sup>	0,826
[-20;20]	3,70%*	2,79%*	0,92%	0,303 <sup>n.s.</sup>	0,762	-0,576 <sup>n.s.</sup>	0,65

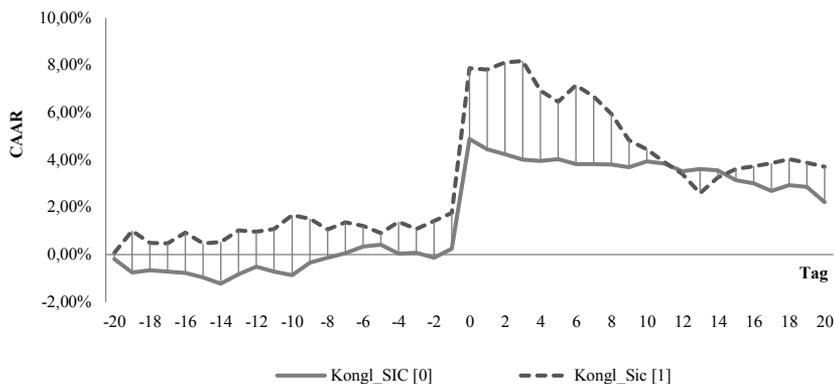
CAAR KONGL\_SIC [1] und CAAR KONGL\_SIC [0] entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster für die Unternehmen, die in drei oder mehr [1] bzw. in 2 oder weniger [0] Major Groups gemäss dem SIC-System operieren. Die Signifikanzangaben der CAAR basieren auf einem Einstichproben-t-Test. **t-Test Mittel** basiert auf dem Mittelwertvergleich für unabhängige Stichproben. Die Angaben geben die Werte für homogene oder heterogene Varianzen nach Durchführung des LEVENE-Tests an. Wird die Annahme der Varianzhomogenität zum 5%-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. Die t-Werte zeigen dann die Ergebnisse des WELCH-Tests. **MANN-WHITNEY-U** steht für den nicht-parametrischen MANN-WHITNEY-U-Test. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t- bzw. z-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 18: Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den Diversifikationsgrad

Die Unterschiede der Aktienkursreaktionen zwischen beiden Gruppen sind auch in der grafischen Darstellung (Abbildung 42) deutlich sichtbar. Allein auf Grundlage dieser SIC-Code-basierten Resultate kann jedoch wegen der nur unzureichend signifikanten Ergebnisse jedoch noch keine abschliessende Beurteilung von Hypothese 4 erfolgen. Offensichtlich kann eine SIC-Code-basierte Untersuchung zwar helfen, die durch einen Spin-off induzierte Veränderung des Diversifikationsgrads zu beurteilen (Hypothese 3), eine eindeutige Erfolgsbeurteilung des *Diversifikationsniveaus* scheidet aber aus. Dieses Resultat überrascht insofern nicht, als die in der Literatur geäusserte Kritik am kategorialen Ordnungssystem der SIC-Codes genau daran ansetzt.<sup>1045</sup>

<sup>1045</sup>

Einen Überblick bieten MARKIDES/WILLIAMSON (1996), S. 343 und SILVERMAN (1999), S. 1110 f.



CAAR Kongl\_SIC [1] und [0] entspricht den CAAR der nach den 2-digit-SIC-Codes als Konglomerat [1] bzw. nicht-diversifizierte Unternehmen klassifizierten Teilstichproben. Tage sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

Abbildung 42: Vergleich CAAR Kongl\_SIC [0] und [1]

Zur weiteren Überprüfung von Hypothese 4 wird im Folgenden zusätzlich auf die metrisch skalierte Variable des auf JACQUEMIN/BERRY (1979) zurückgehenden Entropiemasses der *Total Diversification* zurückgegriffen.<sup>1046</sup> Die Variable KONGL\_ENTROP gibt das Diversifikationsniveau des Mutterkonzerns an.

Zur Untersuchung der *Total Diversification* bietet sich die einfache lineare Regression an. Die Regressionsgleichung lässt sich wie folgt darstellen:

$$CAR_{i,t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j Kongl\_Entrop_{i,j} + \varepsilon_{i,t_1-t_2} \quad (7.1)$$

Die Resultate der Regressionsanalysen zwischen den kumulierten abnormalen Renditen verschiedener Ereignisfenster und dem Diversifikationsniveau sind in Tabelle 19 dargestellt.

<sup>1046</sup>

Zu dessen Erklärung und Berechnung vgl. Abschnitt 5.3.3.

EREIGNIS- FENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS- KOEFFIZIENT	T-WERT KONGL_ENTROP	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG.R <sup>2</sup>
<i>Kongl Entrop / N = 75</i>						
[-20;0]	-0,016	0,094	3,496***	0,001	0,143	0,132
[-10;0]	-0,004	0,078	2,997***	0,004	0,110	0,097
[-5;0]	0,000	0,065	2,540**	0,013	0,081	0,069
[-2;0]	0,006	0,056	2,238**	0,028	0,064	0,051
[-1;0]	0,007	0,054	2,273**	0,026	0,066	0,053
[0]	0,008	0,051	2,203**	0,031	0,062	0,049
[-1;1]	0,012	0,046	2,047**	0,044	0,054	0,041
[-2;2]	0,009	0,049	1,856*	0,067	0,045	0,032
[-5;5]	0,011	0,041	1,373 <sup>n.s.</sup>	0,174	0,025	0,012
[-10;10]	0,006	0,043	1,365 <sup>n.s.</sup>	0,176	0,025	0,012
[-20;20]	0,005	0,040	1,103 <sup>n.s.</sup>	0,274	0,016	0,003

KONGL\_ENTROP entspricht dem JACQUEMIN/BERRY-Entropiemass der „Totalen Diversifikation“, wie es in Abschnitt 5.3.3 beschrieben ist. t-Wert entspricht dem t-Test des Regressionskoeffizienten. Die p-Werte basieren auf der 2-seitigen t-Verteilung. R<sup>2</sup> entspricht dem Bestimmtheitsmass. Korrig. R<sup>2</sup> gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. n. s. steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 19: Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Kongl\_Entrop

Die Analyse stützt nicht nur die Ergebnisse der SIC-Code-basierten Untersuchung, sie bestätigt auch den unterstellten Zusammenhang: Mit einem steigenden Diversifikationsniveau sind signifikant höhere abnormale Renditen im Kontext von Spin-off-Ankündigungen verbunden. Dies gilt für nahezu sämtliche Ereignisperioden. Entsprechend kann Hypothese 4 bestätigt werden.

Die Resultate stützen zugleich die entwickelte Theorie einer werteffizienten Diversifikationsgrenze.<sup>1047</sup> Offenbar wird der Rückbau des Diversifikationsgrad mittels eines Spin-offs besonders dann als ein probates Mittel zur Entflechtung der im Konzernkreis vorhandenen Ressourcenbündel betrachtet, wenn das Diversifikationsniveau (zu) hoch ist. Als Grenzwert für einen positiven Wertbeitrag der Diversifikation kann gemäss der vorgenommenen SIC-Code-basierten Untersuchung bereits die Tätigkeit in zwei unterschiedlichen Wirtschaftszweigen betrachtet werden.

<sup>1047</sup>

Vgl. Abschnitt 4.2.4.

### 7.2.4 Bewertungsabschluss

Um den in *Hypothese 5* unterstellten Einfluss eines Bewertungsabschlags am Kapitalmarkt auf den Spin-off-Erfolg zu untersuchen, wird in Anlehnung an LANG/STULZ (1994) das TOBINSQ < 1 herangezogen.<sup>1048</sup> Die Bildung von Teilstichproben wird anhand der Variablen TOBINSQ < 1 operationalisiert. Liegt das Marktwert-Buchwert-Verhältnis unter eins, wird unterstellt, dass ein Bewertungsabschluss existiert. Ist die Marktbewertung des Eigenkapitals umgekehrt aber höher als dessen Buchwert, liegt zumindest kein massiver Bewertungsabschluss vor.

	Ankündigungsjahr											Gesamt
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
<b>TOBINSQ &lt; 1 [0]</b>	1	3	5	8	7	5	4	3	4	6	8	54
<b>TOBINSQ &lt; 1 [1]</b>	2	4	3	2	2	1	0	2	5	3	3	27
<b>Gesamt</b>	3	7	8	10	9	6	4	5	9	9	11	81

TOBINSQ < 1 [1] und [0] entsprechen den Stichprobenelementen, deren Marktwert-Buchwert-Verhältnis zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung kleiner 1 [1] bzw. grösser 1 [0] ist.

Tabelle 20: Zeitliche Verteilung von  $TobinsQ < 1$

Der Mittelwertvergleich zwischen beiden Teilstichproben ist in Tabelle 21 dargestellt. Wie vermutet, liegt der CAAR der Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung eine sehr tiefe Marktbewertung aufweisen (TOBINSQ < 1 [1]), in jedem der betrachteten Ereignisintervalle über dem der Unternehmen, die keinen massiven Bewertungsabschluss aufweisen (TOBINSQ < 1 [0]). Allerdings sind die gemessenen Unterschiede nicht signifikant, sieht man von einem schwach signifikanten Ergebnis im Intervall [-2;2] ab.

Abbildung 43 zeigt grafisch, dass der CAAR der Teilstichprobe TOBINSQ < 1 [1] vor dem Ereignisstichtag zwar tiefer ausfällt als der der Teilstichprobe TOBINSQ < 1 [0], zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung aber eine stärkere positive Kursreaktion zu beobachten ist. Am Ende des Intervalls [-20;20] sind die Unterschiede im CAAR beider Stichprobenelemente nahezu verschwunden. Es besteht daher weder ein signifikanter linearer Zusammenhang zwischen der Marktbewertung des Eigenkapitals und dem CAAR noch kann anhand der Mittelwertvergleiche der gebildeten Teilstichproben da-

<sup>1048</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.2.

von ausgegangen werden, dass signifikante Unterschiede existieren. *Hypothese 5 ist auf Basis der Ergebnisse daher zu verwerfen.*<sup>1049</sup>

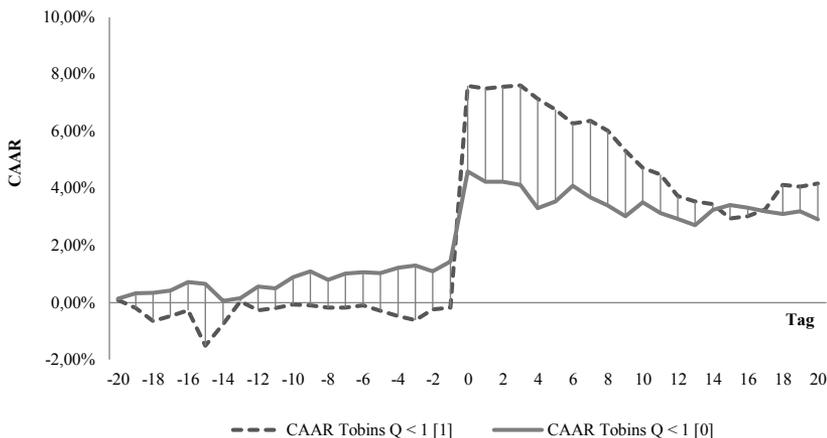
EREIGNIS-FENSTER	CAAR TOBINSQ < 1 [1] N = 27	CAAR TOBINSQ < 1 [0] N = 54	CAAR DIFF.	T-TEST MITTEL		MANN-WHITNEY-U	
				T-WERT	P-WERT	Z-WERT	P-WERT
[-20;0]	7,60%***	4,60%***	3,00%	1,176 <sup>n.s.</sup>	0,243	-0,391 <sup>n.s.</sup>	0,696
[-10;0]	7,80%***	4,10%***	3,70%	1,536 <sup>n.s.</sup>	0,129	-0,952 <sup>n.s.</sup>	0,341
[-5;0]	7,69%***	3,53%***	4,16%	1,838*	0,070	-1,332 <sup>n.s.</sup>	0,183
[-2;0]†	8,21%***	3,29%***	4,92%	1,748*	0,091	-1,483 <sup>n.s.</sup>	0,138
[-1;0]†	7,84%***	3,50%***	4,34%	1,595 <sup>n.s.</sup>	0,122	-1,152 <sup>n.s.</sup>	0,249
[0]†	7,77%***	3,16%***	4,61%	1,726*	0,095	-1,413 <sup>n.s.</sup>	0,158
[-1;1]†	7,41%***	3,14%***	4,60%	1,834*	0,077	-1,453 <sup>n.s.</sup>	0,146
[-2;2]†	8,17%***	2,92%***	5,25%	1,805*	0,081	-1,663*	0,096
[-5;5]	6,86%***	2,48%**	4,38%	1,685*	0,096	-1,433 <sup>n.s.</sup>	0,152
[-10;10]	4,91%**	3,02%**	1,90%	0,668 <sup>n.s.</sup>	0,506	-0,281 <sup>n.s.</sup>	0,779
[-20;20]	4,17%*	2,91%*	1,26%	0,386 <sup>n.s.</sup>	0,701	-0,020 <sup>n.s.</sup>	0,984

CAAR TOBINSQ < 1 [1] und [0] entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster für die Unternehmen, deren Marktwert-Buchwert-Verhältnis zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung kleiner 1 [1] bzw. grösser 1 [0] ist. Die Signifikanzangaben der CAAR basieren auf einem Einstichproben-t-Test. **t-Test** Mittel basiert auf dem Mittelwertvergleich für unabhängige Stichproben. Die Angaben geben die Werte für homogene oder heterogene Varianzen nach Durchführung des LEVENE-Tests an. Wird die Annahme der Varianzhomogenität zum 5 %-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. Die t-Werte zeigen dann die Ergebnisse des WELCH-Tests. **MANN-WHITNEY-U** steht für den nicht-parametrischen MANN-WHITNEY-U-Test. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t- bzw. z-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 21: *Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den Diversifikationsgrad*

1049

Die Ergebnisse wurden auch mittels Teilstichprobenklassifizierungen bzw. Mittelwertvergleichen anhand des Median TOBINS Q, des Preis-Gewinn-Verhältnisses sowie mittels entsprechender linearer Regressionsanalysen überprüft.



CAAR TOBINSQ < 1 [1] und [0] entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster für diejenigen Unternehmen, deren Marktwert-Buchwert-Verhältnis zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung kleiner 1 [1] bzw. grösser 1 [0] ist. Tage sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

Abbildung 43: Vergleich CAAR TobinsQ < 1 [0] und [1]

### 7.2.5 Unternehmensgrösse

*Hypothese 6* unterstellt einen positiven Zusammenhang zwischen der Unternehmensgrösse des Mutterkonzerns und den Kursreaktionen der Spin-off-Ankündigungen.

Für die Messung der Unternehmensgrösse wird auf die Proxy-Variablen UMSATZ\_USD, MITARBEITER und BILANZSUMME\_USD zurückgegriffen. Alle drei Grössen werden über unterschiedliche Ereignisfenster regressiert, um einen potenziellen linearen Zusammenhang aufzudecken. Liegt ein solcher vor, ist mit signifikanten Regressionskoeffizienten zu rechnen. Die Ergebnisse sind in Tabelle 22 dargestellt.

Die Untersuchung kann keine Abhängigkeit der abnormalen Renditen von den überprüften Variablen der Unternehmensgrösse bestätigen. Weder der Umsatz, die Anzahl Mitarbeiter noch die Bilanzsumme haben einen erklärenden Einfluss auf die Höhe der abnormalen Renditen. Dies gilt für sämtliche Ereignisfenster. Auch eine durchgeführte Varianzanalyse anhand von Quartilsklassen für alle drei Variablen bringt keine Veränderung der Resultate mit sich. Die Ergebnisse sind somit robust und übereinstimmend mit den Ergebnissen von OSTROWSKI (2007), die ebenfalls keinen Einfluss der Unter-

nehmensgröße von desinvestierenden Mutterkonzernen nachweisen kann.<sup>1050</sup> *Hypothese 6 ist auf dieser Basis abzulehnen.*

EREIGNISFENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS-KOEFFIZIENT	T-WERT	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG.R <sup>2</sup>
<i>Panel 1: Umsatz_USD / N = 78</i>						
$CAR_{t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j \text{Umsatz}_{t_j} + \varepsilon_{t_1-t_2}$						
[-10;0]	0,059	-2,415*10 <sup>-7</sup>	-0,427 <sup>n.s.</sup>	0,670	0,002	-0,011
[-1;0]	0,053	-2,638*10 <sup>-7</sup>	-0,531 <sup>n.s.</sup>	0,597	0,004	-0,009
[0]	0,049	-2,043*10 <sup>-7</sup>	-0,424 <sup>n.s.</sup>	0,673	0,002	-0,011
[-1;1]	0,052	-3,253*10 <sup>-7</sup>	-0,696 <sup>n.s.</sup>	0,488	0,007	-0,006
[-10;10]	0,043	-2,356*10 <sup>-7</sup>	-0,360 <sup>n.s.</sup>	0,720	0,002	-0,011
<i>Panel 2: Mitarbeiter / N = 69</i>						
$CAR_{t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j \text{Mitarb}_{t_j} + \varepsilon_{t_1-t_2}$						
[-10;0]	0,046	-7,895*10 <sup>-9</sup>	0,074 <sup>n.s.</sup>	0,941	0,000	-0,015
[-1;0]	0,041	-1,087*10 <sup>-8</sup>	-0,156 <sup>n.s.</sup>	0,877	0,000	-0,015
[0]	0,037	-9,247*10 <sup>-9</sup>	0,146 <sup>n.s.</sup>	0,884	0,000	-0,015
[-1;1]	0,042	-4,097*10 <sup>-8</sup>	-0,536 <sup>n.s.</sup>	0,594	0,004	-0,011
[-10;10]	0,036	6,662*10 <sup>-9</sup>	0,040 <sup>n.s.</sup>	0,968	0,000	-0,015
<i>Panel 3: Bilanzsumme_USD / N = 79</i>						
$CAR_{t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j \text{BilSum}_{t_j} + \varepsilon_{t_1-t_2}$						
[-10;0]	0,057	-2,708*10 <sup>-7</sup>	-0,589 <sup>n.s.</sup>	0,557	0,004	-0,008
[-1;0]	0,052	-3,091*10 <sup>-7</sup>	-0,760 <sup>n.s.</sup>	0,450	0,007	-0,005
[0]	0,049	-2,550*10 <sup>-7</sup>	-0,648 <sup>n.s.</sup>	0,519	0,005	-0,007
[-1;1]	0,050	-3,588*10 <sup>-7</sup>	-0,925 <sup>n.s.</sup>	0,358	0,011	-0,002
[-10;10]	0,041	-2,457*10 <sup>-7</sup>	-0,461 <sup>n.s.</sup>	0,646	0,003	-0,010

**Umsatz\_USD** entspricht dem Umsatz im Geschäftsjahr vor der Spin-off-Ankündigung in Mio. US-Dollar. **Mitarbeiter** entspricht der Anzahl Vollzeitstellen zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung. **Bilanzsumme** entspricht der Bilanzsumme zum Ende des Geschäftsjahres vor der Spin-off-Ankündigung in Mio. US-Dollar. **t-Wert** entspricht dem t-Test der Regressionskoeffizienten. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen t-Verteilung. **R<sup>2</sup>** entspricht dem Bestimmtheitsmass. **Korr. R<sup>2</sup>** gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 22: Ergebnisse der linearen Regressionsanalysen Unternehmensgröße

<sup>1050</sup>

Vgl. OSTROWSKI (2007), S. 223 f.

### 7.2.6 Kontrolle durch die Eigenkapitalgeber

Ausgangspunkt für *Hypothese 7*, dass die Kontrolleffizienz der Eigenkapitalgeber einen Einfluss auf die Höhe der abnormalen Aktienkursreaktionen ausübt, ist die Prinzipal-Agenten-Theorie.

Im Rahmen der *Agency*-Logik ist unstrittig, dass eine effiziente Kontrolle durch die Eigenkapitalgeber einen positiven langfristigen Einfluss auf den Unternehmenswert ausübt. Ihre Wirkung auf den Erfolg von Spin-off-Ankündigungen lässt sich indes nicht eindeutig bestimmen. Einerseits kann zwar davon ausgegangen werden, dass ein Spin-off, sofern er unter starker Eigentümerkontrolle angekündigt wird, positiv für die Unternehmenswertentwicklung ist, andererseits ist der Nutzen einer Spin-off-Transaktion in solchen Fällen bereits ex ante beschränkt, da das Unternehmen nur sehr geringe *Agency*-Kosten aufweist.

Als Proxy-Variable für die Kontrolleffizienz der Eigenkapitalgeber wird die Stimmrechtskonzentration herangezogen. Da es sich um eine metrisch skalierte Variable handelt, kann zur Überprüfung von *Hypothese 7* eine lineare Regressionsanalyse durchgeführt werden. Die Regressionsgleichung entspricht der folgenden Form:

$$CAR_{i,t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j Stimm\_Konz_{i,j} + \varepsilon_{i,t_1-t_2} \quad (7.2)$$

Die Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse sind in Tabelle 23 dargestellt. Die Resultate bestätigen einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen der Stimmrechtskonzentration und der Höhe der abnormalen Renditen in beinahe sämtlichen Ereignisfenstern. Lediglich in den Intervallen  $[-5;5]$ ,  $[-10;10]$  und  $[-20;20]$  ist kein signifikanter Zusammenhang feststellbar. Die Resultate belegen, dass die Höhe der abnormalen Renditen insbesondere im Vorfeld der Spin-off-Ankündigungen von der Eigentümerkonzentration positiv beeinflusst wird.

EREIGNIS-FENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS-KOEFFIZIENT	T-WERT STIMM_KONZ	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG.R <sup>2</sup>
<i>Stimm_Konz / N = 80</i>						
[-20;0]	0,015	0,093	1,980*	0,051	0,048	0,036
[-10;0]	0,015	0,084	1,825*	0,072	0,041	0,029
[-5;0]	0,005	0,094	2,116**	0,038	0,054	0,042
[-2;0]	0,012	0,079	1,853*	0,068	0,042	0,030
[-1;0]	0,012	0,080	1,947*	0,055	0,046	0,034
[0]	0,011	0,078	1,978*	0,052	0,048	0,036
[-1;1]	0,006	0,088	2,280**	0,025	0,062	0,050
[-2;2]	0,007	0,086	1,911*	0,060	0,045	0,032
[-5;5]	0,020	0,042	0,823 <sup>n.s.</sup>	0,413	0,009	-0,004
[-10;10]	0,044	-0,011	-0,20 <sup>n.s.</sup>	0,839	0,001	-0,012
[-20;20]	0,042	-0,015	-0,23 <sup>n.s.</sup>	0,817	0,001	-0,012

STIMM\_KONZ entspricht dem von den Top-10-Investoren gehaltenen prozentualen Anteil an der Unternehmung. **t-Wert** entspricht dem t-Test des Regressionskoeffizienten. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t-Verteilung**. **R<sup>2</sup>** entspricht dem Bestimmtheitsmass. **Korrig. R<sup>2</sup>** gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 23: Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse *Stimm\_Konz*

Um dem Zusammenhang zwischen Eigenkapitalgeberkontrolle und Spin-off-Erfolg weiter herauszuarbeiten, wird untersucht, ob auch das Vorhandensein eines Grossaktionärs einen Einfluss ausübt. Tabelle 24 stellt die Teilstichprobe in ihrer zeitlichen Verteilung dar.

	Ankündigungsjahr											Gesamt
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
GROSS-AKTIONÄR [0]	0	3	5	8	7	2	4	1	7	6	6	49
GROSS-AKTIONÄR [1]	3	3	3	3	1	4	0	4	2	3	5	31
<b>Gesamt</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>80</b>

GROSSAKTIONÄR [1] und [0] entsprechen den Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung mindestens einen [1] bzw. keinen [0] Grossaktionär mit > 20 % Anteilsbesitz aufweisen.

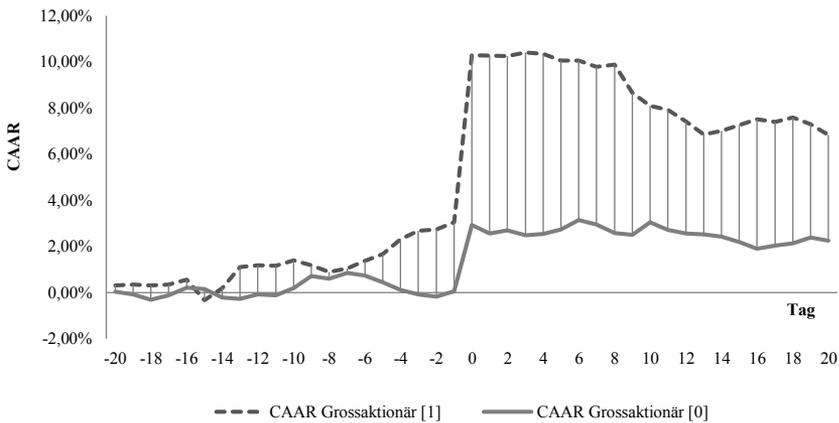
Tabelle 24: Zeitliche Verteilung von Grossaktionär

Die CAAR der Teilstichproben werden anhand eines Mittelwertvergleichs untersucht. Tabelle 25 und Abbildung 44 fassen die Resultate der statistischen und grafischen Auswertung zusammen.

EREIGNIS- FENSTER	CAAR GROSS- AKTIONÄR [1] N = 31	CAAR GROSS- AKTIONÄR [0] N = 49	CAAR DIFF.	T-TEST MITTEL		MANN-WHITNEY-U	
				T-WERT	P-WERT	Z-WERT	P-WERT
[-20;0]	10,30%***	2,93%**	7,37%	3,374***	0,001	-2,820***	0,005
[-10;0]	9,14%***	3,05%***	6,08%	2,742***	0,008	-2,316**	0,021
[-5;0]†	8,92%***	2,19%***	6,73%	2,720**	0,010	-3,057***	0,002
[-2;0]†	7,62%***	3,00%***	4,62%	1,835*	0,075	-1,358 <sup>n.s.</sup>	0,174
[-1;0]†	7,56%***	3,10%***	4,46%	1,857*	0,072	-1,506 <sup>n.s.</sup>	0,132
[0]†	7,25%***	2,87%***	4,38%	1,862*	0,072	-1,467 <sup>n.s.</sup>	0,142
[-1;1]†	7,53%***	2,74%***	4,79%	2,166**	0,037	-1,931**	0,054
[-2;2]	7,58%***	2,77%***	4,81%	2,176**	0,048	-1,704*	0,088
[-5;5]†	8,68%***	1,99%**	6,69%	2,633**	0,012	-2,474 <sup>n.s.</sup>	0,013
[-10;10]	6,95%***	3,17%***	3,77%	1,602 <sup>n.s.</sup>	0,113	-1,279 <sup>n.s.</sup>	0,201
[-20;20]	6,84%***	2,27%*	4,57%	1,554 <sup>n.s.</sup>	0,137	-1,309 <sup>n.s.</sup>	0,191

CAAR GROSSAKTIONÄR [1] und [0] entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster für die Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung mindestens einen [1] bzw. keinen [0] Grossaktionär mit > 20 % Anteilsbesitz aufweisen. Die Signifikanzangaben der CAAR basieren auf einem Einstichproben-t-Test. **t-Test Mittel** basiert auf dem Mittelwertvergleich für unabhängige Stichproben. Die Angaben geben die Werte für homogene oder heterogene Varianzen nach Durchführung des LEVENE-Tests an. Wird die Annahme der Varianzhomogenität zum 5 %-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. Die t-Werte zeigen dann die Ergebnisse des WELCH-Tests. **MANN-WHITNEY-U** steht für den nicht-parametrischen MANN-WHITNEY-U-Test. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t-** bzw. **z-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 25: Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für den Grossaktionär



CAAR GROSSAKTIONÄR [1] und [0] entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster der Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung mindestens einen [1] bzw. keinen [0] Grossaktionär mit > 20% Anteilsbesitz aufweisen. Tage sind relativ zum Ereignistag  $t_0$  angegeben.

Abbildung 44: Vergleich CAAR Grossaktionär

Die Erkenntnisse, die sich aus der Überprüfung von Hypothese 7 ergeben, sind aus zwei Gründen bemerkenswert.

1. Zunächst werden die empirischen Befunde von LÖFFLER (2001) und OSTROWSKI (2007) gestützt.<sup>1051</sup> Sowohl auf Basis der Untersuchung zur Stimmrechtskonzentration als auch der Analyse zum Vorhandensein von Grossaktionären ist ein signifikanter positiver Zusammenhang zwischen der Kontrolleffizienz von Eigenkapitalgebern und der Höhe der Aktienkursreaktionen nachweisbar. Auch die grafische Analyse beider Teilstichproben zeigt ein im Zeitablauf konstantes, signifikant höheres Niveau des CAAR derjenigen Unternehmen, die von Grossaktionären kontrolliert werden. Dies kann auf den Einfluss der Aktionäre auf die Desinvestitionsentscheidung zurückgeführt werden. *Hypothese 7 ist auf Basis der Resultate anzunehmen.*

<sup>1051</sup>

Vgl. LÖFFLER (2001), S. 185; OSTROWSKI (2007), S. 229.

2. Der positive Zusammenhang ist vor allem in den Tagen vor der Spin-off-Ankündigung signifikant stärker ausgeprägt als am Ereignistag oder der Phase danach. Dies ist insofern bedeutsam, als die Ankündigungseffekte vor dem Ereignis vom Vorhandensein gut informierter Aktionäre beeinflusst werden, was wiederum ein Indiz für Insiderhandel darstellt.

### 7.2.7 Kontrolle durch die Fremdkapitalgeber

In der betriebswirtschaftlichen Literatur ist nahezu unstrittig, dass Fremdkapital den diskretionären Handlungsspielraum des Managements einschränkt.<sup>1052</sup> Ein höherer Verschuldungsgrad führt demnach dazu, dass die Unternehmensführung die Durchführung von Projekten mit positivem Kapitalwert anstrebt. Dieser Überlegung folgend, *unterstellt Hypothese 8 einen positiven Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad und der Höhe der Aktienkursreaktionen* von Spin-off-Ankündigungen.

Da der Verschuldungsgrad eine metrisch skalierte Grösse ist, wird zur Überprüfung von Hypothese 8 eine univariate Regressionsanalyse durchgeführt, die der nachfolgend dargestellten Form folgt:

$$CAR_{i,t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j \text{Verschuldungsgrad}_{i,j} + \varepsilon_{i,t_1-t_2} \quad (7.3)$$

Die in Tabelle 26 dargestellten Ergebnisse belegen mit Ausnahme des Intervalls  $[-20;0]$  einen signifikant positiven linearen Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad und der Höhe der abnormalen Aktienrenditen. *Der von Hypothese 8 unterstellte Zusammenhang zwischen dem Einfluss von Fremdkapitalgebern und dem Spin-off-Erfolg kann somit bestätigt werden.*

<sup>1052</sup> Vgl. JENSEN (1988), S. 29 f.

EREIGNIS-FENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS-KOEFFIZIENT	T-WERT VERSCHULUNGS-GRAD	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG.R <sup>2</sup>
<i>Verschuldungsgrad / N = 79</i>						
[-20;0]	0,039	0,009	1,603 <sup>n.s.</sup>	0,113	0,032	0,020
[-10;0]	0,023	0,013	2,619**	0,011	0,082	0,070
[-5;0]	0,020	0,013	2,676***	0,009	0,085	0,073
[-2;0]	0,024	0,012	2,599**	0,011	0,081	0,069
[-1;0]	0,024	0,012	2,765***	0,007	0,090	0,079
[0]	0,021	0,012	2,907***	0,005	0,099	0,087
[-1;1]	0,028	0,009	2,051**	0,044	0,052	0,039
[-2;2]	0,021	0,012	2,406**	0,019	0,070	0,058
[-5;5]	0,001	0,017	3,094***	0,003	0,111	0,099
[-10;10]	0,001	0,015	2,688***	0,009	0,086	0,074
[-20;20]	-0,005	0,017	2,454**	0,016	0,073	0,060

VERSCHULDUNGSGRAD entspricht dem Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital zum Ende des letzten Geschäftsjahres vor der Spin-off-Ankündigung. **t-Wert** entspricht dem t-Test des Regressionskoeffizienten. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t-Verteilung**. **R<sup>2</sup>** entspricht dem Bestimmtheitsmass. **Korrig. R<sup>2</sup>** gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 26: Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Verschuldungsgrad

## 7.2.8 Kontrolle durch den nationalen Regulator

*Hypothese 9* attribuiert einen generellen Zusammenhang zwischen dem Sitz des Mutterkonzerns und der Höhe der gemessenen Aktienkursreaktionen. Die daran anknüpfende *Hypothese 10* führt dies auf Unterschiede in der Güte nationaler *Corporate Governance*-Richtlinien zurück.

Da sowohl der Sitz der Muttergesellschaft als auch der LA-PORTA-ET-AL.-Index – der als Messapproximation für die Güte der *Corporate Governance* herangezogen wird – nicht metrisch skaliert sind, werden Hypothese 9 und 10 mittels univariater Varianzanalysen (ANOVA) sowie anhand des nicht-parametrischen KRUSKAL-WALLIS-Tests überprüft.<sup>1053</sup> Die Ergebnisse sind in Tabelle 27 und 28 zusammengefasst.

<sup>1053</sup> Die Normalverteilungsannahme ist gemäss den in der Ereignisstudie durchgeführten KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Tests teilweise abzulehnen.

EREIGNIS- FENSTER	VARIANZANALYSE					KRUSKAL- WALLIS	
		QUADRAT- SUMME	MITTEL DER QUADRATE	F-WERT	p-WERT	$\chi^2$	p- WERT
<i>Domizil_Mutter / N = 80</i>							
[-20;0]	Zwischen den Gruppen	0,109	0,008	0,704	0,753	13,19	0,434
	Innerhalb der Gruppen	0,787	0,012				
	Gesamt	0,896					
[-10;0]	Zwischen den Gruppen	0,037	0,003	0,239	0,997	7,69	0,863
	Innerhalb der Gruppen	0,795	0,012				
	Gesamt	0,832					
[-1;0]	Zwischen den Gruppen	0,035	0,003	0,304	0,989	9,65	0,722
	Innerhalb der Gruppen	0,588	0,009				
	Gesamt	0,624					
[0]	Zwischen den Gruppen	0,048	0,004	0,447	0,945	13,74	0,392
	Innerhalb der Gruppen	0,542	0,008				
	Gesamt	0,590					
[-1;1]	Zwischen den Gruppen	0,028	0,002	0,268	0,994	10,27	0,672
	Innerhalb der Gruppen	0,526	0,008				
	Gesamt	0,554					
[-10;10]†	Zwischen den Gruppen	0,136	0,010	0,690	0,766	8,13	0,835
	Innerhalb der Gruppen	0,999	0,015				
	Gesamt	1,135					
[-20;20]†	Zwischen den Gruppen	0,221	0,017	0,917	0,541	10,70	0,636
	Innerhalb der Gruppen	1,224	0,019				
	Gesamt	1,445					

**Domizil\_Mutter** wurde anhand des Hauptsitzes des Mutterkonzerns in 16 Faktoren unterteilt. **F-Wert** zeigt den Vergleich zwischen dem empirischen und theoretischen F-Wert gemäss der F-Verteilung. Wird die Annahme der Varianzhomogenität gemäss dem LEVENE-Tests zum 5 %-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. **KRUSKAL-WALLIS** steht für den nicht-parametrischen KRUSKAL-WALLIS-Test. Die **p-Werte** basieren auf der **einseitigen F- bzw. Chi-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau.

Tabelle 27: Ergebnisse für Domizil\_Mutter

Die Ergebnisse der Varianzanalyse und des nicht-parametrischen KRUSKAL-WALLIS-Tesst zu Hypothese 9 zeigen, dass kein Einfluss vom Hauptsitz der Muttergesellschaft auf die Bewertung der Spin-off-Ankündigung ausgeht.<sup>1054</sup> Hypothese 9 ist daher abzulehnen.

1054

Die Ablehnung der Varianzhomogenität in den Ereignisfenstern [-10;10] und [-20;20] stellt i. e. S. einen Verstoß gegen die Anwendungsvoraussetzung der Varianzanalyse dar.

EREIGNIS- FENSTER	VARIANZANALYSE					KRUSKAL- WALLIS	
		QUADRAT- SUMME	MITTEL DER QUADRATE	F-WERT	P-WERT	$\chi^2$	P- WERT
<i>La_Porta / N = 80</i>							
[-20;0]	Zwischen den Gruppen	0,014	0,005	0,393	0,758	2,68	0,444
	Innerhalb der Gruppen	0,882	0,012				
	Gesamt	0,896					
[-10;0]	Zwischen den Gruppen	0,006	0,002	0,177	0,912	0,60	0,896
	Innerhalb der Gruppen	0,826	0,011				
	Gesamt	0,832					
[-1;0]	Zwischen den Gruppen	0,004	0,001	0,152	0,928	0,51	0,916
	Innerhalb der Gruppen	0,620	0,008				
	Gesamt	0,624					
[0]	Zwischen den Gruppen	0,006	0,002	0,251	0,860	0,25	0,969
	Innerhalb der Gruppen	0,584	0,008				
	Gesamt	0,590					
[-1;1]	Zwischen den Gruppen	0,009	0,003	0,435	0,728	1,20	0,753
	Innerhalb der Gruppen	0,545	0,007				
	Gesamt	0,554					
[-10;10]	Zwischen den Gruppen	0,017	0,006	0,377	0,770	1,67	0,645
	Innerhalb der Gruppen	1,118	0,015				
	Gesamt	1,135					
[-20;20]	Zwischen den Gruppen	0,003	0,001	0,048	0,986	0,24	0,972
	Innerhalb der Gruppen	1,442	0,019				
	Gesamt	0,003					

**LA\_PORTA** wurde anhand des **LA\_PORTA-ET-AL-Index** in 5 Faktoren unterteilt. Der Index basiert auf dem Basisjahr 2000. **F-Wert** zeigt den Vergleich zwischen dem empirischen und theoretischen F-Wert gemäss der F-Verteilung. Wird die Annahme der Varianzhomogenität gemäss dem **LEVENE-Tests** zum 5 %-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. **KRUSKAL-WALLIS** steht für den nicht-parametrischen **KRUSKAL-WALLIS-Test**. Die **p-Werte** basieren auf der einseitigen **F- bzw. Chi-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau.

Tabelle 28: Ergebnisse für *La\_Porta*

Die Überprüfung des Einflusses der Güte nationaler *Corporate-Governance*-Richtlinien zeigt ein deckungsgleiches Bild. In keinem der betrachteten Ereignisfenster ist ein signifikanter Einfluss feststellbar. Die Reaktion der Marktteilnehmer auf eine Spin-off-Ankündigung ist demnach weder vom Sitz der Muttergesellschaft, noch von der dort vorherrschenden Qualität der *Corporate-Governance*-Richtlinien gemäss dem **LA-PORTA-ET-AL-Index** abhängig. *Hypothese 10 ist damit zu verwerfen.*

## 7.2.9 Niveau an Informationsasymmetrie

Investoren können den Wert eines Unternehmens umso besser einschätzen, je geringer das Informationsgefälle zur Unternehmensführung ist. Der Abbau von Informations-

asymmetrien mittels Spin-offs kann demnach zu einer Verbesserung der externen Ressourcenallokation und damit zu positiven Aktienkursreaktionen beitragen.<sup>1055</sup>

Zur Überprüfung von *Hypothese 11*, dass ein positiver Zusammenhang zwischen dem Niveau an Informationsasymmetrie und den Aktienkursreaktionen besteht, wird die metrisch skalierte Variable *EPS\_STD\_ABW\_NORM* herangezogen. Sie stellt die um den Aktienkurs des Vormonatendes normalisierte Standardabweichung der Gewinnprognosen dar; damit dient sie als Proxy-Variable für das Informationsgefälle zwischen dem Management und dem externen Kapitalmarkt. Das Vorgehen stützt sich auf eine lineare Regressionsanalyse:

$$CAR_{i,t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j EPS\_STD\_ABW\_NORM_{i,j} + \varepsilon_{i,t_1-t_2} \quad (7.4)$$

EREIGNIS-FENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS-KOEFFIZIENT	T-WERT EPS_STD_ABW_NORM	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG. R <sup>2</sup>
<i>EPS_Std_Abw_Norm / N = 61</i>						
[-20;0]	0,035	0,782	1,693*	0,096	0,046	0,030
[-10;0]	0,026	0,991	3,175***	0,002	0,146	0,131
[-5;0]	0,021	0,858	3,483***	0,001	0,171	0,157
[-2;0]	0,028	0,324	1,468	0,147	0,035	0,019
[-1;0]	0,029	0,325	1,533	0,131	0,038	0,022
[0]	0,026	0,401	2,167**	0,034	0,074	0,058
[-1;1]	0,026	0,338	1,492	0,141	0,036	0,020
[-2;2]	0,022	0,475	1,842*	0,071	0,054	0,038
[-5;5]	0,011	1,150	3,945***	0,000	0,209	0,195
[-10;10]	0,014	1,218	2,965***	0,004	0,130	0,115
[-20;20]	0,019	0,968	1,615	0,112	0,042	0,026

**EPS\_STD\_ABW\_NORM** entspricht der um den Aktienkurs zum Vormonatende normalisierten Standardabweichung der Analystenprognosen zum Gewinn pro Aktie. **t-Wert** entspricht dem t-Test des Regressionskoeffizienten. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t-Verteilung**. **R<sup>2</sup>** entspricht dem Bestimmtheitsmass. **Korrig. R<sup>2</sup>** gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 29: Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse *EPS\_Std\_Abw\_Norm*

<sup>1055</sup>

Vgl. Abschnitt 5.3.9.

Die in Tabelle 29 aufgeführten Resultate zeigen für alle Ereignisfenster einen positiven Zusammenhang zwischen dem zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung vorherrschenden Niveau an Informationsasymmetrie und der Höhe der abnormalen Aktienkursrenditen. Die Ergebnisse sind in 7 der 11 betrachteten Intervalle positiv. *Hypothese 11 kann somit partiell bestätigt werden.*

### 7.3 Univariate Analysen der moderierenden Erfolgsfaktoren

#### 7.3.1 Aktienperformance des Mutterkonzerns

Im nachfolgenden Abschnitt wird überprüft, ob die Aktienkursentwicklung des Mutterkonzerns vor der Spin-off-Ankündigung deren Erfolg beeinflusst (*Hypothese 12*). Hierzu wird wiederum anhand einer univariaten Regressionsanalyse überprüft, ob die Variable `KURSPERFORMANCE_1JAHR_%` eine Vorhersage der im Rahmen der Ereignisstudie gemessenen abnormalen Ankündigungseffekte erlaubt:

$$CAR_{i,t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j \text{Kursperformance\_1Jahr}_{i,j} + \varepsilon_{i,t_1-t_2} \quad (7.5)$$

Die Ergebnisse der Analyse sind in Tabelle 30 dargestellt. In keiner der untersuchten Ereignisperioden lässt sich ein signifikanter linearer Zusammenhang zwischen der Aktienperformance des Mutterkonzerns im Vorfeld der Spin-off-Ankündigung und den Ankündigungseffekten nachweisen. Die Aktienperformance spielt demnach im Kontext von Spin-off-Ankündigungen keine Rolle für Investoren, wenn es darum geht, den Spin-off hinsichtlich einer Kauf- oder Verkaufsentscheidung zu würdigen.

Um auch zu überprüfen, ob zwar nicht die Höhe der Aktienperformance für die Kapitalmärkte, aber möglicherweise das Vorzeichen der Aktienrendite von Bedeutung ist, wird die Stichprobe anhand der Dummy-Variablen `KURSPERFORMANCE_1JAHR_>0` gruppiert. Die Ergebnisse des Mittelwertvergleichs sind in Tabelle 31 dargestellt. Sie stützen die Hypothese eines durchschnittlich höheren *CAAR* bei einer positiven Aktienperformance; signifikant sind die Ergebnisse jedoch lediglich im Intervall  $[-1;1]$ . *Hypothese 12 muss somit verworfen werden.*

EREIGNIS-FENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS-KOEFFIZIENT	T-WERT KURS-PERFORMANCE	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG.R <sup>2</sup>
<i>Kursperformance_1Jahr_% / N = 83</i>						
[-20;0]	0,063	-0,018 <sup>n.s.</sup>	-1,401	0,165	0,024	0,012
[-10;0]	0,054	-0,003 <sup>n.s.</sup>	-0,246	0,806	0,001	-0,012
[-5;0]	0,045	0,008 <sup>n.s.</sup>	0,696	0,488	0,006	-0,006
[-2;0]	0,042	0,013 <sup>n.s.</sup>	1,181	0,241	0,017	0,005
[-1;0]	0,044	0,011 <sup>n.s.</sup>	1,009	0,316	0,012	0,000
[0]	0,042	0,008 <sup>n.s.</sup>	0,825	0,412	0,008	-0,004
[-1;1]	0,041	0,010 <sup>n.s.</sup>	0,985	0,328	0,012	0,000
[-2;2]	0,042	0,007 <sup>n.s.</sup>	0,602	0,549	0,004	-0,008
[-5;5]	0,039	-0,002 <sup>n.s.</sup>	-0,153	0,879	0,000	-0,012
[-10;10]	0,044	-0,019 <sup>n.s.</sup>	-1,344	0,183	0,022	0,010
[-20;20]	0,039	-0,014 <sup>n.s.</sup>	-0,876	0,384	0,009	-0,003

**KURSPERFORMANCE\_1JAHR\_%** steht für die diskrete 1-Jahres-Rendite des Mutterkonzerns zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung. **t-WERT** entspricht dem t-Test des Regressionskoeffizienten. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen t-Verteilung. **R<sup>2</sup>** entspricht dem Bestimmtheitsmass. **Korrig. R<sup>2</sup>** gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 30: Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Kursperformance\_1Jahr\_%

EREIGNIS-FENSTER	CAAR KURSPER-FORMANCE_1JAHR>0 [1] N = 64	CAAR KURSPER-FORMANCE_1JAHR>0 [0] N = 19	CAAR DIFF.	T-TEST MITTEL		MANN-WHITNEY-U	
				T-WERT	P-WERT	Z-WERT	P-WERT
[-20;0]	5,55%***	5,46%**	0,09%	0,033 <sup>n.s.</sup>	0,974	-0,054 <sup>n.s.</sup>	0,957
[-10;0]	5,80%***	3,48%**	2,32%	0,874 <sup>n.s.</sup>	0,385	-0,791 <sup>n.s.</sup>	0,429
[-5;0]	5,68%***	2,00%*	3,67%	1,467 <sup>n.s.</sup>	0,146	-1,528 <sup>n.s.</sup>	0,126
[-2;0]	5,52%***	2,50%***	3,02%	1,266 <sup>n.s.</sup>	0,209	-1,669*	0,095
[-1;0]	5,63%***	2,27%***	3,36%	1,466 <sup>n.s.</sup>	0,146	-1,572 <sup>n.s.</sup>	0,116
[0]	5,23%***	2,53%***	2,70%	1,215 <sup>n.s.</sup>	0,228	-1,225 <sup>n.s.</sup>	0,221
[-1;1]	5,59%***	1,16%*	4,43%	2,052**	0,043	-2,482**	0,013
[-2;2]	5,46%***	1,57%*	3,89%	1,534 <sup>n.s.</sup>	0,129	-1,517 <sup>n.s.</sup>	0,129
[-5;5]	4,95%***	0,18 <sup>n.s.</sup>	4,76%	1,672*	0,098	-2,070**	0,038
[-10;10]	4,33%***	1,04 <sup>n.s.</sup>	3,29%	1,063 <sup>n.s.</sup>	0,291	-1,420 <sup>n.s.</sup>	0,156
[-20;20]	3,22%**	3,17 <sup>n.s.</sup>	0,05%	0,015 <sup>n.s.</sup>	0,988	-0,314 <sup>n.s.</sup>	0,753

**CAAR KURSPERFORMANCE\_1JAHR>0 [1]** und **[0]** entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster für die Unternehmen, deren 1-Jahres-Rendite zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung grösser null % [1] bzw. kleiner null % [0] beträgt. Die Signifikanzangaben der CAAR basieren auf einem Einstichproben-t-Test. **t-Test Mittel** basiert auf dem Mittelwertvergleich für unabhängige Stichproben. Die Angaben geben die Werte für homogene oder heterogene Varianzen nach Durchführung des LEVENE-Tests an. Wird die Annahme der Varianzhomogenität zum 5 %-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. Die t-Werte zeigen dann die Ergebnisse des WELCH-Tests. **MANN-WHITNEY-U** steht für den nicht-parametrischen MANN-WHITNEY-U-Test. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t- bzw. z-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 31: Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für Kursperformance\_1Jahr>0

### 7.3.2 Wirtschaftliche Performance des Mutterkonzerns

*Hypothese 13* postuliert, dass Spin-offs an den Kapitalmärkten besonders dann positiv beurteilt werden, wenn die Muttergesellschaft zum Zeitpunkt der Ankündigung einen schlechten wirtschaftlichen Zustand aufweist. Dies wird anhand univariater Regressionsanalysen verschiedener Indikatoren überprüft (Tabelle 32).<sup>1056</sup>

EREIGNISFENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS-KOEFFIZIENT	T-WERT	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG. R <sup>2</sup>
<i>QuickRatio % / N = 71</i>						
[-10;0]	0,073	-0,010	-1,130 <sup>n.s.</sup>	0,262	0,018	0,004
[-1;0]	0,065	-0,009	-1,153 <sup>n.s.</sup>	0,256	0,019	0,005
[0]	0,063	-0,009	-1,166 <sup>n.s.</sup>	0,248	0,019	0,005
[-1;1]	0,062	-0,007	-0,958 <sup>n.s.</sup>	0,341	0,013	-0,001
[-10;10]	0,049	-0,006	-0,637 <sup>n.s.</sup>	0,526	0,006	-0,009
<i>RoA % / N=79</i>						
[-10;0]	0,054	0,003	0,099 <sup>n.s.</sup>	0,922	0,000	-0,013
[-1;0]	0,050	0,011	0,465 <sup>n.s.</sup>	0,643	0,003	-0,010
[0]	0,047	0,006	0,277 <sup>n.s.</sup>	0,783	0,001	-0,012
[-1;1]	0,047	0,029	1,281 <sup>n.s.</sup>	0,204	0,021	0,008
[-10;10]	0,037	-0,002	-0,070 <sup>n.s.</sup>	0,945	0,000	-0,013
<i>RoE % / N=79</i>						
[-10;0]	0,054	-0,001	-0,032 <sup>n.s.</sup>	0,975	0,000	-0,013
[-1;0]	0,005	0,005	0,339 <sup>n.s.</sup>	0,736	0,001	-0,011
[0]	0,047	0,004	0,249 <sup>n.s.</sup>	0,804	0,001	-0,012
[-1;1]	0,046	0,018	1,249 <sup>n.s.</sup>	0,216	0,020	0,007
[-10;10]	0,037	-0,004	-0,217 <sup>n.s.</sup>	0,829	0,001	-0,012
<i>CashFlow_Marge % / N=80</i>						
[-10;0]	0,059	0,001	1,788*	0,078	0,039	0,027
[-1;0]	0,052	0,001	1,381 <sup>n.s.</sup>	0,171	0,024	0,011
[0]	0,050	0,001	1,358 <sup>n.s.</sup>	0,178	0,023	0,011
[-1;1]	0,052	0,001	2,266**	0,026	0,062	0,050
[-10;10]	0,041	0,000	0,300 <sup>n.s.</sup>	0,765	0,001	-0,012

**QuickRatio %** entspricht dem Verhältnis von Barmitteln, Forderungen und Wertschriften zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten. **RoA %** gibt das Verhältnis von Gewinn vor Steuern und der durchschnittlichen Bilanzsumme an. **RoE %** gibt das Verhältnis von Gewinn vor Steuern und durchschnittlichem Eigenkapital an. **CashFlow\_Marge %** gibt das Verhältnis von Cashflow und Umsatz an. **t-Wert** entspricht dem t-Test der Regressionskoeffizienten. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t-Verteilung**. **R<sup>2</sup>** entspricht dem Bestimmtheitsmass. **Korrig. R<sup>2</sup>** gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 32: Ergebnisse der linearen Regressionsanalysen zur Unternehmensgrösse

<sup>1056</sup>

Die Erläuterung der Kennzahlen findet sich in Abschnitt 5.4.1.

Mit Ausnahme der *Cashflow*-Rate, die zumindest in zwei der betrachteten Intervalle einen schwach signifikanten Einfluss aufweist, kann mit keiner der untersuchten Kennzahlen zur wirtschaftlichen Lage des Mutterkonzerns ein Zusammenhang zur Höhe der *CAAR* hergestellt werden. Um auszuschliessen, dass aus der separaten Betrachtung der einzelnen Performance-Grössen ein verzerrtes Gesamtbild resultiert, wird auch der *ALTMANSCH*E Z-SCORE als multivariate Kennzahl für die wirtschaftliche Lage der Muttergesellschaft überprüft. Die drei gebildeten Teilstichproben, die gemäss dem Z-SCORE eine unterschiedliche Insolvenzgefahr aufweisen, werden anhand einer Varianzanalyse sowie anhand des *KRUSKAL-WALLIS*-Tests auf Unterschiede im *CAAR* untersucht. Die Ergebnisse sind in Tabelle 33 dargestellt.

EREIGNIS- FENSTER	VARIANZANALYSE				KRUSKAL- WALLIS		
	QUADRAT- SUMME	MITTEL DER QUADRATE	F-WERT	P-WERT	$\chi^2$	P- WERT	
<i>ZScore</i> / <i>N</i> = 76							
[-20;0]	Zwischen den Gruppen	.014	.007	.607	.548	1,699	0,428
	Innerhalb der Gruppen	.853	.012				
	Gesamt	.867					
[-10;0]	Zwischen den Gruppen	.017	.009	.839	.436	2,384	0,304
	Innerhalb der Gruppen	.750	.010				
	Gesamt	.768					
[-1;0]	Zwischen den Gruppen	.016	.008	.976	.382	3,958	0,138
	Innerhalb der Gruppen	.615	.008				
	Gesamt	.631					
[0]	Zwischen den Gruppen	.005	.002	.279	.757	1,207	0,547
	Innerhalb der Gruppen	.590	.008				
	Gesamt	.595					
[-1;1]	Zwischen den Gruppen	.012	.006	.802	.452	0,775	0,679
	Innerhalb der Gruppen	.558	.008				
	Gesamt	.570					
[-10;10]	Zwischen den Gruppen	.046	.023	1.734	.184	3,751	0,153
	Innerhalb der Gruppen	.964	.013				
	Gesamt	1.010					
[-20;20]	Zwischen den Gruppen	.023	.011	.559	.574	2,750	0,253
	Innerhalb der Gruppen	1.474	.020				
	Gesamt	1.497					

**ZSCORE** wurde anhand des **ALTMAN'SCHEN ZSCORE** in die Gruppen [1], [2] und [3] gruppiert, wenn  $Z\text{-Score} < 1,1$  [1],  $2,66 > Z\text{-Score} > 1,11$  [2] und  $Z\text{-Score} > 2,66$  [3]. **F-Wert** zeigt den Vergleich zwischen dem empirischen und theoretischen F-Wert gemäss der F-Verteilung. Wird die Annahme der Varianzhomogenität gemäss dem **LEVENE**-Tests zum 5%-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. **KRUSKAL-WALLIS** steht für den nicht-parametrischen **KRUSKAL-WALLIS**-Test. Die **p-Werte** basieren auf der einseitigen **F- bzw. Chi-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10%-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau.

Tabelle 33: Ergebnisse für *ZScore*

Der Z-SCORE bestätigt die Ergebnisse der Analyse der übrigen Kennzahlen. Die in den Z-SCORE einflussenden Grössen haben demnach keinen Einfluss auf den Spin-off-Erfolg. *Hypothese 13 ist vor dem Hintergrund der durchgeführten Analysen zu verwerfen.*

### 7.3.3 Ankündigungsjahr und konjunkturelles Marktumfeld

Der folgende Abschnitt geht dem Einfluss des Ankündigungsjahres und des Marktumfeldes auf den Spin-off-Erfolg nach. Hierzu wird zunächst *Hypothese 14*, dass ein signifikanter Einfluss des Ankündigungsjahres auf die Ankündigungseffekte von Spin-offs besteht, überprüft. Ausgangspunkt dieser Überlegung ist, dass sich gesellschaftliche, rechtliche sowie wirtschaftliche Rahmenbedingungen ändern und die Bewertung von Spin-off-Ankündigungen entsprechend im Zeitablauf ändern. Aufgrund der nominalen Skalierung der Variablen ANKÜNDIGUNGSJAHR wird der KRUSKAL-WALLIS-Test herangezogen.<sup>1057</sup>

EREIGNISFENSTER	KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS		KRUSKAL-WALLIS	
	K/S-STATISTIK	P-WERT (2-SEITIG)	$\chi^2$	P-WERT (1-SEITIG)
<i>Ankündigungsjahr / N = 83</i>				
[-20;0]	-0,086 <sup>n.s.</sup>	0,194	16,507*	0,086
[-10;0]	0,1000**	0,040	21,450**	0,018
[-5;0] <sup>d</sup>	0,161***	0,000	21,716**	0,017
[-2;0] <sup>d</sup>	0,213***	0,000	19,903**	0,030
[-1;0] <sup>d</sup>	0,198***	0,000	18,860**	0,042
[0] <sup>d</sup>	0,240***	0,000	23,265**	0,010
[-1;1] <sup>d</sup>	0,162***	0,000	20,024**	0,029
[-2;2] <sup>d</sup>	0,167***	0,000	19,058**	0,040
[-5;5] <sup>d</sup>	0,125***	0,003	19,932**	0,030
[-10;10]	0,082 <sup>n.s.</sup>	0,200	18,678**	0,045
[-20;20]	0,108**	0,017	11,359 <sup>n.s.</sup>	0,330

ANKÜNDIGUNGSJAHR entspricht dem Jahr der Spin-off-Ankündigung. **K/S-Statistik** entspricht dem KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test auf Normalverteilung. Die Normalverteilungsannahme wird ab einem Signifikanzniveau von 1 % verworfen. Das Ereignisfenster wird dann mit  $\Phi$  markiert. **KRUSKAL-WALLIS** steht für den nicht-parametrischen KRUSKAL-WALLIS-Test. Die für den Kruskal-Wallis-Test angegebenen **p-Werte** basieren auf der einseitigen **Chi-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 34: Ergebnisse für Ankündigungsjahr

<sup>1057</sup>

Auf die Durchführung einer Varianzanalyse wird auf Basis der in Tabelle 35 aufgeführten Ergebnisse des KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Tests verzichtet, da die Annahme der Normalverteilung zum 1 %-Konfidenzniveau in sieben der elf Ereignisfenster verworfen werden muss.

Die Resultate in Tabelle 34 belegen, dass mit Ausnahme des längsten Intervalls  $[-20;20]$  signifikante Unterschiede in den abnormalen Kursreaktionen zwischen den Jahren bestehen. Die nicht-signifikanten Resultate für das längste Ereignisfenster sind im Hinblick auf die Aussagekraft der Untersuchung unproblematisch. Zum einen wächst mit einem längeren Zeitraum die Wahrscheinlichkeit für *Confounding Events*,<sup>1058</sup> zum anderen zeigen BROWN/WARNER (1985), dass die Güte der Teststatistik bei einer Ausdehnung der Ereignislänge abnimmt.<sup>1059</sup> *Hypothese 14 kann damit bestätigt werden.*

Abbildung 45 zeigt die CAAR verschiedener Ereignisfenster in Abhängigkeit vom Ankündigungsjahr.

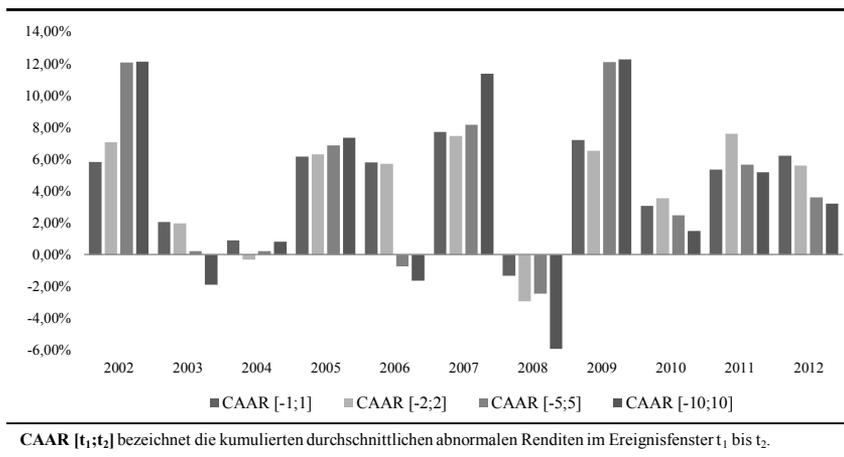


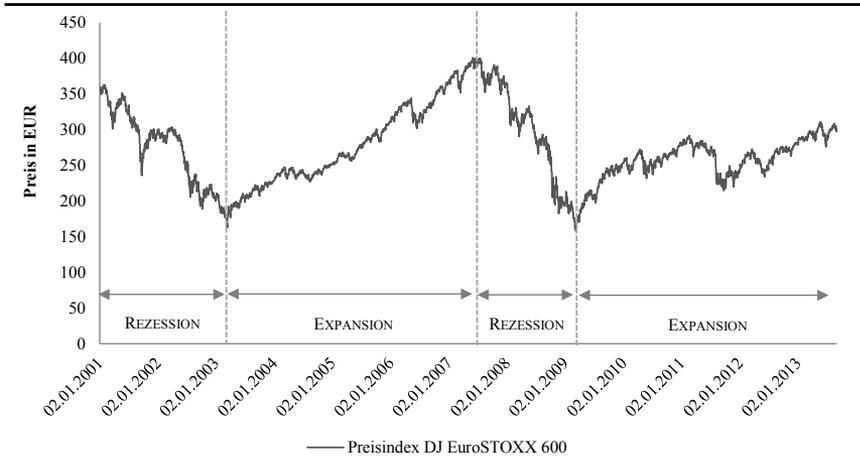
Abbildung 45: CAAR unterschiedlicher Ereignisfenster in Abhängigkeit vom Ankündigungsjahr

Abschliessend zu der hier behandelten Fragestellung ist zu prüfen, ob das Marktumfeld die zeitlich unterschiedliche Bewertung beeinflusst, wie in *Hypothese 15* unterstellt. Als Indikator für das Marktumfeld wird der EUROSTOXX 600 zugrunde gelegt. Dessen Preisentwicklung wird zum Zweck der Untersuchung in Phasen der Expansion

<sup>1058</sup> Vgl. RUSTIGE/GROTE (2009), S. 480.

<sup>1059</sup> Vgl. BROWN/WARNER (1985), S. 14 f.

und Rezession unterteilt.<sup>1060</sup> Abbildung 46 zeigt die zeitliche Entwicklung des europäischen Marktumfelds.



**Rezession** umfasst die Zeiträume 02.01.2001-02.03.2003 und 02.07.2007-02.03.2009. **Expansion** umfasst die Zeiträume 03.03.2003-01.07.2007 und 03.03.2009-31.12.2012.

Abbildung 46: Marktumfeld gemäss dem EUROSTOXX 600

	Ankündigungsjahr											Gesamt
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
INDEX_EXPANSION [1]	0	6	9	11	9	3	0	5	9	9	11	72
INDEX_EXPANSION [0]	3	1	0	0	0	3	4	0	0	0	0	11
Gesamt												83

**INDEX\_EXPANSION [1]** steht für die Zeiträume 02.01.2001-02.03.2003 und 02.07.2007-02.03.2009. **INDEX\_EXPANSION [0]** steht für die Zeiträume 03.03.2003-01.07.2007 und 03.03.2009-31.12.2012.

Tabelle 35: Zeitliche Verteilung von Index\_Expansion

Die Frage, ob das Marktumfeld unterschiedliche Renditeauschläge erklärt, wird anhand des parametrischen t-Tests für den Mittelwertvergleich zweier unabhängiger Stichproben sowie des nicht-parametrischen MANN-WHITNEY-U-Test beantwortet. Die Ergebnisse sind in Tabelle 36 aufgeführt.

<sup>1060</sup> Die Zeiträume 02.01.2001-02.03.2003 und 02.07.2007-02.03.2009 werden als rezessiv, die Zeiträume 03.03.2003-01.07.2007 und 03.03.2009-31.12.2012 als expansiv klassifiziert.

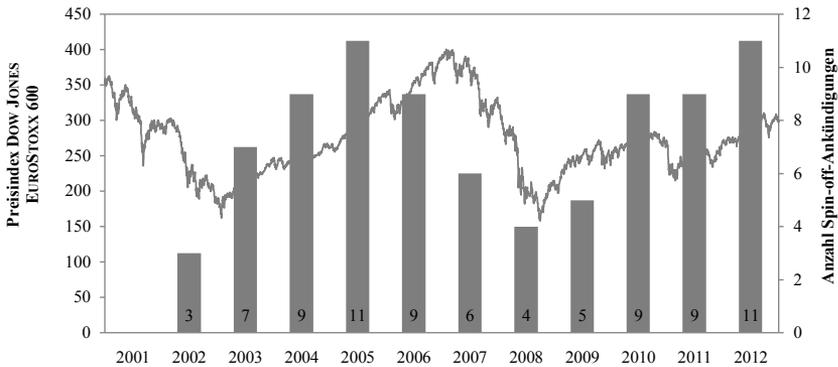
EREIGNIS- FENSTER	CAAR INDEX EXPANSION [1] N = 72	CAAR INDEX EXPANSION [0] N = 11	CAAR DIFF.	T-TEST MITTEL		MANN-WHITNEY-U	
				T-WERT	P-WERT	Z-WERT	P-WERT
[-20;0]	5,81%***	3,65% <sup>n.s.</sup>	2,16%	0,621	0,566	-0,228	0,819
[-10;0]	5,59%***	3,16% <sup>n.s.</sup>	2,43%	0,738	0,463	-0,389	0,679
[-5;0]	5,13%***	2,91%**	2,22%	0,710	0,480	-0,457	0,648
[-2;0]	5,15%***	2,74%***	2,41%	0,810	0,420	-0,578	0,564
[-1;0]	5,19%***	2,70%**	2,49%	0,869	0,388	-0,980	0,327
[0]	4,88%***	2,87%***	2,01%	0,725	0,470	-0,336	0,737
[-1;1]	4,75%***	3,46%**	1,29%	0,468	0,641	-0,295	0,768
[-2;2]	4,84%***	2,82%*	2,02%	0,633	0,529	-0,027	0,979
[-5;5]	3,94%***	3,30% <sup>n.s.</sup>	0,64%	0,179	0,858	-0,013	0,989
[-10;10]	3,75%***	2,43% <sup>n.s.</sup>	1,32%	0,343	0,733	-0,363	0,717
[-20;20]	3,15%**	3,60% <sup>n.s.</sup>	-0,45%	-0,102	0,919	-0,094	0,925

CAAR INDEX EXPANSION [1] und [0] entsprechen der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster für die Unternehmen, die den Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung in einem expansiven [1] (03.03.2003-01.07.2007; 03.03.2009-31.12.2012) bzw. rezessiven (02.01.2001-02.03.2003; 02.07.2007- 02.03.2009) [0] Marktumfeld gewählt haben. Die Signifikanzangaben der CAAR basieren auf einem Einstichproben-t-Test. **t-Test Mittel** basiert auf dem Mittelwertvergleich für unabhängige Stichproben. Die Angaben betreffen die Werte für homogene oder heterogene Varianzen nach Durchführung des LEVENE-Tests. Wird die Annahme der Varianzhomogenität zum 5 %-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. Die t-Werte zeigen dann die Ergebnisse des WELCH-Tests. **MANN-WHITNEY-U** steht für den nicht-parametrischen MANN-WHITNEY-U-Test. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t- bzw. z-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 36: Ergebnisse der univariaten Teilstichprobenanalyse für Index\_Expansion

Die Resultate zeigen, dass kein signifikanter Einfluss vom Marktumfeld auf die Höhe der abnormalen Renditen ausgeht. Die durchschnittlichen abnormalen Renditen der Spin-offs, die in einem positiven Umfeld angekündigt wurden, sind zwar in nahezu allen Ereignisfenstern höher, statistisch signifikant sind diese Unterschiede jedoch nicht. Aufgrund der kleinen Teilstichprobengröße in der Ausprägung INDEX\_EXPANSION [0] sind die Ergebnisse – trotz der Berücksichtigung des Stichprobenumfangs in der Teststatistik – auch anhand einer univariaten Regressionsanalyse überprüft worden. Die 1-Jahres-Renditen des EUROSTOXX 600 zum Zeitpunkt der jeweiligen Spin-off-Ankündigung zeigen ebenfalls keinen signifikanten Einfluss auf den Spin-off-Erfolg. *Hypothese 15 ist daher abzulehnen.*

Da vergleichsweise wenige Spin-offs in einem rezessiven Umfeld angekündigt werden, ist anzunehmen, dass das Marktumfeld einen signifikanten Einfluss auf die Entscheidung des Managements hinsichtlich des *Timings* hat (*Hypothese 16*). Die Preisentwicklung des Marktindex EUROSTOXX 600 und die Spin-off-Ankündigungen sind in Abbildung 47 dargestellt.



Die Abbildung zeigt die Preisentwicklung des EUROSTOXX 600 und die zeitliche Verteilung der Stichprobenelemente.

Abbildung 47: Spin-off-Ankündigungen und Marktumfeld

Die Grafik zeigt einen Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Marktumfelds und der Anzahl Spin-off-Ankündigungen. Zur Überprüfung der Signifikanz des Zusammenhangs, wird die *Korrelation* zwischen der diskreten 1-Jahres-Rendite des EUROSTOXX 600 und der Anzahl Spin-off-Ankündigungen berechnet. Die Ergebnisse sind in Tabelle 37 dargestellt.

Sowohl der auf der Normalverteilungsannahme basierende Korrelationskoeffizient nach PEARSON als auch die nicht-parametrischen Rangkorrelationskoeffizienten nach KENDALL und SPEARMAN zeigen, dass ein signifikant positiver Einfluss des Marktumfelds auf die Anzahl von Spin-off-Ankündigungen besteht.<sup>1061</sup> Demnach präferieren Unternehmen die Ankündigung eines Spin-offs in einem Umfeld positiver Börsenstimmung.

<sup>1061</sup>

Eine Beschreibung der Statistik hinter den verwendeten Korrelationskoeffizienten findet sich bei FAHRMEIR ET AL. (2010), S. 134 ff. Einen Vergleich der nicht-parametrischen Korrelationskoeffizienten nehmen FREDRICKS/NELSEN (2007), S. 2143 ff., vor.

PERIODE	ANZAHL	DISKRETE 1-JAHRES-RENDITE EUROSTOXX 600
2001	0	-16,97%
2002	3	-32,47%
2003	7	13,51%
2004	9	9,62%
2005	11	22,76%
2006	9	17,81%
2007	6	-0,24%
2008	4	-45,96%
2009	5	28,57%
2010	9	9,43%
2011	9	-12,04%
2012	11	14,00%
	KORRELATION	ASYMPT. SIGNIFIKANZ
PEARSON	0,614**	0,034
KENDALLS TAU B	0,433*	0,058
SPEARMANS RHO	0,595**	0,041

PEARSON gibt den PEARSON'SCHEN Produkt-Moment-Korrelationskoeffizienten an. Da die Annahme der Normalverteilung nach dem KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test zum 5%-Konfidenzniveau nicht verworfen werden kann, sind die Anwendungsvoraussetzung für den parametrischen Korrelationskoeffizienten nach PEARSON erfüllt. KENDALLS TAU und SPEARMANS RHO stehen für die nicht-parametrischen Rangkorrelationskoeffizienten nach CHARLES SPEARMAN und MAURICE GEORGE KENDALL. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau gemäss der in SPSS ermittelten asymptotischen Signifikanz (2-seitig).

Tabelle 37: Ergebnisse für den Zusammenhang zwischen Marktumfeld und Anzahl Spin-off-Ankündigungen

### 7.3.4 Relative Unternehmensgrösse

Um zu untersuchen, ob die relative Grösse des Spin-off-Objekts den in *Hypothese 17* prognostizierten Einfluss auf die Höhe der abnormalen Renditen ausübt, wird REL\_GRÖSSE als unabhängige Variable herangezogen. Sie spiegelt das zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung vorherrschende Umsatzverhältnis zwischen dem abgespaltenen Unternehmensteil und der Muttergesellschaft wider. Die Analyse stützt sich auf die lineare Regressionsanalyse mit der folgenden Form:

$$CAR_{i,t_1-t_2} = \alpha + \sum_{j=1}^J \beta_j Rel\_Grösse_{i,j} + \varepsilon_{i,t_1-t_2} \quad (7.6)$$

Die Resultate der Analyse für die relative Grösse des Spin-off-Objekts sind in Tabelle 38 zusammengefasst.

EREIGNIS-FENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS-KOEFFIZIENT	T-WERT REL_GROSSE	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG.R <sup>2</sup>
<i>Rel_Grösse N = 50</i>						
[-20;0]	0,040	0,110	1,980*	0,053	0,076	0,056
[-10;0]	0,026	0,141	2,584**	0,013	0,122	0,104
[-5;0]	0,019	0,143	2,587**	0,013	0,122	0,104
[-2;0]	0,016	0,137	2,437**	0,019	0,110	0,092
[-1;0]	0,019	0,131	2,476**	0,017	0,113	0,095
[0]	0,017	0,123	2,355**	0,023	0,104	0,085
[-1;1]	0,023	0,106	2,149**	0,037	0,088	0,069
[-2;2]	0,012	0,129	2,210**	0,032	0,092	0,073
[-5;5]	0,030	0,058	1,670 <sup>n.s.</sup>	0,101	0,055	0,035
[-10;10]	0,054	0,011	0,20 <sup>n.s.</sup>	0,841	0,001	-0,020
[-20;20]	0,062	-0,021	-0,303 <sup>n.s.</sup>	0,763	0,002	-0,019

REL\_GROSSE entspricht dem Umsatzverhältnis zwischen Spin-off-Objekt und Muttergesellschaft. **t-Wert** entspricht dem t-Test des Regressionskoeffizienten. Die **p-Werte** basieren auf der 2-seitigen **t-Verteilung**. **R<sup>2</sup>** entspricht dem Bestimmtheitsmass. **Korrig. R<sup>2</sup>** gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. **n. s.** steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 38: Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Rel\_Grösse

Die Ergebnisse entsprechen den Erwartungen. Je grösser die abgespaltene Unternehmenseinheit im Vergleich zum Mutterkonzern ist, umso höher sind die Ankündigungsreaktionen. Der lineare Zusammenhang ist mit Ausnahme der Intervalle [-5;5], [-10;10] und [-20;20] signifikant positiv. Die relative Grösse betont bzw. moderiert die identifizierten Erfolgsfaktoren, womit *Hypothese 17 bestätigt wird*.

### 7.3.5 Branche

In *Hypothese 18* werden Erfolgsunterschiede von Spin-off-Ankündigungen zwischen verschiedenen Industrien unterstellt. Nachfolgend wird dieser Zusammenhang anhand einer Varianzanalyse sowie des KRUSKAL-WALLIS-Tests überprüft. Tabelle 39 zeigt zunächst die Ergebnisse der branchenspezifischen Ereignisstudie. Tabelle 40 fasst daran anknüpfend die Resultate der Statistik zur Aufdeckung potenzieller Unterschiede in den Branchen-CAAR zusammen.

	EREIGNISFENSTER				
	[-10;0]	[-1;0] <sup>Φ</sup>	[-1;1] <sup>Φ</sup>	[-10;10]	[-20;20]
<i>Manufacturing / N = 29</i>					
<b>CAAR</b>	<b>3,69%**</b>	<b>4,03%***</b>	<b>4,12%***</b>	<b>1,75%</b>	<b>1,95%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,011	0,000	0,000	0,257	0,270
<b>Median CAR</b>	<b>4,76%**</b>	<b>3,11%***</b>	<b>2,54 %***</b>	<b>2,96%</b>	<b>2,86%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,0175	0,000	0,000	0,256	0,381
<i>Services / N = 12</i>					
<b>CAAR</b>	<b>8,97%***</b>	<b>7,26%**</b>	<b>8,92%**</b>	<b>6,87%***</b>	<b>5,45%*</b>
p-Wert (1-seitig)	0,000	0,026	0,019	0,002	0,062
<b>Median CAR</b>	<b>5,78%***</b>	<b>4,86%***</b>	<b>6,15%***</b>	<b>7,27%***</b>	<b>1,72%**</b>
p-Wert (1-seitig)	0,001	0,004	0,003	0,005	0,03
<i>Transp., Commun., Electr., Gas, and Sanit. Serv. / N = 12</i>					
<b>CAAR</b>	<b>4,90%**</b>	<b>2,98%**</b>	<b>2,27%*</b>	<b>1,66%</b>	<b>1,28%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,018	0,039	0,064	0,206	0,294
<b>Median CAR</b>	<b>6,34%**</b>	<b>2,55%**</b>	<b>3,10%**</b>	<b>2,44%</b>	<b>2,07%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,021	0,030	0,021	0,240	0,292
<i>Mining / N = 15</i>					
<b>CAAR</b>	<b>4,93%</b>	<b>6,46%*</b>	<b>3,84%</b>	<b>2,49%</b>	<b>0,81%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,145	0,073	0,138	0,286	0,427
<b>Median CAR</b>	<b>-0,89%</b>	<b>2,73%</b>	<b>1,07%</b>	<b>2,03%</b>	<b>-1,32%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,325	0,044	0,285	0,433	0,46
<i>Retail Trade / N = 8</i>					
<b>CAAR</b>	<b>4,97%***</b>	<b>4,02%**</b>	<b>3,54%**</b>	<b>7,12%***</b>	<b>10,17%***</b>
p-Wert (1-seitig)	0,024	0,012	0,026	0,004	0,002
<b>Median CAR</b>	<b>4,26%**</b>	<b>5,78%**</b>	<b>4,85%**</b>	<b>6,00%***</b>	<b>10,95%***</b>
p-Wert (1-seitig)	0,025	0,018	0,035	0,009	0,006
<i>Wholesale Trade / N = 3</i>					
<b>CAAR</b>	<b>7,74%</b>	<b>4,51%**</b>	<b>5,71%**</b>	<b>7,31%</b>	<b>5,79%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,119	0,023	0,028	0,140	0,213
<b>Median CAR</b>	<b>4,36%</b>	<b>4,09%</b>	<b>4,96%</b>	<b>8,50%</b>	<b>6,13%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,055	0,055	0,055	0,143	0,143
<i>Construction / N = 2</i>					
<b>CAAR</b>	<b>2,90%</b>	<b>4,31%**</b>	<b>5,24%**</b>	<b>3,76%</b>	<b>1,61%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,313	0,051	0,079	0,368	0,423
<b>Median CAR</b>	<b>2,90%</b>	<b>4,31%*</b>	<b>5,24%*</b>	<b>3,76%</b>	<b>1,61%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,328	0,090	0,090	0,328	0,328
<i>Public Administration / N = 2</i>					
<b>CAAR</b>	<b>10,61%**</b>	<b>6,09%</b>	<b>6,36%</b>	<b>9,98%**</b>	<b>7,37%</b>
p-Wert (1-seitig)	0,045	0,182	0,231	0,011	0,198
<b>Median CAR</b>	<b>10,61%*</b>	<b>6,09%*</b>	<b>6,36%*</b>	<b>9,98%*</b>	<b>7,37%*</b>
p-Wert (1-seitig)	0,090	0,090	0,090	0,090	0,090

CAAR entspricht der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Ereignisfenster. **Median CAR** entspricht dem Median der kumulierten abnormalen Renditen im Ereignisfenster. **P-WERT** gibt das Signifikanzniveau des Einstichproben-t-Tests für die CAAR sowie des WILCOXON-Vorzeichen-Rang-Tests für den Median an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. Wird die Normalverteilungsannahme nach dem KOLMOGOROV-SMIRNOV-LILLIEFORS-Test zum 1 %-Signifikanzniveau abgelehnt, wird das Ereignisfenster mit Φ markiert.

Tabelle 39: Ergebnisse der Ereignisstudie für die Branchen-CAAR

EREIGNIS- FENSTER	VARIANZANALYSE					KRUSKAL- WALLIS	
		QUADRAT- SUMME	MITTEL DER QUADRATE	F-WERT	P-WERT	$\chi^2$	P- WERT
<i>Branche / N = 83</i>							
[-20;0]	Zwischen den Gruppen	0,052	0,007	0,631	0,729	5,407	0,610
	Innerhalb der Gruppen	0,890	0,012				
	Gesamt	0,942					
[-10;0]	Zwischen den Gruppen	0,033	0,005	0,429	0,881	6,092	0,529
	Innerhalb der Gruppen	0,817	0,011				
	Gesamt	0,850					
[-1;0]	Zwischen den Gruppen	0,018	0,003	0,310	0,947	2,493	0,928
	Innerhalb der Gruppen	0,622	0,008				
	Gesamt	0,640					
[0]	Zwischen den Gruppen	0,019	0,003	0,343	0,932	4,043	0,775
	Innerhalb der Gruppen	0,580	0,008				
	Gesamt	0,599					
[-1;1]	Zwischen den Gruppen	0,032	0,005	0,630	0,729	7,674	0,362
	Innerhalb der Gruppen	0,551	0,007				
	Gesamt	0,583					
[-10;10]	Zwischen den Gruppen	0,051	0,007	0,497	0,834	5,973	0,543
	Innerhalb der Gruppen	1,106	0,015				
	Gesamt	1,157					
[-20;20]	Zwischen den Gruppen	0,069	0,010	0,504	0,829	5,061	0,653
	Innerhalb der Gruppen	1,457	0,019				
	Gesamt	1,525					

**Branche** wurde anhand des 2-digit-SIC-Codes des Mutterkonzerns in 8 Faktoren für die Industriezugehörigkeit unterteilt. **F-Wert** zeigt den Vergleich zwischen dem empirischen und theoretischen F-Wert gemäss der F-Verteilung. Wird die Annahme der Varianzhomogenität gemäss dem LEVENE-Tests zum 5%-Signifikanzniveau abgelehnt, ist das Ereignisfenster mit † gekennzeichnet. **KRUSKAL-WALLIS** steht für den nicht-parametrischen KRUSKAL-WALLIS-Test. Die **p-Werte** basieren auf der einseitigen **F- bzw. Chi-Verteilung**. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10%-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau.

Tabelle 40: Ergebnisse für Branche

Die durchgeführten Untersuchungen zeigen, dass die abnormalen Renditen – ausgenommen der *Mining*-Industrie – über alle Branchen hinweg positiv sind. Sowohl die Varianzanalyse als auch der äquivalente nicht-parametrischen KRUSKAL-WALLIS-Test bestätigen, dass kein signifikanter Unterschied in der Bewertung von Spin-off-Ankündigungen zwischen den Branchen besteht. *Hypothese 18 ist daher zu verwerfen.*

Die Ergebnisse stimmen mit den Untersuchungen von STIENEMANN (2003) und OSTROWSKI (2007) überein, die ebenfalls keinen branchenabhängigen Unterschied der CAAR desinvestiver Transaktionsankündigungen feststellen können.<sup>1062</sup>

<sup>1062</sup> Vgl. STIENEMANN (2003), S. 178; OSTROWSKI (2007), S. 215.

### 7.3.6 Unternehmensalter

Abschliessend wird untersucht, ob das Unternehmensalter für die kapitalmarktseitige Bewertung von Spin-off-Ankündigungen eine relevante Bezugsgrösse darstellt. Grundlage dieses in *Hypothese 19* beschriebenen Zusammenhangs ist die Vermutung, dass Investoren an unterschiedliche Phasen im Lebenszyklus der Unternehmung unterschiedliche Anforderungen an deren Organisationsstruktur stellen.

Die Ergebnisse der durchgeführten Regressionsanalysen sind in Tabelle 41 dargestellt. Insgesamt ist kein systematisch signifikanter Einfluss des Unternehmensalters auf die Höhe der gemessenen Aktienkursreaktionen festzustellen. Zwar ist der Zusammenhang in den Intervallen  $[-20;0]$ ,  $[-10;0]$  und  $[-5;0]$  schwach signifikant positiv, am und um den Ereignistag jedoch liegen keine signifikanten Befunde vor. *Hypothese 19 ist abzulehnen.*

EREIGNIS-FENSTER	KONSTANTE	REGRESSIONS-KOEFFIZIENT	T-WERT LOG_ALTER	P-WERT	R <sup>2</sup>	KORRIG.R <sup>2</sup>
<i>Log_Alter / N = 52</i>						
$[-20;0]$	-0,009	0,023	1,940*	0,058	0,070	0,051
$[-10;0]$	-0,003	0,017	1,766*	0,084	0,059	0,040
$[-5;0]$	-0,015	0,017	2,279**	0,027	0,094	0,076
$[-2;0]$	0,039	-0,002	-0,309 <sup>n.s.</sup>	0,759	0,002	-0,018
$[-1;0]$	0,039	-0,001	-0,159 <sup>n.s.</sup>	0,874	0,001	-0,019
$[0]$	0,046	-0,005	-0,946 <sup>n.s.</sup>	0,018	0,018	-0,002
$[-1;1]$	0,019	0,004	0,550 <sup>n.s.</sup>	0,585	0,006	-0,014
$[-2;2]$	0,032	-0,001	-0,189 <sup>n.s.</sup>	0,851	0,001	-0,019
$[-5;5]$	0,002	0,005	0,413 <sup>n.s.</sup>	0,681	0,003	-0,017
$[-10;10]$	0,018	0,004	0,241 <sup>n.s.</sup>	0,811	0,001	-0,019
$[-20;20]$	0,039	0,000	-0,002 <sup>n.s.</sup>	0,998	0,000	-0,020

LOG\_ALTER entspricht dem logarithmierten Alter der Muttergesellschaft zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung. t-Wert entspricht dem t-Test des Regressionskoeffizienten. Die p-Werte basieren auf der 2-seitigen t-Verteilung. R<sup>2</sup> entspricht dem Bestimmtheitsmass. Korrig. R<sup>2</sup> gibt das korrigierte Bestimmtheitsmass an. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau. n. s. steht für nicht signifikante Ergebnisse.

Tabelle 41: Ergebnisse der linearen Regressionsanalyse Log\_Alter

## 7.4 Multivariate Analysen

Komplementär zur univariaten Analyse einzelner Erfolgsfaktoren ist zu untersuchen, inwiefern das Zusammenführen verschiedener Variablen den Spin-off-Erfolg prognostizierbar macht. Hierzu werden auf Basis multipler Regressionen verschiedene Modelle entwickelt, die in Tabelle 42 und Tabelle 43 dargestellt sind. Als abhängige Variable werden die *CAR* des Ereignisfensters  $[-1;1]$  definiert, da die abnormalen Renditen am Ereignistag die höchsten und signifikantesten Ausschläge aufweisen.<sup>1063</sup>

Die Modelle 1-10 umfassen neben den Kontrollvariablen verschiedene Kombinationen der Diversifikationsfaktoren. Während Modell 1 lediglich eine Variable für die industrielle Fokussierung *INDFOKUS* berücksichtigt, zieht Modell 11 möglichst viele Diversifikationsfaktoren in die Analyse ein. Modell 12 ist demgegenüber hinsichtlich des korrigierten Bestimmtheitsmasses optimiert und weist somit den grössten Erklärungsgehalt für die Prognose von Spin-off-Ankündigungseffekten auf.

Die Auswahl der Faktoren in den Modellen erfolgt unter Berücksichtigung der Regressionsprämissen *Multikollinearität*, *Autokorrelation* und *Bestimmtheitsmass*. Das Vorliegen von *Multikollinearität* kann zu einer unzuverlässigen Schätzung der Regressionskoeffizienten und damit zu Ineffizienzen in der Güte des Regressionsmodells führen.<sup>1064</sup> Die Variablen, die einen Toleranzwert  $< 0,1$  bzw. einen *VIF*  $> 10$  aufweisen, werden ausgeschlossen. Lediglich in den Modellen 10 und 12 liegt bei einzelnen Faktoren schwache Multikollinearität vor, was aufgrund der ansonsten hohen Güte dieser Modelle tolerierbar ist. Die Grössenfaktoren *BILANZSUMME*, *MITARBEITER* und *UMSATZ* sowie die Performancegrössen *ROE\_%* und *ROA\_%* sind miteinander korreliert, weshalb jeweils nur ein Faktor in der Modellzusammensetzung berücksichtigt wird.

Zur Überprüfung möglicher *Autokorrelation* wird für alle Modelle die *DURBIN-WATSON*-Statistik berechnet. Dass die Prüfgrösse nicht in allen Modellen innerhalb des Wertebereichs  $[1,76;2,24]$  liegt, deutet darauf hin, dass ein geringes Mass an Autokorrelation vorliegt.

---

<sup>1063</sup> Dieses Vorgehen ist im Rahmen multivariater Analysen im Anschluss an Ereignisstudien üblich. Vgl. statt vieler *BINDER* (1998), S. 123.

<sup>1064</sup> Vgl. *LENHARD* (2009), S. 247.

Zwar können Multikollinearität und Autokorrelation zu Ineffizienzen in der Schätzung von Modellparametern führen, sie haben jedoch keinen Einfluss auf die Signifikanz des Gesamtmodells.<sup>1065</sup> Insofern sind die Ergebnisse als unproblematisch einzustufen.

REGRESSIONSMODELLE						
VARIABLE	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6
<i>Diversifikationsfaktoren</i>						
INDFOKUS	0,251	0,306*	0,313*			
GEOFOKUS			0,087	0,116		
KONGL_SIC		-0,328	-0,334	-0,143	-0,207	
KONGL_ENTROP				-0,395**		-0,332
TOBINSQ < 1					-0,415*	-0,250
UMSATZ IN Mio.					-0,061	0,179
STIMM_KONZ						
GROSSAKTIONÄR > 20%						
VERSCHULDUNGSGRAD						
EPS_STD_ABW_NORM						
LA_PORTA_ET_AL.						
<i>Moderierende Faktoren</i>						
REL_GROSSE	-0,120	-0,227	-0,197	-0,264	-0,176	-0,193
KURSPERFORMANCE_1_JAHR	0,616***	0,603***	0,626***	0,562**	0,895	0,746**
QUICK_RATIO_%	0,175	0,280	0,307	0,051	0,255	0,133
ROA_%	0,781***	0,920***	0,929***	0,762***	0,862***	0,704**
CASHFLOW_MARGE_%	0,127	0,043	0,026	0,286	-0,048	0,573
ZSCORE	-0,793***	-0,760***	-0,793***	-3,467***	-0,913***	-0,901***
INDEXPERFORMANCE_1_JAHR	-0,168	-0,158	-0,197	-0,109	-0,454**	-0,271
LOG_ALTER	0,334*	0,344**	0,376**	0,274	0,377*	0,331
ADJ. R-QUADRAT	0,480	0,534	0,512	0,557	0,507	0,591
F-WERT	3,667***	3,980***	3,476**	3,855***	3,239**	4,017**
DURBIN-WATSON-STATISTIK	1,221	1,418	1,398	1,432	1,779	1,668

Die **Faktoren** entsprechen den in Abschnitt 5.5 beschriebenen Variablen. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10%-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau (2-seitig).  $\tau$  steht für einen *Variance Inflation Factor (VIF)* > 10. Alle angegebenen **Werte** entsprechen den Regressionskoeffizienten basierend auf der OLS-Methode.

Tabelle 42: Ergebnisse der multivariaten Analysemodelle 1-6

<sup>1065</sup> Vgl. LENHARD (2009), S. 247.

REGRESSIONSMODELLE						
VARIABLE	Modell 7	Modell 8	Modell 9	Modell 10	Modell 11	Modell 12
<i>Diversifikationsfaktoren</i>						
IND_FOKUS	0,408*	0,365**	0,111	0,300	0,270	0,273
GEO_FOKUS		0,023		-0,094		-0,181
KONGL_SIC	-0,434**	-0,206	-0,321	-0,058	-0,393	-0,005
KONGL_ENTROP			-0,567		-0,593	
TOBINSQ < 1			-0,499*	0,073	-0,557*	0,172
ÜMSATZ IN MIO.				-0,130 <sup>†</sup>	0,027	
BILANZSUMME			0,164			-0,279
STIMM_KONZ	-0,362		-0,680**		-0,884**	
GROSSAKTIONÄR > 20%	0,048			0,535*	0,322	0,571**
VERSCHULDUNGSGRAD			-0,017		-0,053	
EPS_STD_ABW_NORM			0,394*		0,370	
LA_PORTA_ET_AL.		0,031		-0,344 <sup>†</sup>		-0,443*
<i>Moderierende Faktoren</i>						
REL_GROSSE	-0,238	-0,230	-0,429*	-0,449*	-0,485**	-0,556**
KURSPERFORMANCE_1_JAHR	0,811	0,553**	1,679*** <sup>†</sup>	0,627*	1,593***	0,474*
QUICK_RATIO_%	0,0483**	0,328	0,636*	0,227	0,619*	0,054
ROA_%	0,991***	1,013***	1,277***	0,721***	1,218***	0,575**
CASHFLOW_MARGE_%	0,128	0,012	0,429	0,057	0,467	0,182
ZSCORE	-0,928***	-0,897***	-1,621***	-0,788***	-1,623***	-0,618**
INDEXPERFORMANCE_1_JAHR	-0,251	-0,109	1,679***	-0,274	-0,763*	-0,194
LOG_ALTER	0,362**	0,375**	0,539**	0,152	0,513**	0,028
ADJ_R-QUADRAT	0,576	0,625	0,761	0,805	0,760	0,837
F-WERT	3,939***	4,331***	5,181*	7,050***	4,914**	8,542***
DURBIN-WATSON-STATISTIK	1,197	1,510	1,401	1,726	1,791	1,378

Die **Faktoren** entsprechen den in Abschnitt 5.5 beschriebenen Variablen. \*, \*\* und \*\*\* stehen für das 10 %-, 5 %- und 1 %-Signifikanzniveau (2-seitig). <sup>†</sup> steht für einen *Variance Inflation Factor (VIF)* > 10. Alle angegebenen **Werte** entsprechen den Regressionskoeffizienten basierend auf der OLS-Methode.

Tabelle 43: Ergebnisse der multivariaten Analysemodelle 7-12

Die industrielle Fokussierung, der Diversifikationsgrad, ein Bewertungsabschlag, Informationsasymmetrien sowie die Stimmrechtskonzentration üben einen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Ankündigungseffekte aus. Die Aktienkursperformance im Vorfeld der Spin-off-Ankündigung und die wirtschaftlichen Performanceparameter Gesamtkapitalrentabilität und ALTMAN'SCHER Z-Score moderieren diese Zusammenhänge auf einer hochsignifikanten Basis. Sämtliche Modelle sind zum 5 %- bzw. 1 %-Konfidenzniveau statistisch signifikant und weisen einen hohen Erklärungsgehalt auf. Das korrigierte Bestimmtheitsmass liegt zwischen 48 % und 83,7 %.

### **7.5 Spin-off-Erfolg: Würdigung und Forschungsausblick**

Europäische Spin-off-Ankündigungen sind kursrelevante Informationen, die Unternehmenswert schaffen. Die aus der Diversifikationsforschung extrahierten Erfolgsfaktoren können Spin-off-Werteffekte nicht nur umfassend erklären, sie erlauben in ihrer Gesamtheit auch eine exakte Prognose und damit eine für die Unternehmenspraxis unmittelbare Nutzbarkeit. Investoren treffen ihre Kauf- und Verkaufsentscheidungen weitgehend auf Basis rationaler Motive. Erklärend wirken sowohl effizienzorientierte Erklärungsansätze, die sich etwa in der Verengung des industriellen Fokus ausdrücken, als auch verhaltensorientierte Ansätze, deren Wirkung etwa in der Reduktion von Informationsasymmetrien oder der Kontrolle durch Kapitalgebergruppen sichtbar wird. Die Analysen zeigen sowohl, dass sich die Vorteile unternehmerischer Diversifikation spätestens dann erschöpfen, wenn diese nicht im Sinne der Aktionäre vorangetrieben wird als auch, dass die Kapitalmärkte die zugrundeliegende Motivation differenziert und adäquat beurteilen. Die gewonnenen Erkenntnisse sind bislang einmalig. Weder wurde der Spin-off-Erfolg zuvor konsistent mit der Diversifikationsforschung verknüpft noch konnte ein derart hoher Erklärungsgehalt von Spin-off-Werteffekten erreicht werden.

Aus den Ergebnissen der Arbeit ergeben sich nachfolgende Untersuchungslimitationen und damit verbunden Implikationen für zukünftige Forschungsprojekte:

- Bei allen Erwägungen und trotz der gewonnenen Erkenntnisbasis ist darauf hinzuweisen, dass die Stichprobe der Unternehmen, die einen Spin-off ankündigen bzw. durchführen, keine rein zufällige ist; die Ergebnisse sind insofern nicht ohne Weiteres verallgemeinerbar oder auf sämtliche Unternehmen übertragbar. So war es notwendig, die Stichprobe zugunsten verschiedener methodischer Bereinigungen aufzubereiten, wobei mögliche Verzerrungen in Kauf genommen werden mussten. Zukünftige Forschung könnte sich daher der Frage zuwenden, ob sich desinvestitionsankündigende Unternehmen in ihren Eigenschaften von anderen Konzernen signifikant unterscheiden. Die Hauptschwierigkeit liegt dabei im Unikatcharakter der Unternehmen begründet, die eine Vergleichbarkeit erschwert.

- Wie jede empirische Untersuchung unterliegt auch die vorliegende Arbeit methodischen und konzeptionellen Rahmenbedingungen. Der gewählte methodische Ansatz der Ereignisstudie weist inhärente Grenzen auf. So lässt er keine Aussagen über die langfristige Entwicklung von Spin-off-Subjekt und -Objekt zu. Die Frage, ob sich die von den Investoren mit der Spin-off-Ankündigung verbundenen Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Zahlungsströme auch tatsächlich realisieren, liegt ausserhalb des methodischen Erkenntnisspektrums. Nachfolgende Forschungsprojekte sollten sich daher der Frage annehmen, inwieweit sich Spin-off-Erfolg nicht nur in der eher kurzfristig geprägten Kapitalmarktperspektive ausdrückt, sondern auch langfristigen Unternehmenswert generieren kann. Dies könnte komplementär anhand alternativer Erfolgskonzepte sowie weiterer Erfolgsfaktoren untersucht werden. Zugleich bietet sich an, die von Spin-offs betroffenen Personengruppen, wie das Management, Mitarbeiter, Lieferanten, Kundengruppen und Investoren, ex post zur Zielerreichung zu befragen sowie deren Beurteilungsperspektive einzubeziehen.

## Kapitel 8

### Thesenförmige Zusammenfassung

*„Ich beschäftige mich nicht mit dem, was getan worden ist. Mich interessiert, was getan werden muß.“*

MARIE CURIE (1867-1934)

#### 8.1 Zusammenfassung Teil I: Theorieentwicklung

- (1) Die vorliegende Arbeit leistet einen wichtigen Beitrag sowohl für die betriebswirtschaftliche Forschung als auch für die Unternehmenspraxis. Spin-offs erfahren trotz ihrer essenziellen Bedeutung für den Unternehmenserfolg in beiden Bereichen bislang eine unzureichende Aufmerksamkeit. Vor allem im Kontext der Diversifikationsforschung sind Spin-offs nur unsystematisch und unvollständig aufgearbeitet. Die bisherigen Erkenntnisse bedürfen der Systematisierung, Differenzierung und Erweiterung. Denn die Wissenschaft kann bislang keine eindeutigen Ergebnisse vorlegen, die es gestatten, Prognosen über die Erfolgswahrscheinlichkeit von Spin-offs zu formulieren. Dies gilt umso mehr, wenn es darum geht, auch den Wertbeitrag von Diversifikation anhand konkreter Unternehmens- und Transaktionsmerkmale zu evaluieren. Die Erkenntnisbasis zum Spin-off-Erfolg ist insbesondere im europäischen Wirtschaftsraum äußerst eingeschränkt. Die wenigen Hinweise zu den Ursprüngen von Werteffekten in der bestehenden Literatur halten darüber hinaus nur eindimensionale und eingeschränkt aussagekräftige Erklärungen bereit.
  
- (2) Die ungenügende Berücksichtigung des Themas lässt sich auf fehlgeleitete Denkmuster zurückführen. Desinvestitionen werden zum einen als das blosse Spiegelbild von *M&A*-Aktivitäten betrachtet, zum anderen mit persönlicher und unternehmerischer Niederlage verbunden. Beides ist unzutreffend. Der Spin-off weist den Anspruch eines eigenständigen und unabhängigen Instruments unternehmerischer Restrukturierung zur Wertsteigerung auf, das gesonderte Forschungsleistung verdient.

- (3) Spin-offs und Diversifikation sind symbiotisch miteinander verbunden. Spin-offs beeinflussen den Diversifikationsgrad; damit weisen auch Spin-off-Erfolg und Diversifikationserfolg ein aneinander gekoppeltes Wirkungsgefüge auf. Der Spin-off ist Ausdruck des Strebens nach Konzentration. Es ist seine Erforschung, die Rückschlüsse auf Diversifikation erlaubt, und umgekehrt sind es erst die Theorie und Empirie der Diversifikationsforschung, die es ermöglichen, ein ganzheitliches Hypothesenbündel zum Spin-off-Erfolg abzuleiten, das dessen Wirkung auf den Unternehmenswert erklären kann.
- (4) Die Begriffe des Spin-offs und der Diversifikation divergieren in der Literatur vielfach. Dennoch sind Spin-offs auf Basis der ihnen zugewiesenen Eigenschaften so trennscharf definier- und abgrenzbar, dass dies eine empirisch exakte Datenerhebung ermöglicht. Der Begriff der Diversifikation steht demgegenüber noch mehr als der des Spin-offs für evolvierende Veränderungen. Erläuterungen finden sich vorrangig in den Lehren der Portfoliotheorie, dem Strategischen Management sowie in der Evolutionstheorie. Erst die Verbindung aller drei Denkrichtungen erlaubt ein differenziertes Begriffsverständnis des Phänomens. Während die Portfoliotheorie mit ihrer finanzmathematischen Darstellung zu kurz greift, sind es vor allem die im Strategischen Management aufgenommenen Überlegungen des *Resource-based View* und der Transaktionskostentheorie, die es erlauben, die Diversifikation und deren Logik stringently zu erfassen.
- (5) Spin-offs schaffen dann Unternehmenswert, wenn ein negativer Wertbeitrag (*Value Destroyed*) der Zentrale zum Abspaltungsobjekt vorliegt; in der Auflösung der wertvernichtenden Beziehung zur Zentrale liegt das Wertsteigerungspotenzial begründet. Gemäss dem Konzept des *Parenting Advantage* kann ein Spin-off auch dann Unternehmenswert generieren, wenn der Wertbeitrag der Zentrale zum Unternehmensteil zwar positiv ist, eine alternative Muttergesellschaft aber eine geeignetere Verwendungsmöglichkeit für das Abspaltungsobjekt aufweist. Die Erschliessung des Wertsteigerungspotenzials von Spin-offs setzt umfassende, langfristige und schwierige rechtliche, güter- und finanzwirtschaftliche, organisatorische Einzelmassnahmen voraus, die nur aus einer Analyse des Bewertungsobjekts als Ganzem einschätzbar sind. Spin-off-Erfolg lässt sich daher anhand seiner Wirkung auf den Shareholder Value beurteilen: Der Shareholder Value weist nicht nur einen umfassenden theoretischen und praktischen Geltungsanspruch auf, die Aggregation von Wertvorstellungen im

Aktienkurs stellt ein objektiviertes und unabhängiges Mass der Spin-off-Erfolgsbeurteilung dar.

- (6) Die Diversifikationsforschung legt den Grundstein für die Hypothesenbildung zum Spin-off-Erfolg. In ihr stösst die Erforschung des Spin-offs an die Grenzen des ökonomisch-rationalen Weltbildes. Der Blickwinkel der klassisch-mikroökonomischen Wirtschaftslehre erweist sich als zu eng für das Diversifikationsphänomen. Denn: Die Bewertung von Diversifikation weist eine starke Abhängigkeit von Managementmoden und daher eine hohe Zyklizität auf, getrieben von grundlegenden Paradigmenwechseln und einem Wandel im betriebswirtschaftlichen Verständnis der Wertschöpfungsmechanismen in Unternehmen.
- (7) Die Wissenschaft widmet dem Diversifikationsphänomen verschiedene theoretische und empirische Arbeiten. Die theoretische Diversifikationsforschung lässt sich anhand ihrer Aussagen zur leistungs- und finanzwirtschaftlichen Synergiewirkung gliedern. Sie erklärt gleichzeitig unternehmenswertsteigernde und -reduzierende Effekte von Diversifikation, womit sie kontradiktorische Argumentationsmuster bereithält. Auch unter den empirischen Untersuchungen zur Diversifikation besteht keine Einigkeit über deren Beitrag zum Unternehmenswert. Zu einem konkludenten Bild trägt erst die Differenzierung anhand der *Corporate Governance* sowie anhand des Marktumfelds bei. Dabei zeigt sich, dass *Agency*-Konflikte die Vorteile interner Kapitalmärkte erodieren, ein rezessives Marktumfeld deren Vorteile indessen betont. Diversifikation stiftet den bisherigen Erkenntnissen zufolge besonders in den Unternehmen Wert, die (1) über starke Monitoring- und Kontrollmechanismen zur Reduktion von *Agency*-Konflikten verfügen, (2) in zyklischen Branchen operieren und (3) in einem rezessiven Kapitalmarktumfeld einen guten Kapitalzugang aufweisen.

## 8.2 Zusammenfassung Teil II: Empirische Untersuchung

Die vorliegende Arbeit stellt die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen Spin-off-Ankündigungen den Unternehmenswert beeinflussen. Dabei galt besondere Aufmerksamkeit den Faktoren, die sich aus der Diversifikationsforschung als erfolgskritisch ableiten lassen. Ziel war es, den theoretisch hergestellten Zusammenhang zwischen Spin-offs und Diversifikation anhand einer eigenen empirischen Untersuchung zu überprüfen. Es wurden 83 Spin-off-Ankündigungen der Jahre 2000-2012 analysiert.

Die formulierten Hypothesen werden im Einzelnen wie folgt beantwortet:

– *Zu Hypothese 1:*

**Europäische Spin-offs schaffen Unternehmenswert.** Unter Anwendung des Marktmodells lässt sich im Ereignisfenster  $[-1;1]$  eine statistisch signifikant durchschnittliche abnormale Rendite i. H. v. 4,58 % ermitteln. Das Modell marktbereinigter Renditen ergibt einen ähnlichen Wert für den *CAAR* i. H. v. 4,86 %. Die Untersuchung belegt, dass es am Ereignistag zu Überreaktionen der Kapitalmärkte kommt, die bereits am Tag nach der Spin-off-Ankündigung korrigiert werden. Im Ereignisfenster  $[-5,5]$  liegt der *CAAR* gemäss dem Marktmodell aber noch immer bei signifikanten 3,86 %. Die Aktienkursreaktionen bleiben auch bei einer mittelfristigen Betrachtung signifikant positiv. Die Ereignisstudie birgt darüber hinaus die Erkenntnis, dass die methodischen Unterschiede beider Preisbildungsmodelle zu deutlichen Abweichungen der Ergebnisse führen, wenn die Aktienkursreaktionen über einen mittelfristigen Zeitraum verglichen werden. Während die abnormalen Renditen im Modell marktbereinigter Renditen auf einem konstant hohen Niveau verbleiben, ist im Marktmodell eine deutliche Kurskorrektur nach unten feststellbar. Dies ist auf die Berücksichtigung des Risikos im Marktmodell zurückzuführen. Der Spin-off führt demnach zu einer erheblichen Änderung der Risikostruktur, oder anders gesagt: Der Spin-off erhöht die Schwankung des Aktienkurses im Vergleich zum Index, gemessen am Betafaktor. Dies kann mitunter auf die kleinere Unternehmensgrösse, den damit verbundenen erschwerten Kapitalzugang sowie die geringere Marktkapitalisierung zurückzuführen sein. Darüber hinaus zeigt die Ereignisstudie ein deutliches Ansteigen der abnormalen Aktienrenditen bereits in den Tagen vor der Spin-off-Ankündigung. Dies lässt zwar vermuten, dass Insiderhandel vorliegt, statistisch signifikant sind diese Kursreaktionen jedoch nicht.

– *Zu Hypothese 2:*

**Industrieller Fokus ist ein entscheidender Werttreiber.** Die Abspaltung von nicht mit dem Kerngeschäft verwandten Geschäftsbereichen ist der Abspaltung von verwandten Unternehmensteilen vorzuziehen. Die durchschnittlichen abnormalen Renditen von industriell fokussierenden Spin-offs liegen im Ereignisfenster  $[-1;1]$  statistisch signifikant um 2,41 % höher als die der nicht-fokussierenden Spin-offs. Der Verwandtschaftsgrad (*Relatedness*) der abgespaltenen Unternehmensteile ist somit entscheidend für den Spin-off-Erfolg. Die empirischen Ergebnisse stützen die Prognosen des *Resource-based View* und der Transaktionskostentheorie. Allerdings wird die Abspaltung von kerngeschäftsnahen Unternehmensbereichen keineswegs per se negativ beurteilt. Die nicht industriell-fokussierenden Spin-off-Ankündigungen weisen im Ereignisfenster  $[-1;1]$  durchschnittlich ebenfalls eine positive abnormale Rendite (1,92 %) auf.

– *Zu Hypothese 3:*

**Geografische Fokussierung stiftet keinen Wert.** Die Abspaltung eines im Ausland domizilierten Tochterunternehmens hat keinen Einfluss auf die Höhe der abnormalen Ankündigungseffekte. Investoren verbinden mit der Strategie einer geografischen Fokussierung keine positiven Erwartungen zur Höhe der zukünftigen Zahlungsströme. Sprachliche, gesellschaftliche, wirtschaftliche oder regulatorische Hürden internationaler Geschäftstätigkeit werden demnach nicht als systematisch wertmindernd eingestuft. Dies ist schon deshalb plausibel, weil eine internationale Ausrichtung des operativen Geschäfts auch unternehmerische Opportunitäten wie die Erschliessung neuer Kundengruppen und Märkte mit sich bringen kann, was sich wertsteigernd auswirkt.

– *Zu Hypothese 4:*

**(Zu viel) Diversifikation vernichtet Unternehmenswert.** Der Diversifikationsgrad des Mutterkonzerns ist wesentlicher Treiber des Spin-off-Erfolgs. Kapitalmärkte stufen Unternehmensabspaltungen umso positiver ein, je höher das Diversifikationsniveau der Muttergesellschaft zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung ist. Entscheidend für den Spin-off-Erfolg sind daher sowohl der Verwandtschaftsgrad als auch die Überschaubarkeit der im Konzernkreis eingesetzten Ressourcen, Kompetenzen und Fähigkeiten.

– *Zu Hypothese 5:*

**Spin-offs reduzieren den Konglomeratsabschlag.** Muttergesellschaften, deren Eigenkapital an der Börse mit einem Wertabschlag gehandelt wird, sind im Spin-off-Kontext erfolgreicher als andere Unternehmen. Im Ereignisfenster  $[-1;1]$  liegen die durchschnittlichen abnormalen Renditen bei 7,41 %. Dieser Wert liegt um 4,60 % signifikant höher als der *CAAR* der Unternehmen, deren Eigenkapital nicht mit einem Bewertungsabschlag gehandelt wird. Die Restrukturierungsankündigung mittels Spin-offs wird von den Kapitalmärkten als umso positiveres Signal bewertet, wenn der Aktienkurs vorgängig tiefe Werte annimmt.

– *Zu Hypothese 6:*

**Unternehmensgrösse ist irrelevant.** Die Unternehmensgrösse des Mutterkonzerns zum Zeitpunkt der Ankündigung spielt bei der Beurteilung von Spin-offs durch die Investoren keine Rolle. Dies bestätigt die Untersuchung der Anzahl Mitarbeiter, des Umsatzes sowie der Bilanzsumme. Das Marktmachtmotiv, das in der Diversifikationsforschung regelmässig angeführt wird, weist im europäischen Spin-off-Kontext demnach keine wertrelevante Bedeutung auf. Dies mag mitunter darauf zurückzuführen sein, dass der Erlangung von Marktmacht im Rahmen der europäischen Kartellgesetzgebung meist Grenzen gesetzt sind. Spin-offs sind daher grundsätzlich für Unternehmen jeder Grössenordnung erwägenswert.

– *Zu Hypothese 7:*

**Grossaktionäre nutzen ihre Kontrollmöglichkeiten.** Sind Grossaktionäre vorhanden, die einen potenziellen Einfluss auf die Geschäftsführung der Muttergesellschaft ausüben, liegen die abnormalen Renditen der Spin-off-Ankündigungen im Ereignisfenster  $[-1;1]$  um 4,79 % höher als bei Unternehmen, die sich im Streubesitz befinden. Ein Spin-off, der unter der Aufsicht und Kontrolle von Eigenkapitalgebern durchgeführt wird, ist demnach ein positives Signal für die Kapitalmärkte. Zugleich gibt die Untersuchung deutliche Hinweise darauf, dass gut informierte Grossaktionäre die Kursreaktionen im Vorfeld der Spin-off-Ankündigung beeinflussen. Dies deutet auf Insiderhandel hin. In der Periode  $[-5;0]$  liegen die *CAAR* der Muttergesellschaften, die unter dem Einfluss von Grossaktionären stehen, bei 8,92 %. Dies liegt 6,73 % über dem *CAAR* der Unternehmen, die ein breit gestreutes Aktionariat aufweisen.

- *Zu Hypothese 8:*

**Fremdkapital wirkt disziplinierend auf das Management.** Die Spin-offs der Unternehmen, die einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen, sind durchschnittlich erfolgreicher als die unverschuldeter Unternehmen. Der Anteil des Fremdkapitals an der Bilanzsumme des Mutterkonzerns zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung hat signifikant positiven Einfluss auf die Höhe der abnormalen Renditen. Fremdkapital sendet demnach das Signal eines disziplinierenden Einflusses auf das Management an die Investoren.
  
- *Zu Hypothese 9 und 10:*

**Der europäische Wirtschaftsraum weist ein homogenes Bild auf.** Das Domicil der Muttergesellschaft hat keinen signifikanten Einfluss auf die Höhe der abnormalen Renditen von Spin-off-Ankündigungen. Darüber hinaus spielen auch Unterschiede in den *Corporate-Governance*-Richtlinien der einzelnen Länder keine Rolle. Dieser Befund spricht für integrierte europäische Kapitalmärkte. Insgesamt kann davon ausgegangen werden, dass länderspezifische Besonderheiten für Investoren nicht von Bedeutung sind, wenn es um die Beurteilung von Spin-off-Ankündigungen geht.
  
- *Zu Hypothese 11:*

**(In)Transparenz ist der Schlüssel zum Spin-off-Erfolg.** Je unklarer das Bild der zukünftigen Ertragslage des Mutterkonzerns zum Zeitpunkt der Spin-off-Ankündigung ist, desto höher fallen die Aktienkursreaktionen aus. Investoren verbinden mit dem Spin-off eine Verbesserung der Unternehmenstransparenz, die mit einer erhöhten Aktiennachfrage belohnt wird. Dies kann in der nach der Durchführung des Spin-offs bestehenden Pflicht des Spin-off-Objekts zur Erstellung eigener Unternehmensabschlüsse begründet liegen. In Verbindung mit dem Kriterium des Verwandtschaftsgrads wird ausserdem deutlich, dass zukünftige Zahlungsströme des Mutterkonzerns für spezialisierte Analysten vorhersehbarer werden, wenn der Fokus auf Kerngeschäfte erhöht wird. Der Zusammenhang zwischen Spin-off-Erfolg und dem Niveau an Informationsasymmetrie wird damit erstmals empirisch bestätigt.
  
- *Zu Hypothese 12 und 13:*

**Performance als Signal proaktiver Restrukturierung.** Weder die Aktienperformance noch die wirtschaftliche Performance haben für sich alleine einen

signifikanten Einfluss auf den Spin-off-Erfolg. Dies gilt indes nicht, wenn ihr Einfluss in Verbindung mit den Diversifikationsfaktoren untersucht wird. Dabei zeigt sich, dass eine bessere Aktienkursperformance, eine höhere Gesamtkapitalrentabilität sowie eine gute Liquiditätslage positive Wirkung auf die Werteffekte von Spin-off-Ankündigungen ausüben. Die Interpretation der Ergebnisse spricht dafür, dass Investoren Spin-off-Ankündigungen dann als positives Signal werten, wenn Unternehmen aus einer Position der Stärke heraus agieren und Restrukturierungen bereits dann anregen, wenn noch kein akuter wirtschaftlicher Handlungsbedarf besteht.

– *Zu Hypothese 14, 15 und 16:*

**Investoren lassen sich nicht von positiver Marktstimmung beeinflussen.** Investoren bewerten Spin-offs im Zeitablauf durchaus unterschiedlich. Die Gründe hierfür sind vor dem Hintergrund der Erkenntnisse und aufgrund der komplexen Natur der Fragestellung, insbesondere aufgrund einer vielschichtigen Gemengelage gesellschaftlicher, ökologischer und ökonomischer Veränderungen im Zeitablauf nicht abschliessend aufzuklären. Allerdings sind die diesbezüglichen Ergebnisse zum Einfluss des Marktumfelds bemerkenswert. Sie deuten auf ein Missverständnis in der europäischen Unternehmenspraxis hin. Entscheidungsträger kündigen Spin-offs bevorzugt in einem positiven Marktumfeld an – ihre Anzahl ist innerhalb eines positiven Marktumfelds signifikant höher als während einer rezessiven Marktkonjunktur –, einen positiven Einfluss auf die Höhe der abnormalen Aktienkursreaktionen hat dies jedoch nicht. Eine pauschale Annahme irrationalen Kaufverhaltens an den europäischen Kapitalmärkten ist damit zumindest im Spin-off-Kontext abzulehnen.

– *Zu Hypothese 17:*

**Tiefgreifende Einschnitte werden belohnt.** Ungeachtet anderer Einflüsse sind Spin-offs erfolgreich, wenn verhältnismässig grosse Unternehmensteile abgespalten werden. Die europäischen Kapitalmärkte würdigen das Ankündigen tiefgreifender Restrukturierungen mit einer höheren Nachfrage nach den Aktien der Muttergesellschaft. Im Rahmen der multivariaten Analyse verliert die relative Grösse jedoch an Aussagekraft, weshalb die aus der Diversifikationsforschung übertragenen Argumente wesentlich bedeutender für Investoren sind.

- *Zu Hypothese 18:*  
**Spin-off-Erfolg ist branchenunabhängig.** Spin-offs sind über die betrachteten Branchen hinweg ähnlich erfolgreich. Investoren differenzieren demnach nicht zwischen Mutterkonzernen unterschiedlicher Industriezugehörigkeit. Spin-offs werden als branchenunabhängiges Instrument zur erfolgreichen Restrukturierung konglomerater Unternehmensstrukturen erachtet.
  
- *Zu Hypothese 19:*  
**Das Unternehmensalter wird nur im Kontext der Diversifikation beurteilt.** Das Unternehmensalter zeigt seinen Einfluss auf den Spin-off-Erfolg erst im Rahmen der multivariaten Analyse. Dort zeigt sich, dass das Alter des Mutterkonzerns besonders dann positiv auf den Spin-off-Erfolg wirkt, wenn die Diversifikationsfaktoren gleichzeitig signifikante Wirkung aufweisen. Investoren erachten eine Neuausrichtung der Diversifikationsstrategie demnach besonders dann als sinnvoll, wenn der Mutterkonzern einen bestimmten Reifegrad überschritten hat.

Insgesamt erklären die entwickelten Modelle den Erfolg von Spin-offs nahezu vollständig. Sie erlauben in ihrer Gesamtheit eine genaue Prognose und damit eine für die Unternehmenspraxis unmittelbare Nutzbarkeit der gewonnenen und bislang einmaligen Erkenntnisse.



## Literaturverzeichnis

- ABELL, D. F. (1980): *Defining the Business: The Starting Point of Strategic Planning*, Englewood Cliffs 1980.
- ABRAHAMSON, E. (1996). Management Fashion, in: *Academy of Management Review*, 21. Jg., S. 254-285.
- ACCENTURE (2003): Strategic Divestment Study, via: [http://www.accenture.com/xdoc/en/ideas/outlook/1.2003/pdf/sba\\_divestment\\_graphics\\_hpd.pdf](http://www.accenture.com/xdoc/en/ideas/outlook/1.2003/pdf/sba_divestment_graphics_hpd.pdf) (zuletzt abgerufen am 11.10.2012).
- ACHLEITNER, A.-K. (2002): *Handbuch Investment Banking*, 3. Aufl., Wiesbaden 2002.
- ACHLEITNER, A.-K./WAHL, S. (2003): Corporate Restructuring in Deutschland – Eine Analyse der Möglichkeiten und Grenzen der Übertragbarkeit US-amerikanischer Konzepte wertsteigernder Unternehmensrestrukturierungen auf Deutschland, Sternenfels 2003.
- ADELMAN, M. A. (1961): The Antimerger Act, 1950-1960, in: *American Economic Review*, 51. Jg., S. 236-244.
- ADERS, C./HEBERTINGER, M. (2003): Shareholder Value Konzepte: Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen, in: BALLWIESER, W./WESNER, P./KPMG (Hrsg.): *Value Based Management*, Frankfurt a. M. 2003
- AGGARWAL, R. K./SAMWICK, A. A. (2003): Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered, in: *Journal of Finance*, 58. Jg., H. 1, S. 71-118.
- AGRAWAL, A./JAFFE, J. F./MANDELKER, G. N. (1992): The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, in: *Journal of Finance*, 47. Jg., H. 4, S. 1605-1621.
- AHN, S./DENIS, D. J. (2004): Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence from Corporate Spinoffs, in: *Journal of Financial Economics*, 71. Jg., H. 3, S. 489-516.
- AHNEFELD, M. A. (2007): *Die Performance von Privatisierungen am Kapitalmarkt*, Wiesbaden 2007, zugl.: Oestrich-Winkel, European Business School, Diss., 2007.
- AKTAS, N./BODT, E./COUSIN, J. G. (2007): Event Studies with a Contaminated Estimation Period, in: *Journal of Corporate Finance*, 13. Jg., H. 1, S. 129-145.

- ALBRECHT, S. (1994): Erfolgreiche Zusammenschlussstrategien - eine empirische Untersuchung deutscher Unternehmen, Wiesbaden 1994, zugl.: Göttingen, Univ., Diss., 1994
- ALCHIAN, A. A. (1969): Corporate Management and Property Rights, in: MANNE, H. (Hrsg.): Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities, Washington 1969, S. 337-360.
- ALLEN, J. W. (1998): Capital Markets and Corporate Structure: The Equity Carve-outs of Thermo Electron, in: *Journal of Financial Economics*, 48. Jg., H. 1, S. 99-124.
- ALLEN, J. W./LUMMER, S. L./MCCONNELL, J. J./REED, D. K. (1995): Can Takeover Losses Explain Spin-off Gains?, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30. Jg., H. 4, S. 465-485.
- ALLEN, J. W./MCCONNELL, J. J. (1998): Equity Carve-Outs and Managerial Discretion, in: *Journal of Finance*, 53. Jg., H. 1, S. 163-186.
- ALLI, K./RAMIREZ, G./YUNG, K. (2001): Withdrawn Spin-Offs: An Empirical Analysis, in: *Journal of Financial Research*, 24. Jg., H. 4, S. 603-616.
- ALTMAN, E. I. (1968): Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, in: *Journal of Finance*, 23. Jg., H. 4, S. 589-610.
- ALTMAN, E. I. (2002): Revisiting Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment, Working Paper, New York, Stern School of Business, Univ., 2002
- AMIHUD, Y./LEV, B. (1981): Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, in: *The Bell Journal of Economics*, 12. Jg., H. 2, S. 605-617.
- AMIT, R./WERNERFELT, B. (1990): Why Do Firms Reduce Business Risk?, in: *Academy of Management Journal*, 33. Jg., H. 3, S. 520-533.
- AMMANN, M./HOECHLE, D./SCHMID, M. (2012): Is There Really No Conglomerate Discount?, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, 39. Jg., H. 1-2, S. 264-288.
- ANDERSON, C. W./BECHER, D. A./CAMPBELL II, T. L. (2004): Bank Mergers, the Market for Bank CEOs, and Managerial Incentives; in: *Journal of Financial Intermediation*, 13. Jg., H. 1, S. 6-27.

- ANDERSON, R. C./BATES, T. W./BIZJAK, J. M./LEMMON, M. L. (2000): Corporate Governance and Firm Diversification, in: *Financial Management*, 29. Jg., H. 1, S. 5-22.
- ANDREOU, P. C./DOUKAS, J. A./LOUCA, C. (2010): Managerial Overconfidence and the Diversification Discount, Working Paper, Cyprus, Univ. of Technology, 2010.
- ANNEMA, A./FALLON, W. C./GOEDHART, M. H. (2001): Do Carve-outs Make Sense? Yes, But Not for the Reasons You Might Think, in: *McKinsey on Finance*, 2. Jg., S. 6-10.
- ANSLINGER, P./BONINI, S./PATSALOS-FOX, M. (2000): Doing the Spin-out, in: *The McKinsey Quarterly*, 1. Jg., S. 98-105.
- ANSOFF, H. I. (1965): Checklist for Competitive and Competence Profiles, in: *Corporate Strategy*, New York.
- ANSOFF, H. I. (1966): *Management Strategie*, München 1966.
- AIVAZIAN, V./QIU, J./RAMAHAN, M. (2010): Corporate Diversification and the “More-Money“ Effect, Working Paper, Toronto, McMaster Univ., Saint Mary’s Univ., 2010.
- AKBULUT, M. E./MATSUSAKA, J. G. (2010): Fifty Plus Years of Diversification Announcements, in: *Financial Review*, 45. Jg., H. 2, S. 231-262.
- AKERLOF, G. A. (1970): The Market for ‘Lemons’: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, in: *Quarterly Journal of Economics*, 83. Jg., H. 3, S. 488-500.
- ARGENTI, J. (1997): Stakeholders: The Case Against, in: *Long Range Planning*, 30. Jg., H. 3, S. 442-445.
- ARMITAGE, S. (1995): Event Study Methods and Evidence on their Performance, in: *Journal of Economic Surveys*, 8. Jg., H. 4, S. 25-52.
- ARON, D. J. (1991): Using the Capital Market as a Monitor: Corporate Spinoffs in an Agency Framework, in: *The RAND Journal of Economics*, 22. Jg., H. 4, S. 505-518.
- ARROW, K. J. (1985): The Economics of Agency, in: *Principals and Agents: The Structure of Business*, in: W. PRATT, W./ZECKHAUSER, R. J. (Hrsg.), Boston 1985, S. 37-51.

- AUERBACH, C. M. (2009): Fusionen Deutscher Kreditinstitute, Wiesbaden 2009, zugl.: Oestrich-Winkel, European Business School, Univ., Diss., 2009
- BACHMANN, H. (2008): Post Merger Integration von Logistikdienstleistern: Konzeptionelle und empirische Analyse branchenspezifischer Integrationskompetenzen, Wiesbaden 2008, zugl.: St. Gallen, Univ., Diss., 2008.
- BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2003): Multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung, 10. überarb. und erw. Aufl., Berlin u. a. 2003.
- BAETGE, J./NIEMEYER, K./KÜMMEL, J./SCHULZ, R. (2009): Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren mit Beispiel, in: PEEMÖLLER, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne 2009, S. 339-477.
- BALL, R./BROWN, P. (1968): An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, in: *Journal of Accounting Research*, 6. Jg., H. 2, S. 159-78.
- BALL, J. N./RUTHERFORD, R. C./SHAW, R. J. (1993): The Wealth Effects of Real Estate Research Spin-offs, in: *Journal of Real Estate Research*, 8. Jg., H. 4, S. 597-606.
- BALLWIESER, W. (2007): Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, 2. Aufl., Stuttgart 2007.
- BALLWIESER, W./LEUTHIER, R. (1986), Betriebswirtschaftliche Steuerberatung: Grundprinzipien, Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung (Teil I), DStR, 24. Jg., S. 545.
- BAMBERG, G./COENENBERG, A. G. (2004): Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 12. Aufl., München 2004.
- BAMBERGER, I./WRONA, T. (1996): Der Ressourcenansatz im Rahmen des Strategischen Managements, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 25. Jg., H. 8, S. 386-391.
- BARBER, B. M./LYON, J. D. (1997): Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics, in: *Journal of Financial Economics*, 43. Jg., H. 3, S. 341-372.
- BARDONG, F./BARTRAM, S. M./YADAV, P. K. (2010): Corporate Break-ups and Information Asymmetry: A Market Microstructure Perspective, Working Paper, London u. a., London Business School, Univ. of Oklahoma, 2010.

- BARK, C. (2011): Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2011, zugl.: Tübingen, Univ., Diss., 2010.
- BARNEY, J. B. (1986): Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy, in: *Management Science*, 32. Jg., H.10, S. 1231-1241.
- BARNEY, J. B. (1991): Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, in: *Journal of Management*, 17. Jg., H. 1 , S. 99-120.
- BARTSCH, D. (2005): Unternehmenswertsteigerung durch strategische Desinvestitionen. Eine Ereignisstudie am deutschen Kapitalmarkt, Wiesbaden 2005, zugl.: Düsseldorf, Univ., Diss., 2005.
- BARTSCH, D./BÖRNER, C. J. (2007): Werteffekte strategischer Desinvestitionen – eine empirische Untersuchung am deutschen Kapitalmarkt, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 59. Jg., H. 1, S. 2-34.
- BASU, N. (2010): Trends in Corporate Diversification, in: *Financial Markets and Portfolio Management*, 24. Jg., H. 1, S. 87-102.
- BATES, T. W./KAHLE, K. M./STULZ, R. M. (2009): Why do US Firms Hold so Much More Cash Than They Used To?, in: *Journal of Finance*, 64. Jg., H. 5, S. 1985-2021.
- BATHELT, H./GLÜCKLER, J. (2012): Wirtschaftsgeografie, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 2012.
- BAUMOL, W. J./PANZAR, J. C./WILLIG, R. D. (1983): Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure: Reply, in: *The American Economic Review*, 73. Jg., H. 3, S. 491-496
- BAUMS, T. (1993): Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus deutscher Sicht, Working Paper, Frankfurt a.M., Univ., 1993.
- BEAVER, W. H. (1968): The Information Content of Annual Earnings Announcements, in: *Journal of Accounting Research*, 6. Jg., S. 67-92.
- BECKER, J. (2002): Marketing-Konzeption: Grundlagen des Ziel-Strategischen und Operativen Marketing-Managements, 7. Aufl., München 2002.
- BENNINGA, S. (2008): Financial Modeling, 3. Aufl., Cambridge 2008.
- BEITEL, P./SCHIERECK, D./WAHRENBURG, M. (2004): Explaining M&A Success in European Banks, in: *European Financial Management*, 10. Jg., H. 1, S. 109-139.

- BERGER, P. G./OFEK, E. (1995): Diversification's Effect on Firm Value, in: *Journal of Financial Economics*, 37. Jg., H. 1, S. 39-65.
- BERGER, P. G./OFEK, E. (1996): Bust-up Takeovers of Value Destroying Diversified Firms, in: *Journal of Finance*, 49. Jg., H. 4, S. 1175-1200.
- BERGER, P. G./OFEK, E. (1999): Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs, in: *Review of Financial Studies*, 12. Jg., H. 2, S. 311-345.
- BERGH, D. D. (1995): Size and Relatedness of Units Sold: An Agency Theory and Resource-based Perspective, in: *Strategic Management Journal*, 16. Jg., H. 3, S. 221-239.
- BERGH, D. D. (1997): Predicting Divestiture of Unrelated Acquisitions: An Integrative Model of Ex Ante Conditions, in: *Strategic Management Journal*, 18. Jg., H. 9, S. 715-731.
- BERGH, D. D./JOHNSON, R. A./DEWITT, R.-L. (2008): Restructuring Through Spin-off or Sell-off: Transforming Information Asymmetries into Financial Gain, in: *Strategic Management Journal*, 29. Jg., H. 2, S. 133-148.
- BERKOVITCH, E./NARAYANAN, M. P. (1993): Motives for Takeovers: An Empirical Investigation, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28. Jg., H. 3, S. 347-362.
- BERLE, A./MEANS, G. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932.
- BERNHEIM, B. D./WHINSTON, M. D. (1990): Multimarket Contact and Collusive Behavior, in: *The RAND Journal of Economics*, 21. Jg., H. 1, S. 1-26.
- BERRY, C. H. (1971): Corporate Growth and Diversification, in: *Journal of Law and Economics*, 14. Jg., H. 2, S. 371-383.
- BERRY-STÖLZLE, T. R./LIEBENBERG, A. P./RUHLAND, J. S./SOMMER, D. W. (2012): Determinants of Corporate Diversification: Evidence From the Property-Liability Insurance Industry, in: *Journal of Risk and Insurance*, 79. Jg., H. 2, S. 381-413.
- BEST, R. W./BEST, R. J./AGAPOS, A. M. (1998): Earnings Forecasts and the Information Contained in Spinoff Announcements, in: *Financial Review*, 33. Jg., H. 3, S. 347-362.

- BETHEL, J. E./LIEBESKIND, J. (1993): The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring, in: *Strategic Management Journal*, 14. Jg., H. 1, S. 15-31.
- BETTIS, R. A./HALL, W. K. (1981): Strategic Portfolio Management in the Multibusiness Firm, in: *California Management Review*, 24. Jg., H. 1, S. 23-38.
- BHAGAT, S./JEFFERIS, R. (1991): Voting Power in the Proxy Process - The Case of Antitakeover Charter Amendments, in: *Journal of Financial Economics*, 30. Jg., H. 1, S. 193-225.
- BHAGAT, S./SHLEIFER, A./VISHNY R. W. (1990): Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization, in: *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, S. 1-72.
- BHIDE, A. (1990): Reversing Corporate Diversification, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 3. Jg., H. 2, S. 70-81.
- BIGGADIKE, E. (1979): Corporate Diversification, Cambridge 1979.
- BILDA, K. (2000): Kommentar zu § 305 AktG, in: KROPFF, B./SEMLER, J. (Hrsg.): Münchner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., München 2000.
- BILLETT, M. T./MAUER, D. C. (2000): Diversification and the Value of Internal Capital Markets: The Case of Tracking Stock, in: *Journal of Banking and Finance*, 24. Jg., H. 9, S. 1457-1490.
- BILLETT, M. T./MAUER, D. C. (2003): Cross-subsidies, External financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value, in: *Review of Financial Studies*, 16. Jg., H. 4, S. 1167-1201.
- BINDER, J. J. (1985): On the Use of the Multivariate Regression Model in Event Studies, in: *Journal of Accounting Research*, 23. Jg., H. 1, S. 370-383.
- BINDER, J. J. (1998): The Event Study Methodology Since 1969, in: *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11. Jg., H. 2, S.111-137.
- BLACK, B. S./GRUNDFEST, J. A. (1988): Shareholder Gains From Takeovers and Restructurings Between 1981 and 1986: \$162 Billion is a Lot of Money, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 1. Jg., H. 1, S. 5-15.
- BLACK, B. S. (1989): Bidder Overpayment in Takeovers, in: *Stanford Law Review*, 41. Jg., H. 3, S. 597-660.
- BLAIR, C. R./HIGGINS, J. J. (1980): The Power of t and Wilcoxon Statistics – A Comparison, in: *Evaluation Review*, 4. Jg., H. 5, S. 645-656.

- BLANTON, P. B./PERRETT, A. N./TAINO, E. A. (2000): Unlocking Hidden Value: Realizing Value through Spin-Offs, Carve-Outs, Split-Offs and Tracking Stock, in: Credit Suisse First Boston (Hrsg.): Equity Research, 2000.
- BLEYMÜLLER, J./GEHLERT, G./GÜLICHER, H. (2002): Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, 13. Aufl., München 2002.
- BODDEWYN, J. J. (1983): Foreign and Domestic Divestment and Investment Decisions: Like or Unlike, in: *Journal of International Business Studies*, 14. Jg., H. 3, S. 23-35.
- BODIE, Z./KANE, A./MARCUS, A. J. (2009): Investments, 8. Aufl., New York 2008.
- BODNAR, G. M./TANG, C./WEINTROP, J. (2000): Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification, Working Paper, Philadelphia, Wharton School - Weiss Center for International Financial Research.
- BOER, D./BROUNEN, D./VELD, H. O. (2005): Corporate Focus and Stock Performance International Evidence from Listed Property Markets, in: *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 31. Jg., H. 3, S. 263-281.
- BÖHMER, E./MUSUMECI, J./POULSEN, A. B. (1991): Event-study Methodology Under Conditions of Event-induced Variance, in: *Journal of Financial Economics*, 30. Jg., H. 2, S. 253-272.
- BÖHMER, E./LÖFFLER, Y. (1999): Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 51. Jg., H. 4, S. 299-324.
- BOEMLE, M./STOLZ, C. (2002): Unternehmensfinanzierung, 13. Aufl., Zürich 2002.
- BÖLLHOFF, D. (2009): Demerger-Management: Eine Empirische Analyse, Wiesbaden 2009, zugl.: Münster, Univ., Diss., 2009.
- BOLTON, P./SCHARFSTEIN, D. S. (1998): Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations, in: *Journal of Economic Perspectives*, 12. Jg., H. 4, S. 95-114.
- BOOT, A. (1992): Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers, in: *Journal of Finance*, 47. Jg., H. 4, S. 1401-1423.
- BORN, K. (2003): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Stuttgart.

- BORNER, H. (1999): Überlegungen zum Markt für Unternehmenskontrolle, in: *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften / Review of Economics*, 50. Jg., H. 2, S. 195-212.
- BORTZ, J. (2005): Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler, 6., vollst. überarb. u. aktualisierte Aufl., Berlin u. a. 2005.
- BOSTON CONSULTING GROUP (2013): Divide and Conquer – How Successful M&A Deals Split the Synergies, via: <http://www.bcg.de/documents/file130658.pdf> (zuletzt abgerufen am 17.10.2013).
- BOWMAN, E. H./SINGH, H. (1990): Overview of Corporate Restructuring: Trends and Consequences, in: ROCK, M. L./ROCK, R. H. (Hrsg.): *Corporate Restructuring*, New York, S. 8-22.
- BOWMAN, E. H./SINGH, H. (1993): Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm, in: *Strategic Management Journal*, 14. Jg., H. 1, S. 5-14.
- BOWMAN, R. G. (1983): Understanding and Conducting Event Studies, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, 10. Jg., H. 4, S. 561-584.
- BRADLEY, M./DESAL, A./KIM, E. A. (1988): Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, in: *Journal of Financial Economics*, 21. Jg., H. 1, S. 3-40.
- BRADLEY, M./JARRELL, G. A. (1988): Comment, in: COFFEE, J. C./LOWENSTEIN, L./ROSE-ACKERMAN, S. (Hrsg.): *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, Oxford u. a., S. 253-259.
- BRAUER, M. (2006): What Have We Acquired and What Should We Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda, in: *Journal of Management*, 32. Jg., H. 6, S. 751-785.
- BREALEY, L. L./MYERS, S. C. (2003): *Principles of Corporate Finance*, 7. Aufl., New York u. a. 2003.
- BREMER, R./ZHANG, Z. (2007): Extensions of the Standardized Cross-Sectional Approach to Short-Horizon Event Studies, in: *Journal of Financial Research*, 30. Jg., H. 4, S. 495–513.
- BROWN, S. J./WARNER, J. B. (1980): Measuring security price performance, in: *Journal of Financial Economics*, 8. Jg., H. 3, S. 205-258.

- BROWN, S. J./WARNER, J. B. (1985): Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies, in: *Journal of Financial Economics*, 14. Jg., H. 1, S. 3-31.
- BRÜGGEHOFF, J. (1992): Management von Desinvestitionen, Wiesbaden 1992, zugl.: Bochum, Univ., Diss., 1991.
- BRÜHL, V. (2000): Finanzwirtschaftliche Synergieeffekte durch Mergers & Acquisitions, in: *Die Bank*, 8. Jg., S. 521-527.
- BRUHN, M. (2004): Marketing, 7. überarb. Aufl., Wiesbaden 2004.
- BRUNER, R. F./EADES, K. M./HARRIS, R. S./HIGGINS, R. C. (1998), Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis, in: *Financial Practice and Education*, 8. Jg., H. 1, S. 13-28.
- BRUSCO, S./PANUNZI, F. (2005): Reallocation of Corporate Resources and Managerial Incentives in Internal Capital Markets, in: *European Economic Review*, 49. Jg., H. 3, S. 659-681.
- BUCHHOLZ, A. K./LUBATKIN, M./O'NEILL, H. M. (1999): Seller Responsiveness to the Need to Divest, in: *Journal of Management*, 25. Jg., H. 5, S. 633-652.
- BUCKLEY, F. H. (1991): The Divestiture Decision, in: *Journal of Corporation Law*, 16. Jg., H. 4, S. 805-859.
- BUCKLEY, B./CASSON, M. (1976): The Future of the Multinational Enterprise, London 1976.
- BURCH, T. R./NANDA, V. (2003): Divisional Diversity and the Conglomerate Discount: Evidence From Spin-offs, in: *Journal of Financial Economics*, 70. Jg., H. 1, S. 69-98.
- BURMANN, C. (2002): Strategische Flexibilität und Strategiewechsel als Determinanten des Unternehmenswerts, Wiesbaden 2002, zugl.: Münster, Univ., Habil.-Schr., 2001.
- BÜHLER, R. (2000): Der Spin-off als Instrument zur Unternehmensumstrukturierung: Darstellung unter Gesichtspunkten der Wertsteigerung, zugl.: Basel, Univ., Diss., 2000.
- BÜHNER, T. (2004): Unternehmensabsplattungen als Wertsteigerungsinstrument - Eine empirische Untersuchung von Equity Carve-outs und Spin-Offs in Europa, Hamburg 2004, zugl.: Freiburg, Univ., Diss., 2004.

- BÜHNER, R. (2002): Fusionen aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: FRANK, W./RAMSER, H.-J./STADLER, M. (Hrsg.): Fusionen, Tübingen 2002, S. 53-65.
- BÜHNER, R./SPINDLER, H. (1986): Synergieerwartungen bei Unternehmenszusammenschlüssen, in: *Der Betrieb*, 39. Jg., H. 12, S. 601-606.
- BÜHNER, R./WEINBERGER, H.-J. (1991): Cash-Flow und Shareholder-Value, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 1. Jg., H. 3, S. 187-208.
- BÜSCHEMANN, K.-H. (2010) Shareholder-Value-Lehre: Die blödeste Idee der Welt, in: Die Süddeutsche vom 17.05.2010, via: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/shareholder-value-lehre-die-bloedeste-idee-der-welt-1.405826> (zuletzt abgerufen am 17.10.2013).
- BUSHMAN, R./QUEN, Q./ENGEL, E./SMITH A. (2004): Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems, in: *Journal of Accounting and Economics*, 37. Jg., H. 2, S. 167-201.
- BUSHNELL, J. B./CHONG, H./MANSUR, E. T. (2011): Profiting from Regulation: An Event Study of the European Carbon Market, Working Paper, Energy Institute at Haas, Univ. Berkeley.
- CABLE, J./HOLLAND, K. (1999): Modeling Normal Returns in Event Studies: A Model-selection Approach and Pilot Study, in: *The European Journal of Finance*, 5. Jg., H. 4, S. 331-341.
- CAMPA, J. M./KEDIA, M. (2002): Explaining the Diversification Discount, in: *Journal of Finance*, 57. Jg., H. 4, S. 1731-1762.
- CAMPBELL, A. (1997): Stakeholders: The Case in Favour, in: *Long Range Planning*, 30. Jg., H. 3, S. 446-449.
- CAMPBELL, J. Y./LO, A. W./MACKINLEY, A. C. (1997): *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton 1997.
- CAMPBELL, A./GOOLD, M. (1998): *Synergy. Why Links between Business Units Often Fail and How to Make Them Work*, Oxford 1998.
- CANTWELL, J./FAI, F. (1999): Firms at the Source of Innovation and Growth: The Evolution of Technological Competence, in: *Journal of Evolutionary Economics*, 9. Jg., H. 3, S. 331-366.

- CARAYANNIS, C. G./EVERETT, M. R./KAZUO, K./ALLBRITTON, M. M. (1998): High Technology Spin-offs From Government R&D Laboratories and Research Universities, in: *Technovation*, 18. Jg., H. 1, S. 1-11.
- CAVES, R. E. (1971): International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment, in: *Economica*, 28. Jg., H. 149, S. 1-27.
- CAYTAS, I. G./MAHARI, J. I. (1988): Im Banne des Investment Banking, Zürich 1988.
- CHAKRABARTI, R./HUANG, W./JAYARAMAN, N./LEE, J. (2005): Price and Volume Effects of Changes in MSCI Indices – Nature and Causes, in: *Journal of Banking & Finance*, 29. Jg., H. 5, S. 1237-1264.
- CHANDLER, A. D. (1990): Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism, Cambridge 1990.
- CHANNON, D. K. (1973): The Strategy and Structure of British Enterprise, London 1973.
- CHARIFZADEH, M. (2002): Corporate Restructuring: Ein wertorientiertes Entscheidungsmodell, Köln 2002, zugl.: Oestrich-Winkel, European Business School, Diss., 2002.
- CHATTERJEE, S. (1986): Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms, in: *Strategic Management Journal*, 7. Jg., H. 2, S. 119-140.
- CHATTERJEE, S./WERNERFELT, B. (1994): The Link Between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence, in: *Strategic Management Journal*, 12. Jg., H. 1, S. 33-48.
- CHEMMANUR, T. J./PAEGLIS, I. (2000): Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 14. Jg., H. 2, S. 102-114.
- CHEN, S. S./CHEN, I. J. (2011): Inefficient Investment and the Diversification Discount: Evidence From Corporate Asset Purchases, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, 38. Jg., H. 7-8, S. 887-914.
- CHEVALIER, J. (2004): What Do We Know About Cross-subsidization? Evidence From Merging Firms, in: *Advances in Economic Analysis & Policy*, 4. Jg., H. 1, S. 1-27.

- CHIESA, V./MANZINI, R. (1997): Competence-based Diversification, in: *Long Range Planning*, 30. Jg., H. 2, S. 209-217.
- CHOUDHURY, N. (1979): The Decision to Disinvest, in: *Accountancy*, 90. Jg., H. 1027, S. 106-110.
- CLAESSENS, S./DJANKOV, S./FAN, J. P./LANG, L. H. (1998): Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation, Working Paper, World Bank.
- CLARKSON, P./GUEDES, J./THOMPSON, R. (1996): On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31. Jg., H. 1, S. 69-84.
- COASE, R. H. (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica*, 4. Jg., H. 16, S. 386-405.
- COASE, R. H. (1960): The Problem of Social Cost, in: *Journal of Law and Economics*, 3. Jg., S. 1-44.
- COENENBERG, A. G./HENES, F. (1995): Der Informationsgehalt der Zwischenberichtspublizität nach §44b Börsengesetz, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 47. Jg., H. 11, S. 969-995.
- COENENBERG, A. G./SAUTTER, M. T. (1988): Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, in: *Die Betriebswirtschaft*, 48. Jg., H. 6, S. 691-710.
- COHEN, B. D./DEAN, T. J. (2005): Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy as a Capital Market Signal, in: *Strategic Management Journal*, 26. Jg., H. 7, S. 683-690.
- COLAK, G./WHITED, T. M. (2007): Spin-offs, Divestitures, and Conglomerate Investment, in: *Review of Financial Studies*, 20. Jg., H. 3, S. 557-595.
- COMMENT, R./JARRELL, G. A. (1995): Corporate Focus and Stock Returns, in: *Journal of Financial Economics*, 37. Jg., H. 1, S. 67-87.
- COPELAND, T. E./WESTON, J. F./SHASTRI, K. (2008): Finanzierungstheorie und Unternehmenspolitik – Konzepte der kapitalmarktorientierten Unternehmensführung, 4., aktualisierte Aufl., München 2008.

- COPELAND, T./LEMGRUBER, E./MAYERS, D. (1987): Corporate Spin-offs: Multiple announcements and ex-date Abnormal Performance, in: COPELAND, T. (Hrsg.): Modern Finance and Industrial Economics: Essays in the Honor of Fred Weston, 8. Aufl., Oxford 1987, S. 114-137.
- COPELAND, T./KOLLER, T./MURRIN, J. (2002), Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 3. Auflage, Frankfurt a. M. 1993.
- CORRADO, C. J. (1989): A Nonparametric Test for Abnormal Security-price Performance in Event Studies, in: *Journal of Financial Economics*, 23. Jg., H. 2, S. 385-395.
- CORRADO, C. J./TRUONG, C. (2008): Conducting Event Studies with Asia-Pacific Security Market Data, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, 6. Jg., H. 5, S. 493-478.
- CORRADO, C. J. (2011): Event Studies: A Methodology Review, in: *Journal of Accounting and Finance*, 51. Jg., H. 1, S. 207-234.
- COWAN, A. R. (1992): Nonparametric Event Study Tests, in: *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2. Jg., H. 4, S. 343-358.
- CROCI, E. (2007): Corporate Raiders, Performance and Governance in Europe, in: *European Financial Management*, 13. Jg., H. 5, S. 949-978.
- CUSATIS, P./MILES, J./WOOLRIDGE, J. (1993): Restructuring Through Spinoffs: The Stock Market Evidence, in: *Journal of Financial Economics*, 33. Jg., H. 3, S. 293-311.
- CYBO-OTTONE, A./MURGIA, M. (2000): Mergers and Shareholder Wealth in European Banking, in: *Journal of Finance*, 24. Jg., H. 6, S. 831-859.
- DALEY, L. /MEHROTRA, V./SIVAKUMAR, R. (1997): Corporate Focus and Value Creation Evidence From Spinoffs, in: *Journal of Financial Economics*, 45. Jg., H. 2, S. 257-281.
- DAMODARAN, A. (2001), Corporate Finance: Theory and Practice, 2. Aufl., New York u. a. 2001.
- DAMODARAN, A. (2002), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2. Aufl., New York u. a. 2002.

- DANN, L. (1981): Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, in: *Journal of Financial Economics*, 9. Jg., H. 2, S. 113-138.
- DAVIS, F. F./STOUT, S. K. (1992): Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis, in: *Administrative Science Quarterly*, 37. Jg., H. 4, S. 605-633.
- DAVIS, R./DUHAIME, I. M. (1992): Diversification, Vertical Integration, and Industry Analysis: New Perspectives and Measurement, in: *Strategic Management Journal*, 13. Jg., H. 7, S. 511-524.
- DCGK (2013): Deutscher Corporate Governance Kodex i. d. F. vom 13. Mai 2013, via: [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex\\_2013/D\\_CorGov\\_Endfassung\\_Mai\\_2013.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2013/D_CorGov_Endfassung_Mai_2013.pdf) (zuletzt abgerufen am 27.11.2013).
- DE PAMPHILIS, D. M. (2012): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities – An integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, 6. Aufl., Amsterdam u. a., 2012.
- DE VROOM, H. J./VAN FREDRIKSLUST, R. A. (1999): Shareholder Wealth Effects of Corporate Spin-offs: The Worldwide Experience 1990-1998, Rotterdam, Working paper, Erasmus Univ., Rotterdam School of Management 1999.
- DELINGAT, A. (1996): Unternehmensübernahmen und Agency-Theorie: Konflikte zwischen Management, Aktionären und Fremdkapitalgebern um Verfügungsrechte über Ressourcen, Köln, Univ., Diss., 1996.
- DEMSETZ, H. (1983): The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, in: *Journal of Law and Economics*, 26. Jg., H. 2, S. 375-390.
- DEMSETZ, H./LEHN, K. (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, in: *Journal of Political Economy*, 93. Jg., H. 6, S. 1155-1177.
- DENIS, D. J./DENIS, D. K./SARIN, A. (1997): Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification, in: *Journal of Finance*, 52. Jg., H. 1, S. 135-160.
- DENIS, D. J./DENIS, D. K./YOST, K. (2002): Global Diversification, Industrial Diversification and Firm Value, in: *Journal of Finance*, 57. Jg., H. 5, S. 1951-1979.
- DENIS, D./THOTHADRI, B. (1997): Internal Capital Markets, Growth Opportunities, and the Valuation Effects of Corporate Diversification, Working Paper, Purdue Univ. 1997.

- DENNING, K. C. (1988): Spin-offs and Sales of Assets: An Examination of Security Returns and Divestment Motivations, in: *Accounting and Business Research*, 19. Jg., H. 73, S. 32-42.
- DESAI, H./JAIN, P. C. (1999): Firm Performance and Focus: Long-run Stock Market Performance Following Spinoffs, in: *Journal of Financial Economics*, 54. Jg., H. 1, S. 75-101.
- DIGMAN, L. A. (1986): *Strategic Management*, Plano 1986.
- DITTMAR, A. (2004): Capital Structure in Corporate Spin-Offs, in: *Journal of Business*, 77. Jg., H. 1, S. 2004, S. 9-43.
- DITTMAR, A./SHIVDASANI, A. (2003): Divestitures and Divisional Investment Policies, in: *Journal of Finance*, 58. Jg., H. 6, S. 2711-2744.
- DIERICKX, I./COOL, K. (1989): Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage, in: *Management Science*, 35. Jg., H. 12, S. 1504-1511.
- DIMITROV, V./TICE, S. (2006): Corporate Diversification and Credit Constraints: Real Effects Across the Business Cycle, in: *Review of Financial Studies*, 19. Jg., H. 4, S. 1465-1498.
- DIMSON, E./MARSH, P. R. (1983): The Stability of UK Risk Measures and the Problem of Thin Trading, in: *Journal of Finance*, 38. Jg., H. 3, S. 753-783.
- DIXON, H. D. (1994): Inefficient Diversification in Multi-market Oligopoly with Diseconomies of Scope, in: *Economica*, 61. Jg., H. 242, S. 213-219.
- DÖHRMANN, A. (1990): *Underpricing oder Fair Value: Das Kursverhalten deutscher Erstemissionen*, Wiesbaden 1990, zugl.: Hamburg, Univ., Diss., 1989.
- DÖRSCHHELL, A./FRANKEN, L./SCHULTE, J. (2009), *Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung*, Düsseldorf 2009.
- DOLLEY, J. C. (1933): Characteristics and Procedure of Common Stock Split-ups, in: *Harvard Business Review*, 11. Jg., H. 3, S. 316-326.
- DONALDSON, D. (1984): *Managing Corporate Wealth*, New York 1984.
- DONALDSON, L. (1994): *Corporate Restructuring: Managing the Change Process From Within*. Boston 1994.
- DORFLEITNER, G. (2002): Stetige Versus Diskrete Renditen: Überlegungen zur Richtigen Verwendung Beider Begriffe in Theorie und Praxis, in: *Kredit und Kapital*, 35. Jg., S. 216-241.

- DOUKAS, J. A./KAN, O. B. (2008): Investment Decisions and Internal Capital Markets: Evidence From Acquisitions, in: *Journal of Banking and Finance*, 32. Jg., H. 8, S. 1484-1498.
- DRAINIKOFF, L./KOLLER, T./SCHNEIDER, A. (2002): Divestiture: Strategy's Missing Link, in: *Harvard Business Review*, 80. Jg., H. 5, S. 74-83.
- DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. (2007), Unternehmensbewertung, 5., überarb. und erw. Aufl., München 2007.
- DRUKARCZYK, J. (1980): Finanzierungstheorie, München 1980.
- DRUNEN VAN, M. (2010): Funktionsdefizite in Regelungen Zum Aufsichtsrat im Deutschen und Niederländischen Recht, Berlin 2010.
- DUCHIN, R. (2010): Cash Holdings and Corporate Diversification, in: *Journal of Finance*, 65. Jg., H. 3, S. 955-992.
- DUCHIN, R./SOSYURA, D. (2011): Divisional Managers and Internal Capital Markets, Working Paper, Ann Arbor, Ross School of Business, Univ., 2011.
- DYCKMAN, T./PHILBRICK, D./STEPHAN, J. (1984): A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach, in: *Journal of Accounting Research*, 22. Jg., S. 1-30.
- DYLLICK, T. (1989): Ökologisch Bewusste Unternehmensführung: Der Beitrag der Managementlehre, in: Schriftenreihe Ö.B.U./A.S.I.E.G.E, St. Gallen, 1989.
- EASTERBROOK, F. H. (1991): High-yield Debt as an Incentive Device, in: *International Review of Law and Economics*, 11. Jg., H. 2, S. 183-201.
- EASTERBROOK, F. H./FISCHEL, D. R. (1991): The Economic Structure of Corporate Law, Boston 1991.
- EATON, B. C./LEMICHE, S. Q. (1991). The Geometry of Supply, Demand, and Competitive Market Structure With Economies of Scope, in: *American Economic Review*, 81. Jg., H. 4, S. 901-911.
- EBERL, S. (2008): Licht und Schatten Zentralisierter Kapitalallokation – Die Wirkung Interner Kapitalmärkte auf den Unternehmenswert, Working Paper, Hohenheim, Univ., 2008.
- EBERL, S./HACHMEISTER, D. (2010): Ineffiziente Quersubventionierung in internen Kapitalmärkten: Ein Erklärungsansatz auf Basis der Cumulative Prospect Theory, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Sonderheft 3/2010, S. 115-146.

- ECKARDT, J. (1999): Kurz- und langfristige Kurseffekte beim Erwerb von Beteiligungen deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften, Lohmar 1999.
- ECKBO, B. E. (1985): Mergers and the Market Concentration Doctrine: Evidence From the Capital Market, in: *Journal of Business*, 58. Jg., H. 3, S. 325-349.
- ECKBO, B. E./MAKSIMOVIC V./WILLIAMS, J. (1990): Consistent Estimation of Cross-sectional Models in Event Studies, in: *Review of Financial Studies*, 3. Jg., H. 3, S. 343-365.
- ECKBO, B. E./THORBURN, K. (2000): Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35. Jg., H. 1, S. 1-25.
- EDWARDS, C. D. (1955): Conglomerate Bigness as a Source of Power, in: National Bureau Committee for Economic Research (Hrsg.): *Business Concentration and Price Policy*, Princeton 1955, S. 331-360.
- EHRHARDT, O./KOERSTEIN, R. (2001): Der Einfluss der Benchmarkwahl auf das Ergebnis Langfristiger Ereignisstudien, in: *OR Spektrum*, 23. Jg., H. 4, S. 445-475.
- EISELT, A./MÜLLER, S. (2011): IFRS: Gestaltung und Analyse von Jahresabschlüssen – Instrumente und Potenziale von Bilanzpolitik und Bilanzanalyse, Berlin 2011.
- EISENHARDT, K. M. (1989): Building Theories from Case Study Research; in: *The Academy of Management Review*, 14. Jg., H. 4, S. 532-550.
- ELFRING, T./FOSS, N. J. (1997): Corporate Renewal Through Internal Venturing and Spin-offs: Perspectives From Organizational Economics, Working Paper, Rotterdam School of Management 1997.
- ELSAS, R./LÖFFLER, Y. (2001): Equity Carve-outs and Corporate Control in Germany, Working Paper, Frankfurt a. M., Goethe-Univ., 2001.
- ELSAS, R./LÖFFLER, Y. (2003): Universal Banks, Corporate Control and Equity Carve-outs in Germany, Working Paper, Frankfurt a. M., Goethe-Univ., 2003.
- EMANS, H. (1988): Konzepte zur strategischen Planung, in: HENZLER, H.A. (Hrsg.): *Handbuch strategische Führung*, Wiesbaden 1988, S. 109-131.
- ERDORF, S./HARTMANN-WENDELS, T./HEINRICHS, N./MATZ, M. (2012): Corporate Diversification and Firm Value: A Survey of Recent Literature, Working Paper, Köln, Univ., 2012.

- ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2010): Unternehmensbewertungen Erstellen und Verstehen, 4. Aufl., München 2010.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (2010): Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices, accompanying document to the GREEN PAPER Corporate governance in financial institutions and remuneration policies, via: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/17/031/1703112.pdf> (zuletzt abgerufen am 17.11.2013).
- FACCIO, M./MCCONNELL, J. J./STOLIN, D. (2006): Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41. Jg., H. 1, S. 197-220.
- FAHRMEIR, L./KÜNSTLER, R./PIGEOT, I./TUTZ, G. (2010): Statistik: Der Weg zur Datenanalyse, 7. Aufl., Berlin 2010.
- FALKENSTEIN, E./BORAL, A./CARTY, L. (2000): "RiskCalc For Private Companies: Moody's Default Model, in: *Global Credit Research*, via: <http://www.efalken.com/papers/riskcalc.pdf> (zuletzt abgerufen am 17.10.2013).
- FALLGATTER, M. J. (2007): Junge Unternehmen – Charakteristika, Potenziale, Dynamik, Stuttgart 2007.
- FAMA, E. F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: *Journal of Finance*, 25. Jg., H. 2, S. 383-417.
- FAMA, E. F. (1976): Foundations of Finance, New York 1976.
- FAMA, E. F. (1991): Efficient Capital Markets II, in: *Journal of Finance*, 46. Jg., H. 5, S. 1575-1617.
- FAMA, E. F. (1998): Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance, in: *Journal of Financial Economics*, 49. Jg., H. 3, S. 283-306.
- FAMA, E. F./FISHER, L./JENSEN, M. C./ROLL, R. (1969): The Adjustment of Stock Prices to New Information, in: *International Economic Review*, 10. Jg., H. 1, S. 1-21.
- FAMA, E. F./FRENCH, K. R. (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, in: *Journal of Financial Economics*, 33. Jg., H. 1, S. 3-56.
- FASB (FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD) (1997): Statement of Financial Accounting Standards 131: Disclosures about Segments of an Enterprise and Related Information, i. d. F. vom Juni 1997.

- FAUVER, L./HOUSTON, J./NARANJO, A. (2003): Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-country Analysis, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 38. Jg., H. 1, S. 135-157.
- FECHEL, A. (2001): Wertorientiertes Strategisches Management von Mehrgeschäfts-Unternehmungen, Wiesbaden 2001, zugl.: Zürich, Univ., Diss, 1999.
- FERDINAND, A./FESTEL, G. (2001): „Mergers & Acquisitions“ und „Post-Merger-Integration“ in der Chemischen Industrie, in: FESTEL, G./HASSAN, A./LEKER, J./BAMELIS, P. (Hrsg): Betriebswirtschaftslehre für Chemiker, S. 136-150.
- FICHTNER, K. (2008): Strategisches Risiko- und Diversifikationsmanagement, Chemnitz 2008, zugl.: Chemnitz, Techn. Univ., Diss., 2008.
- FISHER, I. (1930): The Theory of Interest, New York 1930.
- FLEISCHER, H. (2011): Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, Institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 40. Jg., H. 2, S. 155-181.
- FLICK, U. (1991): Qualitative and Quantitative Research, London 1991.
- FOSBERG, R. H./ROSENBERG, S. (2003): Agency Cost Control, in: *Journal of American Academy of Business*, 3. Jg., S. 299-303.
- FOSTER, G. (1980): Accounting Policy Decisions and Capital Market Research, in: *Journal of Accounting and Economics*, 2. Jg., H. 1, S. 29-62.
- FREEMAN, R. E. (1984): Strategic Management: A Stakeholder Approach, Boston 1984.
- FREILING, J. (2001): Resource-based View und Ökonomische Theorie: Grundlagen und Positionierung des Ressourcenansatzes, Wiesbaden 2001.
- FRIEDMAN, M. (1976): Kapitalismus und Freiheit, München 1976.
- FRIEDLI, T. (2003): Strategisches Produktionsmanagement - Management produzierender Unternehmen im Spannungsfeld zwischen Fokus und Flexibilität, St. Gallen, Univ. Diss., 2003.
- FRIEDRICH VON DEN EICHEN, S. A. (2002): Kräftekonzentration in der Diversifizierten Unternehmung – Eine Ressourcenorientierte Betrachtung der Desinvestition, Wiesbaden 2002, zugl.: Innsbruck, Univ. Diss. 2002.

- FRIEDRICH VON DEN EICHEN, S. A./HINTERHUBER, H. H. (2000): Mehrwert durch Diversifikation?, in: HINTERHUBER, H. H./FRIEDRICH VON DEN EICHEN, S. A., MATZLER, K. H./PECHLANER, H. (Hrsg.): Die Zukunft der diversifizierten Unternehmung, München 2000, S. 3-33.
- FU, H. (2003): Information Asymmetry and the Market Reaction to Equity Carve-outs, Working Paper, Minnesota, Univ., 2003.
- FUNK, C. (2008): Gestaltung effizienter interner Kapitalmärkte in Konglomeraten, in: REICHMANN, T./WELGE, M. K. (Hrsg.): Controlling und Management, Frankfurt a.M. 2008, zugl.: Dortmund, Univ., Diss., 2007.
- GANTENBEIN, P./GEHRIG, M. (2007), Moderne Unternehmensbewertung – Bewertungsziel mit Methodenmix erreichen, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 09/2007.
- GANTENBEIN, P. (2010): Diversifikation: Wertschöpfung oder Wertvernichtung, in: LEIBFRIED, P./SCHÄFER, D. (Hrsg.): 25 Jahre Unternehmertum – Festschrift für Giorgio Behr, Zürich 2010, S. 69-78.
- GANZ, M. (1991): Die Erhöhung des Unternehmenswerts durch die Strategie der externen Diversifikation, Bern 1991.
- GÄRTNER, R. (2009): Der Einfluss von Stakeholder-Gruppen auf den Strategieprozess: Kanalisierung von Emergenz am Beispiel externer Stakeholder, Hamburg 2009.
- GAUGHAN, P. A. (2011): Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, 5. Aufl. New York 2011.
- GAUTIER, A./HEIDER, F. (2005): The Benefit and Cost of Winner-picking: Redistribution vs. Incentives, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 165. Jg., H. 4, S. 622-649.
- GEBERT, F. (1983): Diversifikation und Organisation, Frankfurt a. M. u. a. 1983.
- GEHRKE, H.-J. (1999): Desinvestitionen Erfolgreich Planen und Steuern, München 1999.
- GEIDNER, A. (2009): Der Wandel der Unternehmensführung in Buyouts, Wiesbaden 2009, zugl. München, Techn. Univ., Diss., 2008.
- GELHAUSEN, F. (1948): Probleme der Bewertung von Unternehmen, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, 1. Jg., S. 5-10.

- GERARD, B./SILBERMAN, M. L. (1994): Spinoff Gains and Economic Efficiency: The Operating Performance of Parents and Spun Off Subsidiaries, Working Paper, University of Southern California, Los Angeles 1994.
- GERTNER, R./POWERS, E./SCHARFSTEIN, D. (2002): Learning About Internal Capital Markets From Corporate Spinoffs, in: *Journal of Finance*, 57. Jg., H. 6, S. 2479-2506.
- GILDEMEISTER, A. (2008): Synergiebewertung: Identifikation und Quantifizierung von Synergien im M&A-Kontext, Norderstedt 2008.
- GILLIES, C. (2011): Abkehr vom schnellen Geld - Die Shareholder-Value-Strategie hat ausgedient, gefragt sind langfristige Unternehmensziele, in: Financial Times Deutschland vom 14.10.2011, S. 3, via: [http://www.malik-management.com/pdfs/presse/financial-times-deutschland\\_\\_14-10-2011\\_zeitungoriginal.pdf](http://www.malik-management.com/pdfs/presse/financial-times-deutschland__14-10-2011_zeitungoriginal.pdf) (zuletzt abgerufen am 17.10.2013).
- GILLAN, S. L./STARKS, L. T. (1997): Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors, Working Paper, Univ. of Hong Kong.
- GILSON, S./HEALY, P. M./NOE, C.F./PALEPU, K. G. (2001): Analyst Specialization and Conglomerate Stock Breakups, in: *Journal of Accounting Research*, 39. Jg., H. 3, S. 565-582.
- GLAUM, M. (1998): Kapitalmarktorientierung deutscher Unternehmen. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. C&L Industriestudie, Frankfurt a.M. 1998.
- GLAUM, M./LINDEMANN, J./FRIEDRICH, N. (2006): Erfolg von Mergers & Acquisitions, in: WIRTZ, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden 2006, S. 289-311.
- GLASER, M./LOPEZ DE SILANES, F./SAUTNER, Z. (2013): Opening the Black Box : Internal Capital Markets and Managerial Power, in: *Journal of Finance*, 68. Jg., H. 4, S. 1577-1631.
- GLASER, M./MÜLLER, S. (2010): Is the Diversification Discount Caused by the Book Value Bias of Debt?, in: *Journal of Banking and Finance*, 34. Jg., H. 10, S. 2307-2317.
- GOERKE, B. (2009), Event-Studies, in: ALBERS, S./KLAPPER, D./KONRADT, U./WALTER, A./WOLF, J. (Hrsg.): Methodik der empirischen Forschung, 3., überarb. und erw., Aufl., Kiel 2009, S. 467-484.

- GÖTZE, U./MIKUS, B. (1999): Strategisches Management, Chemnitz 1999.
- GOMEZ, P. (1993): Wertmanagement – Vernetzte Strategien für Unternehmen im Wandel, Düsseldorf u. a. 1993.
- GOOLD, M./ALEXANDER, M./CAMPBELL, A. (1994): Corporate-Level Strategy: Creating Value in the Multibusiness Company, New York 1994.
- GOPOLAN, R./XIE, K. (2008): Conglomerates and Industry Distress, Working Paper, Olin Business School, Washington University.
- GORT, M. (1962): Diversification and Integration in American Industry, Princeton 1962.
- GRAHAM, J. R./LEMMON, M. L./WOLF, J. G. (2002): Does Corporate Diversification Destroy Value?, in: *Journal of Finance*, 57. Jg., H. 2, S. 695-720.
- GRAML, R. (1996): Unternehmenswertsteigerung durch Desinvestitionen – Eine Analyse Unter besonderer Berücksichtigung des Management Buy-Out, Frankfurt a. M. u. a. 1996.
- GRANGER, C. W./MORGENSTERN, O. (1970): Predictability of Stock Market Prices, Lexington 1970.
- GRANT, R. M. (2005): Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications, Malden 2005.
- GRESSLE, M. E. (1990): Corporate Restructuring. The Theme of the 1980s, in: CAIRES, B.D. (Hrsg.): Corporate Restructuring, London 1990, S. 45-64.
- GROSSFELD, B. (2002): Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4., überarb. Aufl., Köln 2002.
- GROSSMANN, S. J./STIGLITZ, J. E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: *The American Economic Review*, 70. Jg., H. 3, S. 393-408.
- GROSSMANN, S. J./HART, O. (1983): An Analysis of the Principal-Agent Problem, in: *Econometrica*, 51. Jg., H. 1, S. 7-45.
- GROSSMANN, S. J./HART, O. (1986): The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, in: *Journal of Political Economy*, 94. Jg., H. 4, S. 691-719.
- GRUBE, R./TÖPFER, A. (2002): Post-Merger-Integration, Stuttgart 2002.

- GRUCA, T. S./REGO, L. L. (2005): Customer Satisfaction, Cashflow, and Shareholder Value, in: *Journal of Marketing*, 69. Jg., H. 3, S. 115-130.
- GRUNDSATZKOMMISSION (2000): Corporate Governance-Grundsätze („Code of Best Practice“) für börsennotierte Gesellschaften, i. d. F. vom Juli 2000, via: <http://www.ecgi.org/codes/documents/code0700d.pdf> (zuletzt abgerufen am 17.11.2013).
- HABEL, M. (2000): Kerngeschäftsstrategien und Divestments aus Kapitalmarktsicht, Wiesbaden 2000.
- HABIB, M. A./JOHNSON, B. D./NAIK, N. Y. (1997): Spinoffs and Information, in: *Journal of Financial Intermediation*, 6. Jg., H. 2, S. 153-176.
- HACHMEISTER, D. (1999): Der Discounted Cashflow als Mass der Unternehmenswertsteigerung, 3., korr. Aufl., Frankfurt a.M., zugl.: München, Univ., Diss. 1994.
- HADLOCK, C./RYNGAERT, M./THOMAS, S. (2001): Corporate Structure and Equity Offerings: Are There Benefits to Diversification?, in: *Journal of Business*, 74. Jg., H. 4, S. 613–635.
- HAGEL, J./SINGER, M. (1999): Unbundling the Corporation, in: *Harvard Business Review*, 77. Jg., H. 2, S. 133-144.
- HAGHANI, S./VOLL, S./HOLZAMER, M./WARNIG, C. (2009): Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung, Roland Berger Studie, via: [http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland\\_Berger\\_Financial\\_Covenants\\_20090725.pdf](http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland_Berger_Financial_Covenants_20090725.pdf) (zuletzt abgerufen am 18.10.2013).
- HAGMAIER, A. (2008): Heute akquirieren – Sofort Profitieren, 2., erw. Aufl., Wiesbaden 2008.
- HAHN, D./HUNGENBERG, H. (2001): PuK: Planung und Kontrolle, Planungs- und Kontrollrechnung, wertorientierte Controllingkonzepte, 6., überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 2001.
- HAHN, D. (2006): Zweck und Entwicklung der Portfolio-Konzepte in der Strategischen Unternehmensplanung, in: HAHN, D./TAYLOR, B. (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung – Strategische Unternehmensführung, 9., überarb. Aufl. Heidelberg 1999, S. 215-248.
- HALEBLIAN, J./FINKELSTEIN, S. (1999): The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective, in: *Administrative Science Quarterly*, 44. Jg., H. 1, S. 29-56.

- HAMEL, G. (1994): The Concept of Core Competence, in: HAMEL, G./HEENE, A. (Hrsg.): *Competence-based Competition*, S. 11-34.
- HAND, J. R./SKANTZ, T. R. (1999): *Tax Planning in Initial Public Offering: The Case of Equity Carve-Outs*, Working Paper, Chapel Hill, Atlantic Univ.
- HANDELSBLATT (2012): Steinbrück fordert Abkehr vom Shareholder Value, in: *Handelsblatt* vom 4.9.2012, via: <http://videokatalog.handelsblatt.com/Wirtschaft/Finanzwirtschaft/video-Steinbr%C3%BCck-w%C3%BCnscht-sich-geordnete-Bankenabwicklungen-Interview-Interviews-394815.html> (zuletzt abgerufen am 17.10.2013).
- HARRIGAN, K. R. (1985): Vertical Integration and Corporate Strategy, in: *Academy of Management Journal*, 28. Jg., H. 2, S. 397-425.
- HARRIS, M./KRIEBEL, C. H./RAVIV, A. (1982): Asymmetric Information, Incentives and Intrafirm Resource Allocation, in: *Management Science*, 28. Jg., H. 6, S. 604–620.
- HART, O.D./MOORE, J. (1990): Property Rights and the Nature of the Firm, in: *Journal of Political Economy*, 98. Jg., H. 6, S. 1119-1158.
- HAUER, H. (2008): *Unternehmensabsaltungen als Instrument zur Wertsteigerung – Empirische Untersuchung von Unternehmensabsaltungen in Europa*, Saarbrücken 2008.
- HAUSER, S. E. (2003): *Informationsverarbeitung am Neuen Markt - Eine empirische Analyse der Determinanten von Kursreaktionen auf Ad-hoc-Meldungen*, Wiesbaden 2003, zugl.: Oestrich-Winkel, Europ. Business School, Diss., 2003
- HAWAWINI, G./SWARY, I. (1990): *Mergers and Acquisitions in the US Banking Industry: Evidence from Capital Markets*, Amsterdam 1990.
- HAYEK, F. A. (1945): The Use of Knowledge in Society, in: *American Economic Review*, 32. Jg., H. 4, S. 519-530.
- HAYEK, F. A. (1974): The Pretence of Knowledge: Nobel Memorial Lecture, in: *American Economic Review*, 79. Jg., H. 6, S. 3-7.
- HAYES, R. H. (1976): New Emphasis on Divestment Opportunities, in: *Harvard Business Review*, 50. Jg., H. 4, S. 55-64.

- HAYNES, M./THOMPSON, S./WRIGHT, M. (2003): The Determinants of Corporate Divestment: Evidence From a Panel of UK Firms, in: *Journal of Economic Behavior & Organization*, 52. Jg., H. 1, S. 146-166.
- HÉBERT, R. F./LINK, A. N. (1989): In Search of the Meaning of Entrepreneurship, in: *Small Business Economics*, 1. Jg., H. 1, S. 39-49.
- HEDLEY, B. (1977): Strategy and the Business Portfolio, in: *Long Range Planning*, 10. Jg., H. 1, S. 9-15.
- HEINEMANN, B./GRÖNIGER, B. (2005): Shareholder Value – Warum es auf den Unternehmenswert ankommt, in: HUNGENBERG, H./MEFFERT, J. (Hrsg.): *Handbuch Strategisches Management 2. Auflage*, Wiesbaden 2005.
- HELBLING, C. (1998), *Unternehmensbewertung und Steuern*, 9. Auflage, Düsseldorf 2009.
- HELBLING, C. (2002), 25 Grundsätze für die Unternehmensbewertung, in: *Der Schweizer Treuhänder* 09/2002.
- HELBLING, C. (1989): Unternehmenswertoptimierung durch Restrukturierungsmaßnahmen und durch Minimierung des Betrieblichen Substanzwerts, in: *Die Unternehmung*, 43. Jg., H. 3, S. 173-182.
- HELFAT, C. E./PETERAF, M. A. (2003): The Dynamic Resource-based View: Capability Lifecycles, in: *Strategic Management Journal*, 24. Jg., H. 10, S. 997-1010.
- HENDERSON JR., G. V. (1990): Problems and Solutions in Conducting Event Studies, in: *Journal of Risk and Insurance*, 57. Jg., H. 2, S. 282-306.
- HENZLER, H. (1988): Von der Strategischen Planung zur Strategischen Führung: Versuch einer Positionsbestimmung, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 58. Jg., H. 12, S. 1286-1307.
- HERING, T./OLBRICH, M. (2004): Der Ansatz des „Fair Value“ bei der Bilanzierung von Beteiligungen nach IAS 39 und seine Konsequenzen für das Beteiligungscontrolling, in: LITTKEMANN, J./ZÜNDORF, H. (Hrsg.): *Beteiligungscontrolling*, Berlin 2004, S. 707-720.
- HERMALIN, B. E./KATZ, M. L. (2000): Corporate Diversification and Agency, in: HAMMOND, P. J./MYLES, G. D. (Hrsg.): *Incentives, Organization, and Public Economics*, Oxford 2000.

- HERZOG, R. (1962): Der Substanzwert im Rahmen der Unternehmensbewertung, in: *Der Betrieb*, 15. Jg., S. 1615-1616.
- HILL, C. W. (1985): Diversified Growth and Competition: The Experience of Twelve Large UK Firms, in: *Applied Economics*, 17. Jg., H. 5, S. 827-847.
- HILL, C. W./HOSKISSON, R. E. (1987): Strategy and Structure in the Multiproduct Firm, in: *Academy of Management Review*, 12. Jg., H. 2, S. 331-341.
- HINTERHUBER, H. H. (1996): Strategische Unternehmensführung, Bd. 1, Strategisches Denken, 6. Aufl., Berlin.
- HIRSCHMAN, A. O. (1972): *Exit, Voice, and Loyalty*, Cambridge 1972.
- HIRSHLEIFER, J. (1970): *Investment, Interest, and Capital*, Upper Saddle River 1970.
- HITE, G. L./OWERS J. E. (1983): Security Price Reactions Around Corporate Spin-off Announcements, in: *Journal of Financial Economics*, 12. Jg., H. 4, S. 409-436.
- HOECHLE, D./SCHMID, M./WALTER, I./YERMACK, D. (2011): How Much of the Diversification Discount can be Explained by Poor Corporate Governance, Working Paper, New York, Univ., 2011.
- HOEFNER, K./POHL, A. (1994): Wertsteigerungs-Management – Das Shareholder-Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Frankfurt a. M. 1994.
- HÖPNER, M. (2005): Politisch-institutionelle Determinanten Aktionärsorientierter Reformen, Working Paper, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln 2005.
- HÖPNER, M. (2003): Wer beherrscht die Unternehmen – Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland, Frankfurt a. M. 2003.
- HOFMANN, E. (2004): Strategisches Synergie- und Dyssynergiemanagement, in: AL-LAHAM, A. (Hrsg.): *Planung, Organisation und Unternehmensführung*, Köln 2004.
- HOLSTROM, B./KAPLAN, S. N. (2001): Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s, in: *Journal of Economic Perspectives*, 15. Jg., H. 2, S. 121-144.
- HOMMEL, M./DEHMEL, I. (2006): *Unternehmensbewertung case by case*, 6. Aufl., Frankfurt a. M. 2006.
- HOMMEL, M./DEHMEL, I. (2013): *Unternehmensbewertung case by case*, 7., vollst. überarb. und erw. Aufl., Frankfurt a. M. 2013.

- HOMMEL, M./BRAUN, I./SCHMOTZ, T. (2001): Neue Wege in der Unternehmensbewertung – Kritische Würdigung des neuen IDW-Standards (IDW S 1) zur Unternehmensbewertung, in: *Der Betrieb*, 54. Jg., S. 341-347.
- HORVÁTH, P./HERTER, R./MICHEL, U. (1994): Wertorientiertes Management von strategischen Allianzen, in: HÖFNER, K./HÖFNER, A. (Hrsg.): Wertsteigerungs-Management – Das Shareholder-Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Frankfurt a.M. 1994, S. 227-263.
- HOSKISSON, R. E. (1987): Multidivisional Structure and Performance: The Diversification Strategy Contingency, in: *Academy of Management Journal*, 30. Jg., H. 4, S. 625-644.
- HOSKISSON, R. E./HITT, M.A. (1994): Downscoping: How to Tame the Diversified firm?, New York 1994.
- HOVAKIMIAN, G. (2011): Financial Constraints and Investment Efficiency: Internal Capital Allocation Across the Business Cycle, in: *Journal of Financial Intermediation*, 20. Jg., H. 2, S. 264-283.
- HOVERS, J. (1973): Wachstum durch Firmenkauf und Zusammenschluss, München 1973.
- HUBBARD, R. G./PALIA, D. (1999): A Re-examination of the Conglomerate Merger Wave of the 1960s: An Internal Capital Market View, in: *Journal of Finance*, 54. Jg., H. 3, S. 1131-1152.
- HUDDART, S. (1993): The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value, in: *Management Science*, 39. Jg., H. 11, S. 1407-1421.
- HÜFFNER, U. (2002): Kommentar zu § 305 AktG, in: Beck'sche Kurzkommentare – Aktiengesetz, 6., neu bearb. Aufl., München 2004.
- HULBURT, H./MILES, J./WOOLRIDGE, J. (2002): Value Creation From Equity Carve-outs, in: *Financial Management*, 31. Jg., H. 1, S. 83-100.
- HULL, J. (2012): Options, Futures and other Derivatives, 8. Aufl., 2012.
- HULL, J. /WHITE, A. D. (1998): Value at Risk when Daily Changes in Market Variables are not Normally Distributed, in: *Journal of Derivatives*, 5. Jg., H. 3, S. 9-19.
- HUNGENBERG, H. (1995): Zentralisation und Dezentralisation, Wiesbaden 1995.

- HUNGENBERG, H. (2001): Strategisches Management in Unternehmen, 2. Aufl., Wiesbaden 2001.
- HUNGENBERG, H. (2002): Fokussierung versus Diversifikation, in: GLAUM, M./HOMMEL U./THOMASCHESKI, D. (Hrsg.): Wachstumsstrategien internationaler Unternehmungen: Internes vs. externes Unternehmenswachstum, Stuttgart 2002, S. 21-40.
- HUSON, M. R./MACKINNON, G. (2003): Corporate Spinoffs and Information Asymmetry Between Investors, in: *Journal of Corporate Finance*, 9. Jg., H. 4, S. 481-503.
- HYLAND D. C./DILTZ J. D. (2002): Why Firms Diversify: An Empirical Examination, in: *Financial Management*, 31. Jg., H. 1, S. 51-81.
- IASB (INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD) (2011): International Accounting Standard 28 (IAS 28), Anteile an assoziierten Unternehmen und Joint Ventures, i. d. F. vom 12. Mai 2011.
- IDW (INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V.) (2008), IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) i. d. F. 2008, Stand 02.04.2008.
- INDERST, R./LAUX, C. (2005): Incentives in Internal Capital Markets: Capital Constraints, Competition, and Investment Opportunities, in: *Rand Journal of Economics*, 36. Jg., H. 1, S. 215-228.
- INDERST, R./MÜLLER, H. M. (2003): Internal Versus External Financing: An Optimal Contracting Approach, in: *Journal of Finance*, 58. Jg., H. 3, S. 1033-1062.
- IVASHINA, V./SCHARFSTEIN, D. (2010): Bank Lending During the Financial Crisis of 2008, in: *Journal of Financial Economics*, 97. Jg., H. 3, S. 319-338.
- JACQUEMIN, A. P./BERRY, C. H. (1979): Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth, in: *Journal of Industrial Economics*, 27. Jg., H. 4, S. 359-369.
- JÄHNCHEN, S. (2009): Kapitalkosten von Versicherungsunternehmen, Wiesbaden 2009.
- JAENSCH, G. (1966): Wert und Preis der ganzen Unternehmung, Köln 1966.
- JANSSEN, J./LAATZ, W. (2007): Statistische Datenanalyse mit SPSS für Windows: Eine anwendungsorientierte Einführung in das Basissystem und das Modul Exakte Tests, 6., neu bearb. u. erw. Aufl., Berlin u. a. 2007.

- JANSEN, A. (1986): Desinvestition, Ursachen, Probleme und Gestaltungsmöglichkeiten, Frankfurt a. M. 1986.
- JENSEN, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash-flow, Corporate Finance and Takeovers, in: *The American Economic Review*, 76. Jg., H. 2, 1986, S. 323-329.
- JENSEN, M. C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, in: *Journal of Economic Perspectives*, 2. Jg., H. 1, S. 21-48.
- JENSEN, M. C. (2001): Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, in: *European Financial Management*, 7. Jg., H. 3, S. 297-317.
- JENSEN, M. C./MECKLING, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3. Jg., H. 4, S. 305-360.
- JENSEN, M. C./RUBACK, R. S. (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, in: *Journal of Financial Economics*, 11. Jg., H. 1-4, S. 5-50.
- JENSEN, M. C./SMITH, C. W. (1984): The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview, in: JENSEN, M. C./SMITH, C.W. (Hrsg.): *The Modern Theory of Corporate Finance*, North-Holland, S. 2-20.
- JENSEN, M. C./WARNER, J. B. (1988): The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders and Directors, in: *Journal of Financial Economics*, 20. Jg., H.1, S. 3-24.
- JENSEN, M. C./MURPHY, K. J. (1990): Performance Pay and Top Management Incentives, in: *Journal of Political Economy*, 98. Jg., H. 2, S. 225-264.
- JIN, L. (2002): CEO Compensation, Diversification, and Incentives, in: *Journal of Financial Economics*, 66. Jg., H. 1, S. 29-63.
- JOHN, K./OFEK, E. (1995): Asset Sales and Increase in Focus, in: *Journal of Financial Economics*, 37. Jg., H. 1, S. 105-126.
- JOHNSON, S. A./KLEIN, D. P./THIBODEAUX, V. L. (1996): The Effects of Spin-offs on Corporate Investment and Performance, in: *Journal of Financial Research*, 19. Jg., H. 2, S. 293-307.

- KADEN, J./WAGNER, W./WEBER, T./WENZEL, K. (1997): Kritische Überlegungen zur Discounted Cashflow-Methode – Methodenharmonisierung von Ertragswert und Discounted Cashflow, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 67. Jg., H. 4, S. 499-508.
- KAISER, K. M./STOURAITIS, A. (1995): Value Creation Through Corporate Restructuring: European Divestitures, in: *European Management Journal*, 13. Jg., H. 2, S. 164-174.
- KAISER, K. M./STOURAITIS, A. (2001): Agency Costs and Strategic Considerations Behind Sell-offs: The UK Evidence, in: *European Financial Management*, 7. Jg., H. 3, S. 319-349.
- KALAY, A./LOWENSTEIN, U. (1985): Predictable Events and Excess returns: The Case of Dividend Announcements, in: *Journal of Financial Economics*, 14. Jg., H. 3, S. 423-450
- KAPLAN, S./WEISBACH, M. (1992): The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, in: *Journal of Finance*, 47. Jg., H. 1, S. 107-138.
- KURTH, A. (2005): Agency-Probleme und Performance von Initial Public Offerings: Eine empirische Untersuchung von Unternehmen des neuen Marktes, Wiesbaden 2005, zugl.: Giessen, Univ., Diss., 2005.
- KASERER, C./BÜHNER, T. (2003): Unternehmensabspaltungen als Wertsteigerungsinstrument, in: BÖRSIG, C./COENENBERG, A. G. (Hrsg.): Bewertung von Unternehmen, Stuttgart 2003, S. 235-261.
- KAUP, K. C. (2008): Transaktionserfolg von Mergers & Acquisitions in der Logistik – Die Konsolidierung aus Sicht des Kapitalmarktes, Wiesbaden 2008.
- KAY, J. (1995): Foundations of Corporate Success, Oxford 1995.
- KERLER, P. (2000): Mergers & Acquisitions und Shareholder Value, Bern 2000.
- KHAN, Q. Q./MEHTA, D. R. (1996): Voluntary Divestitures and the Choice Between Sell-Offs and Spin-Offs, in: *The Financial Review*, 31. Jg., H. 4, S. 885-912.
- KHANNA, T./PALEPU, K. (2000): Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups, in: *Journal of Finance*, 55. Jg., H. 2, S. 867-891.
- KHANNA, N./TICE, S. (2001): The Bright Side of Internal Capital Markets, in: *Journal of Finance*, 56. Jg., H. 4, S. 1489-1528.

- KHORANA, A./SHIVDASANI, A./STENDEVAD, C./SANZHAR, S. (2011): Spin-offs: Tackling the Conglomerate Discount, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 23. Jg., H. 4, S. 90-102.
- KOTHARI, S. P. (2001): Capital Markets Research in Accounting, in: *Journal of Accounting and Economics*, 31. Jg., H. 1-3, S. 105-231.
- KOTHARI, S. P./WARNER, J. B. (2007): Econometrics of Event Studies, in: ECKBO, B. E. (Hrsg.): *Handbook of Corporate Finance Empirical Corporate Finance*, Amsterdam 2007, S. 3-36.
- KIESER, A. (1997): Rhetoric and Myth in Management Fashion, in: *Organization*, 4. Jg., S. 49-74.
- KIM, E./LYON, T. (2011): When Does Institutional Investor Activism Increase Shareholder Value?: The Carbon Disclosure Project, in: *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 11. Jg., H.1, S. 1-27.
- KIRCHMAIER, T. (2003): The Performance of European Demergers, Working paper, London School of Economics, London 2003.
- KIRCHMAIER, T. (2006): Demergers – or is Divorce Attractive? The Logic and Performance of European Demergers, in: WIRTZ, B. W. (Hrsg.): *Handbuch Mergers & Acquisitions Management*, Wiesbaden 2006, S. 1263-1283.
- KIRSCH, W./SEIDL, D./AAKEN VAN, D. (2007): *Betriebswirtschaftliche Forschung: Wissenschaftstheoretische Grundlagen und Anwendungsorientierung*, Stuttgart 2007.
- KLEEBERG, J. M. (1991): *Die Eignung von Marktindizes für empirische Aktienmarktuntersuchungen*, Wiesbaden 1991.
- KLEIN, P. G. (2001): Were the Acquisitive Conglomerates Inefficient?, in: *Rand Journal of Economics*, 32. Jg., H. 4, S. 745-761.
- KNYPHAUSEN, D. ZU (1992): Wertorientiertes Strategisches Management, in: *Zeitschrift für Planung*, 4. Jg., S. 331-352.
- KOHLÖFFEL, K. M. (2000): *Strategisches Management*, München u. a. 2000.
- KORUNA, S. (1999): *Kernkompetenzen-Dynamik – Überleben im Hyperwettbewerb mit strategischen Allianzen*, Zürich 1999.

- KPMG (2002): *Divesting for Success: Strategies for Building Value*. New York: Author: Assurance and Advisory Services Center 2002, via: <http://www.kpmg.com/au/aci/docs/divesting-success.pdf> (zuletzt abgerufen am 23.10.2013).
- KRANTZ, M. (2005): Many Spinoffs Prove Popular with Investors, in: USA Today vom 15.06.2005, via: [http://usatoday30.usatoday.com/money/markets/us/2005-06-15-spinoffs-usat\\_x.htm](http://usatoday30.usatoday.com/money/markets/us/2005-06-15-spinoffs-usat_x.htm) (zuletzt abgerufen am 22.10.2013).
- KRAUS-GRÜNEWALD, M. (1995): Gibt es einen objektiven Unternehmenswert? Zur besonderen Problematik der Preisfindung bei Unternehmenstransaktionen, in: *Der Betriebsberater*, 50. Jg., S. 1839-1844.
- KRISHNASWAMI, S./SUBRAMANIAM, V. (1999): Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate spin-off Decision, in: *Journal of Financial Economics*, 53. Jg., H. 1, S. 73-112.
- KROGH VON, G./ROOS, J. (1994): Corporate Divestiture and the Phantom Limb Effect, in: *European Management Journal*, 12. Jg., H. 2, S. 171-177.
- KROMREY, H. (2009): *Empirische Sozialforschung*, 12. überarb. und ergänzte Aufl., Stuttgart 2009.
- KRUSKAL, W. H. (1957): Historical Notes on the Wilcoxon Unpaired Two-sample Test, in: *Journal of the American Statistical Association*, 52. Jg., H. 279, S. 356-360.
- KUBICEK, H. (1977): Heuristische Bezugsrahmen und heuristisch angelegte Forschungsdesigns als Elemente einer Konstruktionsstrategie empirischer Forschung, in: KÖHLER, R. (Hrsg.): *Empirische und handlungstheoretische Forschungskonzeptionen in der Betriebswirtschaftslehre*, Stuttgart 1977, S. 189-207.
- KÜCHLER, M. (1983): *Qualitative Sozialforschung – ein neuer Königsweg?*, Frankfurt a.M. 1983.
- KUDLA, R. J./MCINISH, T. H. (1988): Divergence of Opinion and Corporate Spinoffs, in: *Quarterly Review of Economics and Business*, 28. Jg., H. 2, S. 20-29.
- KUPPUSWAMY, V./VILLALONGA, B. (2010): *Does Diversification Create Value in the Presence of External Financing Constraints? Evidence from the 2007-2009 Financial Crisis*, Working Paper, Boston, Harvard Univ. 2010.

- LA PORTA, R./LOPEZ-DE-SILANES, F./SHLEIFER, A./VISHNY, R. (1998): Law and Finance, in: *Journal of Political Economy*, 106. Jg., H. 6, S. 1113-1155.
- LA PORTA, R./LOPEZ-DE-SILANES, F./SHLEIFER, A./VISHNY, R.(2000): Investor Protection and Corporate Governance, in: *Journal of Financial Economics*, 58. Jg., H. 1-2,S. 3-28.
- LAMONT, O. A. (1997): Cashflow and Investment: Evidence From Internal Capital Markets, in: *Journal of Finance*, 52. Jg., H. 1, S. 83-109.
- LAMONT, O. A./POLK, C. (2001): The Diversification Discount: Cashflows Versus Returns, in: *Journal of Finance*, 56. Jg., H. 5, S. 1693-1721.
- LANG, L. H./STULZ, R. M. (1994): Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance, in: *Journal of Political Economy*, 102. Jg., H. 6, S. 1248-1280.
- LAUX, H. (1998): Entscheidungstheorie, 4. Aufl., Berlin 1998.
- LEAVEN, L./LEVINE, R. (2007): Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?, in: *Journal of Financial Economics*, 85. Jg., H. 2, S. 331-367.
- LECHNER, H. (2007): Negative Synergien bei Unternehmenszusammenschlüssen: Systematisierung und Operationalisierung, München 2007, zugl.: München, Univ. der Bundeswehr, Diss., 2006.
- LECHNER, C./MÜLLER-STEWENS, G. (2005): Strategisches Management – Wie strategische Initiativen zum Wandel Führen, 3. Aufl., Stuttgart 2005.
- LEITNER, F. (1926): Wirtschaftslehre der Unternehmung, 5., neubearb. Aufl., Berlin, Leipzig.
- LELYVELD VAN, I./KNOT, K. (2009): Do Financial Conglomerates Create or Destroy Value? Evidence for the EU, in: *Journal of Banking and Finance*, 33. Jg., H. 12, S. 2312-2321.
- LENHARD, R. (2009): Erfolgsfaktoren von Mergers und Akquisitionen in der europäischen Telekommunikationsindustrie, Wiesbaden 2009, zugl.: Erlangen-Nürnberg, Univ., Diss., 2008.
- LEONTIADES, M. (1986): The Rewards of Diversifying Into Unrelated Businesses, in: *Journal of Business Strategy*, 6. Jg., H. 4, S. 81-87.
- LEVENE, H. (1960): Robust Tests For Equality of Variances, in: OLKIN, I. ET AL. (Hrsg.): Contributions to Probability and Statistics: Essays in Honor of Harold Hotelling, Stanford 1960, S. 278-292.

- LEVY, H./SARNAT, M. (1970): Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers, in: *Journal of Finance*, 25. Jg., S. 795-802.
- LEWELLEN, W. G. (1971): A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger, in: *Journal of Finance*, 26. Jg., H. 2, S. 521-537.
- LEWIS, T. G./STELTER, D. (1995): Steigerung des Unternehmenswerts – Total Value Management, 2. Aufl. Landsberg a. L. 1995.
- LICHTENBERG, F. R. (1990): Want More Productivity? Kill That Conglomerate, in: *Wall Street Journal*, 16.01.1990.
- LICHTENBERG, F. R. (1991): The Managerial Response to Regulation of Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise, in: *Journal of Regulatory Economics*, 3. Jg., H. 3, S. 241-249.
- LIEBESKIND, J. P. (2000): Internal Capital Markets: Benefits, Costs, and Organizational Arrangements, in: *Organization Science*, 11. Jg., H. 19, S. 58-76.
- LIEBESKIND, J. P./OPLER, T. C. (1993): The Causes of Corporate Refocusing, Working Paper, Dallas, Southern Methodist Univ., 1993.
- LIENERT, G. A. (1989): Testaufbau und Testanalyse, München 1989.
- LILLIEFORS, H. W. (1967): On the Kolmogorov-Smirnov Test for Normality with Mean and Variance Unknown, in: *Journal of the American Statistical Association*, 62. Jg., H. 318, S. 399-402.
- LINDHOLM, A. (1994): The Economics of Technology Related Ownership Changes: A Study of Innovativeness and Growth through Acquisitions and Spin-Offs, Göteborg 1994.
- LINDHOLM-DAHLSTRAND, A. (2000): Entrepreneurial Origin and Spin-Off Performance, in: Proceedings of the Paper Presented at the Babson College Kauffmann Foundation Entrepreneurship Research Conference, 8.-10. Juni 2000.
- LINDGREN, U./SPANGBERG, K. (1981): Corporate Acquisition and Divestments: The Strategic Decision Making Process, in: *International Studies of Management*, 11. Jg., H. 2, S. 24-27.
- LINS, K./SERVAES, H. (1999): International Evidence on the Value of Corporate Diversification, in: *Journal of Finance*, 54. Jg., H. 6, S. 2215-2239.
- LINS, K./SERVAES, H. (2002): Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?, in: *Financial Management*, 54. Jg., H. 2, S. 5-31.

- LINTNER, J. (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: *Review of Economics and Statistics*, 47. Jg., H. 1, S. 13-37.
- LINTNER, J. (1971): Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Security Markets, in: *American Economic Review*, 61. Jg., H. 2, S. 101-111.
- LÖFFLER, H. (1979): Wertorientierte Führung und Organisationsentwicklung, Essen 1979.
- LÖFFLER, Y. (2001): Desinvestitionen durch Verkäufe und Börseneinführungen von Tochterunternehmen: eine empirische Untersuchung der Bewertung am deutschen Kapitalmarkt, Lohmar/Köln 2001, zugl.: Berlin, Humboldt-Univ., Diss., 2001
- LO, A. W. (2007): Efficient Market Hypothesis, in: BLUME, L./DURLAUF, S. (Hrsg.): *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, 2. Aufl. New York 2007.
- LOEHR, H. (1993): Bewertung von Unternehmen an den Kapitalmärkten, in: GEBHARDT, G./GERKE, W./STEINER, M. (Hrsg.): *Handbuch des Finanzmanagements – Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung*, München 1993, S. 177-195.
- LORSON, P. (2004): Auswirkungen von Shareholder-Value-Konzepten auf die Bewertung und Steuerung ganzer Unternehmen, Berlin 2004.
- LOVEJOY, F. A. (1971): *Divestment for Profit*, New York 1971.
- LUBATKIN, M./CHATTERJEE, S. (1994): Extending Modern Portfolio Theory Into the Domain of Corporate Diversification: Does it Apply?, in: *Academy of Management Journal*, 37. Jg., H. 1, S. 109-136.
- LUIPPOLD, T. L. (1991): Management Buy-Outs. Evaluation ihrer Einsatzmöglichkeiten in Deutschland, Bern 1991, zugl.: St.Gallen, Univ., Diss., 1991
- MACKINLAY, A. C. (1997): Event Studies in Economics and Finance, in: *Journal of Economic Literature*, 35. Jg., H. 1, S. 13-39.
- MADHOK, A. (1997): Cost, Value and Foreign Market Entry Mode: The Transaction and the Firm, in: *Strategic Management Journal*, 18. Jg., H. 1, S. 39-61.
- MAGNET, M. (1987): Restructuring Really Works, in: *Fortune*, 2.3.1987, S. 34-41.

- MAJD, S./MYERS, S. C. (1987): Tax Asymmetries and Corporate Income Tax Reform, in: FELDSTEIN, M. (Hrsg.): *Effects of Taxation on Capital Accumulation*, Chicago 1987, S. 343-376.
- MAKADOK, R. (2001): Toward a Synthesis of the Resource-based and Dynamic-capability Views of Rent Creation, in: *Strategic Management Journal*, 22. Jg., H. 5, S. 387-401.
- MAKSIMOVIC, V./PHILLIPS, G. (2002): Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence, in: *Journal of Finance*, 57. Jg., H. 2, S. 721-767.
- MAKSIMOVIC, V./PHILLIPS, G. (2007): Conglomerate Firms and Internal Capital Markets, in: ECKBO, B. E. (Hrsg.): *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, North-Holland 2007.
- MAKSIMOVIC, V./PHILLIPS, G. (2008): The Industry Life Cycle, Acquisitions and Investment: Does Firm Organization Matter?, in: *Journal of Finance*, 63. Jg., H. 2, S. 673-708.
- MALATESTA, P. H./THOMPSON, R. (1985): Partially Anticipated Events: A Model of Stock Price Reactions With an Application to Corporate Acquisitions, in: *Journal of Financial Economics*, 14. Jg., H. 2, S. 237-250.
- MANDL, G./RABEL, K. (1997): *Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung*, Wien u. a. 1997.
- MANN, H./WHITNEY, D. (1947): On a Test of Whether One of Two Random Variables is Stochastically Larger Than the Other, in: *Annals of Mathematical Statistics*, 18. Jg., H. 1, S. 50-60.
- MANNE, H.G. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control, in: *Journal of Political Economy*, 73. Jg., H. 2, S. 110-120.
- MANSI, S. A./REEB, D. M. (2002): Corporate Diversification: What Gets Discounted?, in: *Journal of Finance*, 57. Jg., H. 5, S. 2167-2183.
- MARIOTTI, S./RICOTTA, E. (1987): Diversification: The European Versus the US Experience, in: *Multinational Business*, 1. Jg., S. 23-31.
- MARKHAM, J. W. (1973): *Conglomerate Enterprise and Public Policy*, Boston 1973.
- MARKIDES, C. C. (1990): *Corporate Refocusing and Economic Performance*, Boston, Univ., Harvard Univ., Diss., Boston.

- MARKIDES, C. C. (1992): Consequences of Corporate Refocusing: Ex Ante Evidence, in: *The Academy of Management Journal*, 35. Jg., H. 2, S. 398-412.
- MARKIDES, C. C. (1995): Diversification, Refocusing, and Economic Performance, in: *Strategic Management Journal*, 16. Jg., H. 2, S. 101-118.
- MARKIDES, C. C./SINGH, H. (1997): Corporate Restructuring: A Symptom of Poor Governance or a Solution to Past Managerial Mistakes?, in: *European Management Journal*, 15. Jg., H. 3, S. 213-219.
- MARKOWITZ, H. M. (1952): Portfolio Selection, in: *Journal of Finance*, 7. Jg., H. 1, S. 77-91.
- MARR, R./KÖTTING, M. (1993): Flexibilisierung von Entgeltsystemen als Herausforderung für personalwirtschaftliche Forschung und Praxis, in: WEBER, W. (Hrsg.): Entgeltsysteme: Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen, Stuttgart 1993, S. 213-232.
- MARRIS, R. (1963): A Model of the "Managerial" Enterprise, in: *Quarterly Journal of Economics*, 77. Jg., H. 2, S. 185-209.
- MARRIS, R. (1964): The Economic Theory of „Managerial“ Capitalism, New York 1964.
- MARRIS, R./MUELLER, D. C. (1980): The Corporation, Competition, and the Invisible Hand, in: *Journal of Economic Literature*, 18. Jg., H. 1, S. 32-63.
- MARTIN, J. D./SAYRAK, A. (2003): Corporate Diversification and Shareholder Value: A Survey of Recent Literature, in: *Journal of Corporate Finance*, 9. Jg., H. 1, S. 37-57.
- MASELLI, A. (1997): Spin-offs zur Durchführung von Innovationen - Eine Analyse aus institutionenökonomischer Sicht, Wiesbaden 1997, zugl.: Münster, Univ., Diss., 1996.
- MASULIS, R./KORWAR, A. (1986): Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation, in: *Journal of Financial Economics*, 15. Jg., H. 1-2, S. 91-118.
- MATSCHKE, M. J./BRÖSEL, G. (2006), Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 2006.
- MATSUSAKA, J. G. (1993): Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave, in: *The Rand Journal of Economics*, 24. Jg., H. 3, S. 357-379.

- MATSUSAKA, J. G./NANDA V. (2002): Internal Capital Markets and Corporate Refocusing, in: *Journal of Financial Intermediation*, 11. Jg., H. 2, S. 176-211.
- MAXWELL, W. F./RAO, R. P. (2003): Do Spin-offs Expropriate Wealth From Bondholders?, in: *Journal of Finance*, 58. Jg., H. 5, S. 2087-2108.
- MAY, A. (1991): Zum Stand der empirischen Forschung über Informationsverarbeitung am Aktienmarkt – Ein Überblick, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*; 43. Jg., H. 4, S. 313-335.
- MAY, A. (1994): Pressemitteilungen und Aktienindizes, in: *Kieler Schriften zur Finanzwirtschaft*, Bd. 16, Kiel 1994.
- MAY, D. O. (1995): Do Managerial Motives Influence Firm Risk-Reduction Strategies?, in: *Journal of Finance*, 50. Jg., H. 4, S. 1291-1308.
- MAYRING, P. (1990): Einführung in die qualitative Sozialforschung, München 1990.
- MCCONELL, J. J./OZBILGIN, M./WAHAL, S. (2001): Spin-offs – Ex Ante, in: *Journal of Business*, 74. Jg., H. 2, S. 245-280.
- MCNEIL, R. C./MOORE, W. T. (2005): Dismantling Internal Capital Markets via Spinoff: Effects on Capital Allocation Efficiency and Firm Valuation, in: *Journal of Corporate Finance*, 11. Jg., H. 1–2, S. 253-275.
- MCTAGGART, J. M./KONTES, P. W./MANKINS, M. C. (1994): *The Value Imperative – Managing for Superior Shareholder Returns*, New York 1994.
- MCWILLIAMS, A./SIEGEL, D. (1997): Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues, in: *Academy of Management Journal*, 40. Jg., H. 3, S. 626-657.
- MEICHELBECK, A. (2009): Unternehmensbewertung im Konzern, in: PEEMÖLLER, V. H. (Hrsg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, Herne 2009, S. 539-614.
- MELLEROWICZ, K. (1952): *Der Wert der Unternehmung als Ganzes*, Essen 1952.
- MENSCHING, H. (1986): *Desinvestition von Unternehmensteilen: Grundlagen des Entscheidungsprozesses*, Frankfurt a. M. 1986.
- MENTZ, M. (2006): *Mergers & Acquisitions in der Automobilzulieferindustrie – Wertschöpfungspotentiale durch internationale Positionierung*, Wiesbaden 2006, zugl.: Oestrich-Winkel, Europ. Business School, Diss., 2006.

- MESTMÄCKER, E. J./SCHWEITZER, H. (2004): Europäisches Wettbewerbsrecht, 2. Aufl., München 2004.
- METZ, V. (2007): Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2007, zugl.: Mannheim, Univ., Diss., 2006.
- MEYER, M./MILGROM, P./ROBERTS, J. (1992): Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes, in: *Journal of Economics and the Management Strategy*, 1. Jg., H. 1, S. 9-35.
- MICHAELY, R./SHAW, W. H. (1995): The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve-outs, in: *Financial Management*, 24. Jg., H. 3, S. 5-21.
- MICHEL, U. (1993): Value Based Management, in: *Controlling*, 4. Jg., H.7-8, S. 220-221.
- MIKKELSON, W. H./PARTCH, M. M. (1988): Withdrawn Security Offerings, in: *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 23. Jg., H. 2, S. 119-133.
- MILANO, G. V./TREADWELL, S. C./HOPSON, F. (2011): How Corporate Diversity and Size Influence Spinoffs and Other Breakups, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 23. Jg., H. 2, S. 69-77.
- MILES, J. A./ROSENFELD, J. D. (1983): The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth, in: *Journal of Finance*, 38. Jg., H. 5, S. 1597-1606.
- MILGROM, P. (1988): Employment Contracts, Influence Activities, and Efficient Organization Design, in: *Journal of Political Economy*, 96. Jg., H. 1, S. 42-60.
- MILGROM, P./ROBERTS, J. (1990): The Efficiency of Equity in Organizational Decision Processes, in: *The American Economic Review*, 80. Jg., H. 2, S. 154-159.
- MILGROM, P./ROBERTS, J. (1999): Bargaining Costs, Influence Costs, and the Organization of Economic Activity, in: ALT, J./SHEPSON, K. A. (Hrsg.): *Perspectives on Political Economy*, Cambridge 1999, S. 57-89.
- MILLER, M./MODIGLIANI, F. (1961): Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, in: *Journal of Business*, 34. Jg., H. 4, S. 411-433.
- MINTZBERG, H. (1979): *The Structuring of Organizations*, Englewood Cliffs 1979.
- MITCHELL, M. L./STAFFORD, E. (2000): Managerial Decisions and Long-term Stock Performance, in: *Journal of Business*, 73. Jg., H. 1, S. 145-157.

- MITTON, T./VORKINK, K. (2010): Why Do Firms With Diversification Discounts Have Higher Returns?, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45. Jg., H. 6, S. 1367-1390.
- MOERLAND, P. W. (1995): Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems, in: *Journal of Economic Behavior and Organization*, 26. Jg., H. 1, S. 17-34.
- MONTGOMERY, C. A. (1994): Corporate Diversification, in: *Journal of Economic Perspectives*, 8. Jg., H. 3, S. 163-178.
- MONTGOMERY, C. A./WERNERFELT, B. (1988): Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's Q, in: *Rand Journal of Economics*, 19. Jg., H. 4, S. 623-632.
- MORAL, F. (1920): Die Abschätzung des Werts industrieller Unternehmungen, Berlin 1920.
- MORCK, R./SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1990): Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?, in: *Journal of Finance*, 45. Jg., H. 1, S. 31-48.
- MORGAN, A./NAIL, L. A./MEGGINSON, W. L. (2000): Changes in Corporate Focus, Ownership Structure, and Long-run Merger Returns, Working Paper, Birmingham, Univ. 2000.
- MOSSIN, J. (1966): Equilibrium in a Capital Asset Market, in: *Econometrica*, 34. Jg., H. 4. S. 768-783.
- MOXTER, A. (1983): Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.
- MUELLER, D.C. (1969): A Theory of Conglomerate Mergers, in: *Quarterly Journal of Economics*, 83. Jg., H. 4, S. 643-659.
- MUGLER, J./ZWIRNER, C. (2013): Relevanz von Einzelbewertungsverfahren (Substanz-/Liquidationswert), in: PETERSEN, K./ZWIRNER, C./BRÖSEL, G. (Hrsg.): Handbuch Unternehmensbewertung, Köln 2013.
- MÜNSTERMANN, H. (1966): Wert und Bewertung der Unternehmung, Wiesbaden 1966.
- MULHERIN, J. H./BOONE, A. L. (2000): Comparing Acquisitions and Divestitures, in: *Journal of Corporate Finance*, 6. Jg., H. 2, S. 117-139.
- MURPHY, K. J. (1999): Executive Compensation, in: *Handbook of Labor Economics*, 3. Jg., Teil B, S. 2485-2563.

- MURRAY, L. (2000): An Assessment of the Wealth Effects of Spin-offs on the London Stock Exchange, Working Paper, Dublin, Univ. 2000.
- MYERS, J. H./BAKAY, A. J. (1948): Influence of Stock Split-ups on Market Price, in: *Harvard Business Review*, 26. Jg., H. 2, S. 251-255.
- MYERS, S./MAJLUF, N. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, in: *Journal of Financial Economics*, 13. Jg., S. 187-221.
- MYERSON, R. B. (1982): Optimal Coordination Mechanisms in Generalized Principal-Agent Problems, in: *Journal of Mathematical Economics*, 10. Jg., H. 1, S. 67-81.
- NADIG, L. (1992): Spin-offs mittels Management Buyout, Bern 1992, zugl.: Zürich, Univ., Diss., 1992.
- NANDA, V. (1991): On the Good News in Equity Carve-outs, in: *Journal of Finance*, 46. Jg., H. 5, S. 1717-1737.
- NAYYAR, P. R. (1990): Information Asymmetries: A Source of Competitive Advantage for Diversified Service Firms, in: *Strategic Management Journal*, 11. Jg., H. 7, S. 513-519.
- NAYYAR, P. R. (1993): Stock Market Reactions to Related Diversification Moves by Service Firms Seeking Benefits From Information Asymmetry and Economic of Scope, in: *Strategic Management Journal*, 14. Jg., H. 8, S. 569-591.
- NELSON, P. (1970): Information and Consumer Behavior, in: *Journal of Political Economy*, 78. Jg., H. 2, S. 311-329.
- NELSON, R. R. (1995): Recent Evolutionary Theorizing About Economic Change, in: *Journal of Economic Literature*, 33. Jg., H. 1, S.48-90.
- NEIS, J. (2009), Planungsplausibilisierung im Rahmen gerichtlicher Auseinandersetzungen, in: *Bewertungspraktiker*, 3/2009, S. 2-6.
- NIXON, T. D./ROENFELDT, R. L./SICHERMAN, N. W. (2000): The Choice between Spin-offs and Sell-offs, in: *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 14. Jg., H. 3, S. 277-288.
- NOWAK, K. (2003): Marktorientierte Unternehmensbewertung: Discounted Cashflow, Realloptionen, Economic Value Added und der Direct Comparison Approach, 2., aktual. Aufl., Wiesbaden, zugl.: Mannheim, Univ., Diss., 2000.

- OECD (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT) (1999): Background Report for the Workshop on Research-based Spin-Offs, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 1999, DSTI/STP/TIP(99)10.
- OECD (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT) (2000): Analytic Report on Spin-Offs, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 2000, DSTI/STP/TIP(2000)7.
- O'REGAN, N./GHOBIAN, A. (2004): The Importance of Capabilities for Strategic Direction and Performance, in: *Management Decision*, 42. Jg., H. 2, S. 292-312.
- OSTROWSKI, O. (2007): Erfolg durch Desinvestitionen, Wiesbaden 2007, zugl.: Giesen, Univ., Diss., 2007.
- OTTO, J. (1999): Entrepreneurship Skills for Scientists and Engineers: Recent European Initiatives, in: *The IPTS Report*, 37, via: <http://ipts.jrc.ec.europa.eu/home/report/english/articles/vol37/EHC5E376.htm> (zuletzt abgerufen am 23.10.2013).
- OWEN A./LAMONT, O. A./POLK, C. (2002): Does Diversification Destroy Value? Evidence From the Industry Shocks, in: *Journal of Financial Economics*, 63. Jg., H. 1, S. 51-77.
- OZBAS, O./SCHARFSTEIN, D. J. (2010): Evidence on the Dark Side of Internal Capital Markets, in: *The Review of Financial Studies*, 23. Jg., H. 2, S. 581-599.
- PAGANO, M./VOLPIN, P. (2005): The Political Economy of Corporate Governance, in: *The American Economic Review*, 95. Jg., H. 3, S. 1005-1030.
- PALEPU, K. (1985): Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure, in: *Strategic Management Journal*, 6. Jg., H. 3, S. 239-255.
- PALIA, D. (1999): Corporate Governance and the Diversification Discount: Evidence from Panel Data, Working Paper, Chicago, Univ., 1999.
- PANZAR, J. C./WILLIG, R. D. (1981): Economies of Scope, in: *The American Economic Review*, 71. Jg., H. 2, S. 268-272.
- PANZAR, J. C./WILLIG, R. D. (1975): Economies of Scale and Economies of Scope in Multioutput Production, Discussion Paper 33, Bell Laboratories 1975.

- PARHANKANGAS, A. (1999): Disintegration of Technological Competencies: An Empirical Study of Divestments through Spin-Off Arrangements, zugl.: Helsinki, Univ., Diss., 1999.
- PARK, M.-C./YANG, D.-H./NAM, C./HA, Y.-W. (2002): Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry: Myths and Reality, in: ETRI Journal, 24. Jg., H.1, S. 56-68.
- PAUSER, S. H. (2007): M&A in der Bauindustrie: Werteffekte und Erfolgsdeterminanten, Wiesbaden 2007, zugl. Oestrich-Winkel, Europ. Business School, Diss., 2007.
- PATELL, J. M. (1976): Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Test, in: *Journal of Accounting Research*, 14. Jg., H. 2, S. 246-276.
- PATELL, J. M./WOLFSON, M. A. (1979): Anticipated Information Releases Reflected in Call Option Prices, in: *Journal of Accounting and Economics*, 1. Jg., H. 2, S. 117-140.
- PEEMÖLLER, V. H. (2009): Wert und Werttheorien, in: PEEMÖLLER, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4, aktual. und erw. Aufl., Herne 2009, S. 1-126.
- PELLENS, B. (1993): Börseneinführung von Tochterunternehmen, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 45. Jg., H. 10, S. 852-872.
- PELLENS, B./TOMASZEWSKI, C./WEBER, N. (2000), Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland – eine empirische Untersuchung der DAX 100 Unternehmen, in: *Der Betrieb*, 53. Jg., S. 1825-1833
- PENROSE, E. T. (1959): The Theory of the Growth of the Firm, New York 1959.
- PETERS, T. J. (1993): Big ist out. Wie gross darf ein marktnahes Unternehmen sein?, in: *Harvard Business Manager*, 15. Jg., H. 3, S. 93-104.
- PETERS, T. J./WATERMAN, R. H. (1982): In Search of Excellence, New York 1982.
- PETERSON, P. P. (1989): Event Studies: A Review of Issues and Methodology, in: *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28. Jg., H. 3, S. 36-66.
- PEYER, U. C. (2002): Internal and external capital markets, Working Paper, Fontainebleau, INSEAD.

- PICKEN, L. G. (2003): Unternehmensvereinigungen und Shareholder Value, Frankfurt a. M. 2003, zugl.: Gießen, Univ., Diss., 2003
- PICOT, A. (1991): Ökonomische Theorien der Organisation - Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotential, in: ORDELHEIDE, D./RUDOLPH, B./BRÜSELMANN, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S. 143-176.
- PILLOFF, S. J./SANTOMERO, A. M. (1998): The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions, in: Amihud, Y./Miller, G. (Hrsg.): Bank Mergers & Acquisitions, Dordrecht 1998, S. 59-78.
- PODDIG, T./DICHTL, H./PETERSMEIER, K. (2008): Statistik, Ökonometrie, Optimierung. Methoden und ihre praktischen Anwendungen in Finanzanalyse und Portfoliomanagement, 4. vollst. überarb. Aufl., Bad Soden 2008.
- PODDIG, T./BRINKMANN, U./SEILER, K. (2009): Portfoliomanagement: Konzepte und Strategien, 2. überarb. Aufl., Bad Soden 2009.
- POPPER, K. (1973): Objektive Erkenntnis. Ein evolutionärer Entwurf, Hamburg 1973.
- POPPER, K. (1994): Logik der Forschung, 10. Aufl., Tübingen 1994.
- PORTER, M. E. (1985): Competitive Advantage, New York 1985.
- PORTER, M. E. (1987): From Competitive Advantage to Corporate Strategy, in: *Harvard Business Review*, 65. Jg., H. 3, S. 43-59.
- PORTER, M. E. (1996): What is Strategy?, in: *Harvard Business Review*, 74. Jg., H. 7, S. 61-78.
- POWERS, E. A. (2001): Spinoffs, Selloffs and Equity Carveouts: An Analysis of Divestiture Method Choice, Working paper, South Carolina, Univ., 2001.
- POWERS, E. A. (2003): Deciphering the Motives for Equity Carve-outs, in: *Journal of Financial Research*, 26. Jg., H. 1, S. 31-50.
- PRAHALAD, C. K./HAMEL, G. (1990): The Core Competence of the Organization, in: *Harvard Business Review*, 68. Jg., H. 3, S. 79-91.
- PRATT, S. P./GRABOWSKI, R. J. (2008), Cost of Capital – Applications and Examples, New Jersey 2010.

- PWC (PRICEWATERHOUSECOOPERS) (2012): Corporate Divestitures From Strategy to Execution – Four Guiding Principles to Optimize Value, Deals practice 2012, via.: <http://www.pwc.com/us/en/issues/divestiture-strategies/publications/corporate-divestitures-from-strategy-to-execution-optimize-value.jhtml> (zuletzt abgerufen am 23.10.2013).
- PYNNÖNEN, S. (2005): On Regression Based Event Study, in: Erkki, E./Laitinen, K./Laitinen, T. (Hrsg.): Contributions to Accounting, Finance, and Management Science, Essays in Honor of Professor Timo Salmi, Acta Wasaensia 143, S. 327-354.
- QUENTMEIER, H. (2012): Praxishandbuch Compliance – Grundlagen, Ziele und Praxistipps für Nicht-Juristen, Wiesbaden 2012.
- RAJAN, R./SERVAES, H./ZINGALES, L. (2000): The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, in: *Journal of Finance*, 55. Jg., H. 1, S. 35-80.
- RAMANUJAM, V./VARADARAJAN, P. (1989): Research on Corporate Diversification: A Synthesis, in: *Strategic Management Journal*, 10. Jg., H. 6, S. 523-551.
- RAMU, S. S. (1999): Restructuring and Break Ups. Corporate Growth Through Divestitures, Spin-offs, Split-ups, and Swaps, Neu Delhi 1999.
- RAPPAPORT, A. (1981): Selecting Strategies that Create Shareholder Value, in: *Harvard Business Review*, 59. Jg., H. 3, S. 139-149.
- RAPPAPORT, A. (1986): Creating Shareholder Value, New York 1986.
- RAPPAPORT, A. (1999): Shareholder Value – Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung. Stuttgart 1999.
- RASCHE, C. (1993): Kernkompetenzen, in: *Die Betriebswirtschaft*, 53. Jg., H. 3, S. 425-427.
- RASTER, M. (1995): Shareholder-Value-Management – Ermittlung und Steigerung des Unternehmenswerts, Wiesbaden 1995.
- RAVENSCRAFT, D. J./SCHERER, F. M. (1987): Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency, Washington D.C. 1987.
- RECHSTEINER, U. (1994): Desinvestitionen zur Unternehmenswertsteigerung, Aachen 1994, zugl.: St.Gallen, Univ., Diss., 1994.

- REESE, R. (2007), Schätzung von Eigenkapitalkosten für die Unternehmensbewertung, Frankfurt a. M. 2007.
- REIMANN, B. C. (1986): Implementing Value-Based Strategic Management, in: *Strategy & Leadership*, 14. Jg., H. 1, S. 6-9.
- RHOADES, S. A. (1973): The Effect of diversification on Industry Profit Performance in 241 Manufacturing Industries: 1963, in: *Review of Economic and Statistics*, 55. Jg., H. 2, S. 146-155.
- RILEY, J. G. (1989): Signaling, in: Eatwell, J./Milgate, M./Newman, P. (Hrsg.): Allocation, Information, and Markets, New York 1989, S. 287-294.
- RITTER, J. R. (1984): Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment, in: *Journal of Finance*, 39. Jg., H. 4, S. 1231-1237.
- ROACH, S. S. (1996): The Hollow Ring of the Productivity Revival, in: *Harvard Business Review*, 74. Jg., H. 6, S. 81-89.
- RÖDER, K. (1999): Kurswirkungen von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften, in: Quantitative Ökonomie, Bd. 98, Lohmar, Köln, zugl.: Augsburg, Univ., Habil.-Schr., 1999.
- ROLL, R. (1977): A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests Part I: On Past and Potential Testability of the Theory, in: *Journal of Financial Economics*, 4. Jg., H. 2, S. 129-176.
- ROLL, R. (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: *Journal of Business*, 59. Jg., H. 2, S. 197-216.
- ROSENFELD, J. D. (1984): Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth, in: *Journal of Finance*, 39. Jg., H. 5, S. 1437-1448.
- ROSENTHAL, R. (1979): The 'File Drawer' Problem and Tolerance for Null Results, in: *Psychological Bulletin*, 86. Jg., H. 3, S. 683-641.
- ROSENSTEIN, J./WYATT, S. (1990): Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth, in: *Journal of Financial Economics*, 26. Jg., S. 175-192.
- ROSS, S. A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in: *The American Economic Review*, 63. Jg., H. 2, S. 134-139.
- ROSS, S.A. (1976): The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, in: *Journal of Economic Theory*, 13. Jg., H. 3, S. 341-360.

- RUDOLPH, B. (1979): Zur Theorie des Kapitalmarktes, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* (1979), 49. Jg., H. 11, S. 1034-1067.
- RÜDISÜLI, R. (2005): Value Creation of Spin-offs and Carve-outs, Basel. Univ., Diss., 2005.
- RÜHLI, E./SACHS, S. (2000): Die zentralen Kernkompetenzen der diversifizierten Unternehmung, in: HINTERHUBER, H. H./FRIEDRICH VON DEN EICHEN, S. A./MATZLER, K./PECHLANER, H. (Hrsg.): *Die Zukunft der diversifizierten Unternehmung*, München 2000, S. 127-145.
- RUMELT, R. P. (1974): *Strategy, Structure and Economic Performance*, Boston 1974.
- RUMELT, R. P. (1982): Diversification Strategy and Profitability, in: *Strategic Management Journal*, 3. Jg., H. 4, S. 359-369.
- RUSTIGE, M./GROTE, M. H. (2009): Der Einfluss von Diversifikationsstrategien auf den Aktienkurs deutscher Unternehmen, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 61. Jg., H. 5, S. 470-498.
- SAMUELSON, P. (1965): Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, in: *Industrial Management Review*, 6. Jg., H. 2, S. 41-49.
- SAMUELSON, S. A./NORDHAUS, W. D. (2007): *Volkswirtschaftslehre*, 3. Aufl., Landsberg a. L. 2007.
- SANDERS, W. G./BOIVIE, S. (2004): Sorting Things Out: Valuation of New Firms in Uncertain Markets, in: *Strategic Management Journal*, 25. Jg., H. 2, S. 167-186.
- SANTALO, J./BECERRA, M. (2008): Competition From Specialized Firms and the Diversification-Performance Linkage, in: *Journal of Finance*, 63. Jg., H. 2, S. 851-883.
- SCHARFSTEIN, D. S. (1998): The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates, Working Paper, Cambridge, National Bureau of Economic Research, 1998.
- SCHARFSTEIN, D. S./STEIN, J. (2000): The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment, in: *Journal of Finance*, 55. Jg., H. 6, S. 2537-2564.

- SCHAUTEN, M. B./STEENBECK, O. W./WYCISK, E. M. (2001): Waardecreatie door spin-offs [Value creation by means of spin-offs], in: *Tijdschrift Financieel Management*, 21. Jg., S. 69-77.
- SCHENEK, A. (2006): Überrenditen von Aktien-Neuemissionen: Determinanten der Performance von Initial Public Offerings am deutschen Markt. Reihe Portfoliomanagement, Bd. 21, Bad Soden, zugl.: Freiburg, Univ., Diss., 2005.
- SCHERER, F.M./ROSS, D. (1990): Industrial Market Structure and Economic Performance, 3. Aufl., Boston 1990.
- SCHEUFELE, B./HAAS, A. (2008): Medien und Aktien – Theoretische und empirische Modellierung der Rolle der Berichterstattung für das Börsengeschehen, Wiesbaden 2008.
- SCHILDBACH, T. (1998): Ist die Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung durch die Discounted Cash-flow-Verfahren überholt? in: MATSCHKE, M.J./SCHILDBACH, T. (Hrsg.): Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, Stuttgart, S. 301-322.
- SCHILL, M.J./ZHOU, C. (2001): Pricing an Emerging industry: Evidence From Internet Subsidiary Carve-outs, in: *Financial Management*, 30. Jg., H. 3, S. 5-33.
- SCHIPPER, K./SMITH A. (1983): Effects of Recontracting on Shareholder Wealth, in: *Journal of Financial Economics*, 12. Jg., H. 4, 437-467.
- SCHIPPER, K./THOMPSON, R. (1983): Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms, in: *Journal of Financial Economics*, 11. Jg., H. 1-4, S. 85-119.
- SCHNEIDER, M./RYAN, L. V. (2011): A Review of Hedge Funds and Their Investor Activism: Do They Help or Hurt Other Equity Investors?, in: *Journal of Management & Governance*, 15. Jg., H. 3, S. 349-374.
- SCHMID, M. M./WALTER, I. (2009): Do Financial Conglomerates Create or Destroy Economic Value?, in: *Journal of Financial Intermediation*, 18. Jg., H. 2, S. 193-216.
- SCHMIDT, I./SCHMIDT, A. (1996): X-Ineffizienz, Lean Production und Wettbewerbsfähigkeit, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, H. 2, S. 65-71.
- SCHMIDT, R. H./TERBERGER, E. (1997): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., Wiesbaden 1997.

- SCHOAR, A. (2002): Effects of Corporate Diversification on Productivity, in: *The Review of Economics and Statistics*, 64. Jg., H. 3, S. 368-375.
- SCHREDELSEKER, K. (2002): *Grundlagen der Finanzwirtschaft*, München, Wien 2002.
- SCHREDELSEKER, K. (2003): Zwölf Missverständnisse zum Shareholder Value aus finanzwirtschaftlicher Sicht, in: MATZLER, K/PECHLANER, H./RENZL, B. (Hrsg.): *Werte schaffen – Perspektiven einer stakeholderorientierten Unternehmensführung*, Wiesbaden 2003, S. 99-123.
- SCHREYÖGG, G. (2003), *Organisation*, 4. Aufl. Wiesbaden 2003.
- SCHÜLE, F. M. (1992): *Diversifikation und Unternehmenserfolg*, Wiesbaden 1992, zugl.: München, Univ., Diss., 1991.
- SCHULZ, A.-C. (2011): *Die Rolle der Finanzanalysten bei der Verbreitung von Managementkonzepten*, Wiesbaden 2011, zugl.: Oldenburg, Univ., Diss., 2011.
- SCHULTZE, G. (1998): *Der Spin-off als Konzernspaltungsform*, Frankfurt a.M. 1998, zugl.: Mannheim, Univ., Diss., 1997.
- SCHULTZE, W. (2001), *Methoden der Unternehmensbewertung: Gemeinsamkeiten, Unterschiede und Perspektiven*, Düsseldorf 2001.
- SCHUMPETER, J. A. (2010): *Capitalism, Socialism, Democracy*, i. d. F. von 1942, London u. a. 2010.
- SCHWALBACH, J. (1987): *Diversifizierung, Risiko und Erfolg industrieller Unternehmen*, Koblenz, Univ., Habil.-Schr. 1987.
- SCOTT, B. R. (1973): *The Industrial State: Old Myths and New Realities*, in: *Harvard Business Review*, 51. Jg., H. 2, S. 133-148.
- SCOTT, J. T. (1982): *Multi-market Contact and Economic Performance*, in: *Review of Economics and Statistics*, 64. Jg., H. 3, S. 68-375.
- SEC (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION) (2008): *Spin-offs*, via: <http://www.sec.gov/answers/spinoffs.htm> (zuletzt abgerufen am 17.07.2011).
- SEIFERT, B./RUBIN, B. (1987): *Spin-offs and the Listing Phenomena*, in: *Journal of Economics and Business*, 41. Jg., H. 1, S. 1-19.
- SERRA, A. P. (2002): *Event Study Tests: A Brief Survey*, Working Papers, Univ. Porto 2002.
- SERVAES, H. (1996): *The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave*, in: *Journal of Finance*, 51. Jg., H. 4, S. 1201-1226.

- SERVATIUS, W. (2008): Gläubigereinfluss durch Covenants, Tübingen 2008.
- SETH, A./SONG, K. P./PETTIT, R. (2002): Value Creation and Destruction in Cross-border Acquisitions: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of US Firms, in: *Strategic Management Journal*, 23. Jg., H. 10, S. 921-940.
- SETTNIK, U. (2006): Mergers & Acquisitions auf dem deutschen Versicherungsmarkt – eine empirische Analyse, Wiesbaden 2006, zugl.: Magdeburg, Univ., Habil.-Schr., 2006.
- SEWARD, J. K./WALSH, J. P. (1996): The Governance and Control of Voluntary Corporate Spin-offs, in: *Strategic Management Journal*, 17. Jg., H. 1, S. 25-39.
- SHARPE, W. (1963): A Simplified Model for Portfolio Analysis, in: *Management Science*, 9. Jg., H. 2, S. 277-293.
- SHARPE, W. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: *Journal of Finance*, 19. Jg., H. 3, S. 425-442.
- SHIN, H. H./STULZ, R. M. (1998): Are Internal Capital Markets Efficient, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 113. Jg., H. 2, S. 531-552.
- SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1986): Large Shareholders and Corporate Control, in: *Journal of Political Economy*, 94. Jg., H. 3, S. 461-488.
- SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1988): Value Maximization and the Acquisition Process, in: *Journal of Economic Perspectives*, 2. Jg., H. 1, S. 7-20.
- SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1989): Managerial Entrenchment: The Case of Manager-specific Investments, in: *Journal of Financial Economics*, 25. Jg., S. 123-139.
- SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1990): The Takeover Wave of the 1980s, in: *Science*, 249. Jg., H. 4970, S. 745-749.
- SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1991): Take-overs in the 1960s and the 1980s: Evidence and Implications, in: *Strategic Management Journal*, 12. Jg., H. 2, S. 51-59.
- SHRIVASTAVA, P. (1986): Postmerger Integration, in: *Journal of Business*, 59. Jg., H. 1, S. 65-76.
- SICHERMAN, N. W./PETTWAY, R. H. (1987): Acquisition of Divested Assets and Shareholders' Wealth, in: *Journal of Finance*, 42. Jg., H. 5, S. 1261-1273.
- SIEBEN, G. (1983): Funktionen der Bewertung ganzer Unternehmen und von Unternehmensanteilen, in: WISU, H. 12, S. 539-542.

- SIEGERT, T. (1995): Shareholder Value als Lenkungsinstrument, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 47. Jg., H. 6, S. 508-607.
- SIEGERT, T./BÖHME, M./PFINGSTEN, F./PICOT, A. (1997): Marktwertorientierte Unternehmensführung im Lebenszyklus, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 49. Jg., H. 5, S. 471-489.
- SILVERMAN, B. S. (1999): Technological Resources and the Direction of Corporate Diversification: Toward an Integration of the Resource-Based View and Transaction Cost Economics, in: *Management Science*, 45. Jg., H. 8, S. 1109-1124.
- SINGH, H./MONTGOMERY, C. A. (1987): Corporate Acquisitions Strategy and Economic Performance, in: *Strategic Management Journal*, 8. Jg., H. 4, S. 377-386.
- SIMMONDS, P. N. (2009): Conglomeration: An Investigation Into the Incidence and Significance Amongst FTSE100 Companies Since 1993, Warwick, Univ., Diss., 2009.
- SIROWER, M. L. (1997): *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, New York 1997.
- SIROWER, M. L./SAHNI, S. (2006): Avoiding the "Synergy Trap": Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 18. Jg., H. 3, S. 83-95.
- SLOVIN, M. B./SUSHKA, M. E./FERRARO, S. R. (1995): A Comparison of the Information Conveyed by Equity Carve-outs, Spin-offs, and Asset Sell-offs, in: *Journal of Financial Economics*, 37. Jg., H. 1, S. 89-104.
- SPENCE, M. (1973): Job Market Signaling, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 87. Jg., H. 3, S. 355-374.
- SPENCE, M. (1974): *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Processes*, Cambridge 1974.
- SPENDER, J.-C. (1989): *Industry Recipes: An Enquiry into the Nature and Sources of Managerial Judgement*, Oxford 1989.
- SPREMAN, K. (2007), *Finance*, 3., korrig. und erw. Aufl., München 2007.
- STADTLER, D./CAMPBELL, A./KOCH, R. (1997): *Break Up*, New York 1997.
- STEHLE, R. (2004), Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Werts von börsennotierten Kapitalgesellschaften, *Die Wirtschaftsprüfung*, H. 17, S. 906-927.

- STEIGER, M. (1998): Institutionelle Investoren und Corporate Governance – Eine empirische Analyse, Mannheim, 1998.
- STEIN, J. C. (1997): Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, in: *Journal of Finance*, 52. Jg., H. 1, S. 111-133.
- STEIN, J. C. (2002): Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms, in: *Journal of Finance*, 62. Jg., H. 5, S. 1891-1921.
- STEIN, J. C. (2003): Agency, Information and Corporate Investment, in: CONSTANTINIDES, G./HARRIS, M./STULZ, R. (Hrsg.): *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam 2003. S. 111-163.
- STEINER, T. (1997): The Corporate Sell-off Decision of Diversified Firms, in: *Journal of Financial Research*, 20. Jg., S. 231-241.
- STEINER, M./HESELMANN, C. (2001): Messung des Erfolgs von Investor Relations, in: ACHLEITNER, A./BASSEN, A. (Hrsg.): *Investor Relations am Neuen Markt*, Stuttgart 2001, S. 97-118.
- STEINER, M./BRUNS, C. (2002): *Wertpapiermanagement: Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung*, 8. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 2002.
- STEINMANN, M. (1989): Präventive Abwehrmassnahmen zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes, Grösch 1989.
- STIENEMANN, M. (2003): Wertsteigerung durch Desinvestitionen, Göttingen 2003, zugl.: Witten, Herdecke, Univ., Diss., 2003.
- STIGLITZ, J. E. (1985): Informational and Economic Analysis: A Perspective, in: *Economic Journal*, 95. Jg., H. 380, S. 21-41.
- STRONG, N. (1992): Modelling Abnormal Returns: A Review Article, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, 19. Jg., H. 4, S. 533-553.
- STULZ, R. M. (1990): Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, in: *Journal of Financial Economics*, 26. Jg., H. 1, S. 3-27.
- SUDARSANAM, P./QIAN, B. (2007): Catering Theory of Corporate Spin-offs: Empirical Evidence for Europe, Working paper, Cranfield, Univ., 2007.
- TEECE, D. J. (1980): Economies of Scope and the Scope of the Enterprise, in: *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1. Jg., H. 3, S. 223-247.
- TEECE, D. J. (1981): Multinational Enterprise: Market Failure and Market Power Considerations, in: *Sloan Management Review*, 22. Jg., H. 3, S. 3-17.

- TEECE, D. J. (1982): Toward an Economic Theory of the Multiproduct Firm, in: *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3. Jg., H. 1, S. 39-63.
- TEECE, D.J./PISANO, G./SHUEN, A. (1997): Dynamic Capabilities and Strategic Management, in: *Strategic Management Journal*, 18. Jg., H. 7, S. 509-533.
- THAKOR, A. V./DE GRAFF, J./QUINN, R. (2001): Mythen entlarven und Shareholder Value steigern, in: FINANCIAL TIMES (Hrsg.): *Mastering: Strategy*, München 2001.
- THEISEN, M. R. (1991): *Der Konzern – betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernunternehmung*, Stuttgart 1991.
- THISSEN, S. (2000): *Strategisches Desinvestitionsmanagement: Entwicklung eines Instrumentariums zur Bewertung ausgewählter Desinvestitionsformen*, Frankfurt a. M. 2000, zugl.: Tübingen, Univ., Diss., 1999.
- TIROLE, J. (1995): *The Theory of Industrial Organization*, Cambridge 1995.
- TOBIN, J. (1969): A General Equilibrium Approach To Monetary Theory, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, 1. Jg., H. 1, S. 15-29.
- TOMCZAK, T. (1992): Forschungsmethoden in der Marketingwissenschaft. Ein Plädoyer für den qualitativen Forschungsansatz, in: *Marketing ZFP*, 14. Jg., H. 2, S. 77-87.
- TOUTENBURG, H./TRENKLER, G. (1992): Proxy variables and mean square error dominance in linear regression, in: *Journal of Quantitative Economics*. 8. Jg., H. 2, S. 433-442.
- TOUTENBURG, H./HEUMANN, C. (2006): *Deskriptive Statistik*, 5. Aufl., Berlin u. a. 2006.
- TRAPPL, S. (2012): Krisenbewältigung durch Financial Leadership, in: ZEHETNER, K. (Hrsg.): *Financial Leadership*, Wien 2012, S. 49-70.
- TREUMANN, K. (1986): *Zum Verhältnis qualitativer und quantitativer Forschung*, Weinheim 1986.
- TÜBKE, A. (2005): *Success Factors of Corporate Spin-Offs*, New York 2005.
- VANCIL, R. F. (1982): *Implementing Strategy: The Role of Top Management*, Teacher's Manual, Boston 1982.

- VELD, C./VELD-MERKOULOVA, Y. V. (2004): Do Spin-offs Really Create Value? The European Case, in: *Journal of Banking and Finance*, 28. Jg., H. 5, S. 1111-1135.
- VELD, C./VELD-MERKOULOVA, Y. V. (2008): An Empirical Analysis of the Stockholder-Bondholder Conflict in Corporate Spin-offs, in: *Financial Management*, 37. Jg., H. 1, S. 103-124.
- VELD, C./VELD-MERKOULOVA, Y. V. (2009): Value Creation Through Spin-offs: A Review of the Empirical Evidence, 2009, in: *International Journal of Management Reviews*, 11. Jg., H. 4, S. 407-420.
- VIEL, J. (1955): Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung, in: *Der Wirtschaftstreuhänder*, 4. Jg., S. 57-59.
- VIJH, A. M. (1994): The Spinoff and Merger Ex-Date Effects, in: *Journal of Finance*, 49. Jg., H. 2, S. 581-609.
- VIJH, A. M. (2002): The Positive Announcement-period Returns of Equity Carveouts: Asymmetric Information or Divestiture Gains?, in: *Journal of Business*, 75. Jg., H. 1, S.153-190.
- VILLALONGA, B. (2000): An Empirical Analysis of Diversification Motives, Working Paper, Los Angeles, Univ., Anderson Graduate School of Management.
- VILLALONGA, B. (2003): Research Roundtable Discussion: The Diversification Discount, Working Paper, Boston, Harvard Business School 2003.
- VILLALONGA, B. (2004a): Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series, in: *Journal of Finance*, 59. Jg., H. 2, S. 479-506.
- VILLALONGA, B. (2004b): Does Diversification cause the 'diversification discount'?, in: *Financial Management*, 33. Jg., H. 2, S. 5-27.
- VOLKART, R. (1995): Shareholder Value Management – Kritische Überlegungen zur wertorientierten Führung, in: *Der Schweizer Treuhänder* 12/1995, S. 1964-1068.
- VOLKART, R. (1999), Unternehmensbewertung und Akquisitionen, Zürich 1999.
- VOLKART, R. (2003), Corporate Finance. Grundlagen von Finanzierung und Investition, Zürich 2003.

- VOLKART, R./VETTIGER, T. (2009), Risikogerechte Entschädigung für Netzbetreiber im schweizerischen Elektrizitätsmarkt, via: [http://www.bfe.admin.ch/php/modules/publikationen/stream.php?extlang=de&name=de\\_577545174.pdf](http://www.bfe.admin.ch/php/modules/publikationen/stream.php?extlang=de&name=de_577545174.pdf) (zuletzt abgerufen am 23.10.2013).
- WAGNER, W./JONAS, M./BALLWIESER, W./TSCHÖPEL, A. (2006), Unternehmensbewertung in der Praxis – Empfehlungen und Hinweise zur Anwendung von IDW S 1, *Die Wirtschaftsprüfung*, 59. Jg., H. 16, 2006, S. 1005-1028.
- WALSH, J. P./KOSNIK, R. D. (1993): Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control, in: *The Academy of Management Journal*, 36. Jg., H. 4, S. 671-700.
- WALTER, C. (2012): Publizität der Rechnungslegung im internationalen Vergleich, Baden-Baden 2012, zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2011.
- WAN, W. P./HOSKISSON, R. E./SHORT, J. C./DAPHNE, W. Y. (2011): Resource-Based Theory and Corporate Diversification: Accomplishments and Opportunities, in: *Journal of Management*, 37. Jg., H. 5, S. 1335-1368.
- WEBER, E. (1991): Berücksichtigung von Synergieeffekten bei der Unternehmensbewertung, in: BAETGE, J. (Hrsg.): *Akquisitionen und Unternehmensbewertung*, Düsseldorf, S. 97-115.
- WEBER, M. (1990): *Risikoentscheidungskalküle in der Finanzierungstheorie*, Stuttgart 1990.
- WEICHSLER, T. (2009): *Corporate Governance und Shareholder Value – Eine Empirische Untersuchung am Beispiel der Schweiz*, St.Gallen, Univ., Diss., 2009.
- WEINERT, P. (2010): *Branchenspezifische Erfolgsfaktoren horizontaler strategischer Unternehmensakquisitionen*, Berlin 2010.
- WELGE, M. K. (1981): Ansätze zu einer Theorie der internationalen Desinvestition, in: WACKER, W. ET AL. (Hrsg.): *Internationale Unternehmensführung: Managementprobleme international tätiger Unternehmen*, Berlin 1981, S. 143-156.
- WELGE, M. K./AL-LAHAM, A. (2003): *Strategisches Management – Grundlagen – Prozess – Implementierung*, 4. Aufl., Wiesbaden 2003.
- WENGER, E. (1987): Managementanreize und Kapitalallokation, in: BOETTCHER, E./HERDER-DORNEICH, P./SCHENK, K. E. (Hrsg.): *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie*, Bd. 6, Tübingen 1987, S. 217-240.

- WERNERFELT, B. (1984): A Resource-based View of the Firm, in: *Strategic Management Journal*, 5. Jg., H. 2, S. 171-180.
- WERNERFELT, B. (1995): The Resource-based View of the Firm: Ten Years After, in: *Strategic Management Journal*, 16. Jg., H. 3, S. 171-174.
- WERNERFELT, B./MONTGOMERY, C. A. (1988): Tobin's Q and the Importance of Focus in Firm Performance, in: *American Economic Review*, 78. Jg., H. 1, S. 246-250.
- WESTON, J. F. (1970): The Nature and Significance of Conglomerate Firms, in: *St. John's Law Review*, 44. Jg., S. 66-80.
- WESTON, J. F./CHUNG, K. S. (1990): Takeovers and Corporate Restructuring: An Overview, in: *Business Economics*, 25. Jg., H. 2, S. 6-11.
- WESTON, J. F./SIU, J. A./JOHNSON, B. A. (2001): Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 3. Aufl., New Jersey 2001.
- WESTON, J. F./MITCHELL, M. L./MULHERIN, J. H. (2004): Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 4. Aufl., New Jersey 2004.
- WHITTINGTON, R./MAYER, M. C. (2000): The European Corporation: Strategy, Structure, and Social Science, Oxford 2000.
- WIESE, H. (2005): Mikroökonomik, 4. überarb. Aufl., Berlin 2005.
- WILCOXON, F. (1945): Individual Comparisons by Ranking Methods, in: *Biometrics Bulletin*, 1. Jg., H. 6, S. 80-83.
- WILLIAMS, J. R./PAEZ, B. L./SANDERS, L. (1988): Conglomerate Revisited, in: *Strategic Management Journal*, 9. Jg., H. 5, S. 403-414.
- WILLIAMSON, O. E. (1975): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York 1975.
- WILLIAMSON, O. E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting, New York 1985.
- WILSON, N./WRIGHT, M./SIEGEL, D. S./SCHOLES, L. (2012): Private Equity Portfolio Company Performance During the Global Recession, in: *Journal of Corporate Finance*, 18. Jg., H. 1, S. 193-205.
- WIRTZ, B. W. (2003): Mergers & Acquisitions Management: Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen, Wiesbaden, 2003.

- WIRTZ, B. W. (2010): Demerger: The Forgotten Land, in: MÜLLER-STEWENS, G./KUNISCH, S./BINDER, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Stuttgart 2010, S. 197.
- WITTEK, B. F. (1980): Strategische Unternehmensführung bei Diversifikation, Berlin 1980.
- WITTMANN, W. (1956): Der Wertbegriff in der Betriebswirtschaftslehre, Köln 1956.
- WÖHLER, H. (1981): Betriebliche Desinvestitionsplanung, Düsseldorf 1981.
- WOLLNY, C. (2010): Der objektivierte Unternehmenswert – Unternehmensbewertung bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen, 2. Aufl., Herne 2010.
- WOO, C. Y./WILLARD, G. E./DAELLENBACH, U.S. (1992): Spin-Off Performance: A Case of Overstated Expectations?, in: *Strategic Management Journal*, 13. Jg., H. 6, S. 433-447.
- WRIGHT, S./MASON, R./MILES, D. (2003): Study Into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K., London 2003, via: <http://www.caa.co.uk/default.aspx?catid=5&pagetype=90&pageid=14213> (zuletzt abgerufen am 22.10.2013).
- WULF, J. (2009): Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market, in: *Journal of Economic Behavior and Organization*, 72. Jg., H. 1, S. 305-321.
- YAN, A. (2006): Value of Conglomerates and Capital Market Conditions, in: *Financial Management*, 35. Jg., H. 4, S. 5-30.
- YAN, A./YANG, Z./JIAO, J. (2010): Conglomerate Investment Under Various Capital Market Conditions, in: *Journal of Banking and Finance*, 34. Jg., H. 1, S. 103-115.
- YERMACK, D. (1996): Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors, in: *Journal of Financial Economics*, 40. Jg., H. 2, S. 185-211.
- ZIEGLER, M. (1997): Synergieeffekte bei Unternehmenskäufen, Wiesbaden 1997.
- ZIMMERMANN, P. (1997): Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, Reihe Portfoliomanagement, Bd. 7, Bad Soden, zugl. München, Univ., Diss., 1997.
- ZINGG, A./LANG, S./WYTTENBACH, D. (2007): Insider Trading in the Swiss Stock Market, in: *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 143. Jg., H. 3, S. 331-362.

**Verzeichnis der Gesetze, Verordnungen und Verwaltungsanweisungen**

AKTG (2013): Aktiengesetz vom 6. September 1965, zuletzt geändert durch Artikel 26 des Gesetzes vom 23. Juli 2013, in: BGBl I S. 2586.

BEHG (2013): Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, Stand am 1. Mai 2013.

FUSIONSRICHTLINIE (2005): Richtlinie 90/434/EWG des Rates vom 23. Juli 1990 über das gemeinsame Steuersystem für Fusionen, Spaltungen, Einbringungen von Unternehmensteilen und den Austausch von Anteilen, die Gesellschaften verschiedener Mitgliedstaaten betreffen, zuletzt geändert durch die Richtlinie 2005/19/EG vom 17. Februar 2005, in: ABl. 2005, L 58/19.

INTERNALREVENUECODE (1954): Internal Revenue Code of 1954, Enacted During the Second Session of the Eighty-Third Congress of the United States of America, Public Law 591, Chapter 736, Approved August 16, 1954.

MARKTMISSBRAUCHSRICHTLINIE (2003): Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, in: ABl. 2003, L 96/16.

OR (2013): Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht), Stand am 1. Januar 2013.

REVENUEACT (1924): The Statutes at Large of the United States of America from December, 1023, to March, 1925 Concurrent Resolutions of the Two Houses of Congress and Recent Treaties, Conventions, and Executive Proclamations, XLIII, Washington 1924.

TRANSPARENZRICHTLINIE (2004): Richtlinie 2004/109/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, in: ABl. 2004, L 390/38.

WPHG (2013): Wertpapierhandelsgesetz vom 9. September 1998, zuletzt geändert durch Artikel 6 des Gesetzes vom 28. August 2013, in: BGBl I S. 3395.



# Anhang

## Anhang I: Stichprobenübersicht

Ankündigung	Spin-off (Target)	Muttergesellschaft (Seller)	Sedol Seller
26.02.2002	Damartex SA	Somfy SA	7393941
19.04.2002	Univar NV	Koninklijke Vopak NV	7389650
22.10.2002	NGP SpA	Montefibre SpA	7521678
11.02.2003	Altima AB	NCC AB	7737969
13.03.2003	Kommer. Fordon Europa AB	Bilia AB	B047MP5
02.04.2003	Seat Pagine Gialle SpA/OLD	Telecom Italia Media SpA	774362
18.06.2003	Kesa Electricals PLC	Kingfisher PLC	3304011
19.06.2003	Yara International ASA	Norsk Hydro ASA	7751259
09.09.2003	Neste Oil OYJ	Fortum OYJ	B06YV46
17.10.2003	Marakand Minerals Ltd	Oxus Gold PLC	3388383
23.02.2004	South Staffordshire PLC	Homeserve PLC	3432161
11.03.2004	ITAB Shop Concept AB	XANO Industri AB	B1WWN34
27.05.2004	Kemira GrowHow OYJ	Kemira OYJ	B02Z6B5
03.06.2004	DX Services Ltd	Hays PLC	B02RYQ2
16.06.2004	Karelian Diamond Resour. PLC	Conroy Gold And Natural Re- sources PLC	B01ZSK9
18.06.2004	Euronav NV	Cie Maritime Belge SA	B04M8J6
21.07.2004	Lanxess AG	Bayer AG	B05M8B7
20.08.2004	CBo Territoria	Bourbon SA	B08TZN6
08.09.2004	Uniflex AB	Poolia AB	B03YYK6
11.02.2005	Dottikon Es Holding AG	EMS-Chemie Holding AG	B06KTL7
15.02.2005	Husqvarna AB	Electrolux AB	B12PJ24
28.02.2005	Filtrona PLC	Bunzl PLC	B074435
31.03.2005	Gunnebo Industrier AB	Gunnebo AB	B09K828
28.06.2005	Christ Water Techn. AG	BWT AG	B0P0KL5
10.10.2005	Oriola-KD OYJ	Orion OYJ/Old	B17NY95
21.10.2005	Captura ASA	PSI Group ASA	B0ZSNP4
15.12.2005	Balmoral International Land Holdings PLC	Fyffes PLC	B3VYQL4
19.12.2005	Net Entertainment NE AB	Betsson AB	B1VV7V8
20.12.2005	Sonae Industria SGPS SA	Sonae	B0VJ9J7
22.12.2005	Nordic Mining ASA	Rocksource ASA	B156MH0
10.02.2006	Loomis AB	Securitas AB	B3K7KL2
28.03.2006	Teekay Petrojarl ASA	Petroleum Geo-Services ASA	B16RHY4

04.04.2006	Biffa Ltd	Severn Trent PLC	B129PL7
12.04.2006	Smiths News PLC	WH Smith PLC/Old	B17WCR6
29.08.2006	Fiberweb PLC	BBA Aviation PLC	B1FMH06
07.09.2006	Total Produce PLC	Fyffes PLC	B1HDWM4
19.10.2006	Peab Industri AB	Peab AB	B1Z9387
27.10.2006	Hutter & Schrantz Stahlbau AG	Hutter & Schrantz AG	B1GF652
30.10.2006	Infrastrata PLC	Egdon Resources PLC	B28YMP6
16.02.2007	Broca PLC	2 Ergo Group PLC	B1R2V68
15.05.2007	Precomp Solutions AB	Consilium AB	B23ZYH0
01.06.2007	Mondi Ltd	Anglo American PLC	B41LJ57
04.09.2007	Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA	Bastogi SpA	4124605
09.11.2007	Sonae Capital SGPS SA	Sonae	B2NBG05
16.11.2007	PCI Biotech AS	PhotoCure ASA	B2NHNK7
14.03.2008	Prosafe Production Public Ltd	ProSafe SE	B2R8044
17.04.2008	F. Ramada Investimentos SGPS SA	Altri SGPS SA	B39Z233
18.04.2008	Hexpol AB	Hexagon AB	B39RNH0
08.08.2008	Reinet Investments SCA	Cie Financiere Richemont SA	B3DCZG4
30.07.2009	Sektellerei J. Oppmann AG/Neu	OPPMANN IMMOBILIEN AG	B3Y36P2
27.08.2009	Edenred	Accor SA	B62G1B5
23.10.2009	Axway Software SA Video Futur Entertainment Group SA	Sopra Group SA NetGem SA	B3S0TP0 B047KX9
09.12.2009	Panoro Energy ASA	Norse Energy Corp ASA	B5BR907
01.02.2010	Poros SAS	Georex SA	
01.02.2010	Carphone Warehouse Group PLC	Carphone Warehouse Group PLC/Old	B4Y7R14
02.02.2010	Cable & Wireless Worldwide PLC	Cable & Wireless Communications PLC	B5WB0X8
19.04.2010	CDON Group AB	Modern Times Group AB	B58DQJ6
21.04.2010	Fiat Industrial SpA	Fiat SpA	B52B4V4
04.05.2010	Prelios SpA	Pirelli & C SpA	7381656
28.07.2010	APERAM	ArcelorMittal	B58C6H1
02.12.2010	TNT Express NV	PostNL NV	B3Y0JD2
23.12.2010	Diana Containerships Inc	Diana Shipping Inc	B4QZY26
31.01.2011	Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Carrefour SA	B55ZR92
24.02.2011	PledPharma AB	Accelerator Nordic AB	B4N7SB2

---

22.03.2011	Autoneum Holding AG	Rieter Holding AG	B4YCYX0
22.03.2011	Spirit Pub Co PLC	Punch Taverns PLC	B5NFV69
05.04.2011	Emitor AB	Selena Oil & Gas Holding AB	
06.04.2011	Kvaerner ASA	Aker Solutions ASA	B5VFAQ00
14.06.2011	Lamaune Iron Inc	Landore Resources Ltd	
18.07.2011	China Africa Resources PLC	Weatherly International PLC	B3ZW6Z8
22.07.2011	Delclima SpA	De' Longhi SpA	B78GKC
28.02.2012	Andina Plc	Andes Energia PLC	
19.03.2012	Xvivo Perfusion AB	Vitrolife AB	B898BV
12.04.2012	Angler Gaming PLC	Betsson AB	B8BD17
12.04.2012	Veripos Inc	Subsea 7 SA	B8G45W
31.05.2012	Zug Estates Holding AG	Metall Zug AG	B842LC
13.08.2012	Prothena Corp PLC	Elan Corp PLC	B91XRN
01.10.2012	Gurktaler AG	Schlumberger AG	B9JT81
29.10.2012	Mobile phone distribution	Bigben Interactive	
01.11.2012	Alent PLC	Vesuvius PLC	B7T18K
28.11.2012	Osram Licht AG	Siemens AG	B92393
10.12.2012	Munksjo Oyj	Ahlstrom OYJ	B92B2M

---

## Anhang II: Korrelationsmatrix der verwendeten Variablen

	InfFokus	Geo-Fokus	Kongl_SIC	Kongl_En trop	Tobins Q<1	Umsatz in Mio.	Bilanzsumme	Grossaktionärsumme >25%	Stimmrechtskonz	La_Porta DE-Ratio	La_Porta Index	EPS_Std ABW_Norm	1-Jahres-Aktienperformance	Quick-Ratio	Cash Flow Margin	ZScore*	Relative Grösse (Umsatz)	Log_Alter	
InfFokus	1,000	-0,047	2,83	-425	-194	-290	-314	-408	088	-170	470	-192	059	-301	209	170	088	256	043
GeoFokus	-0,47	1,000	0,80	435	-181	666	417	-229	-420	020	-193	-198	010	-109	288	181	-109	-279	-301
Kongl_SIC	2,83	0,80	1,000	-0,64	-208	-177	-188	069	048	-195	259	-093	175	045	365	062	486	-290	125
Kongl_Entrop	-425	435	-0,64	1,000	143	475	603	-043	-043	-216	-231	204	062	-201	131	271	-207	-331	-311
Tobins Q<1	-194	-181	-208	143	1,000	-182	-147	553	205	-188	-177	443	030	-050	155	-235	-259	280	-155
Umsatz in Mio.	-290	666	-177	475	-182	1,000	808	-032	-430	049	-498	205	-247	-047	-032	-032	-192	-347	-339
Bilanzsumme	-314	417	-188	603	-147	808	1,000	158	-272	-128	-426	453	-249	-169	-216	056	-090	-387	-287
Grossaktionär>25%	-408	-229	069	365	553	-032	158	1,000	660	-283	-374	299	050	335	195	072	072	-128	-176
StimmrechtsKonz	088	-420	048	-043	205	-430	-272	660	1,000	-115	-028	-159	190	-091	302	393	321	-027	021
La_Porta	-170	020	-185	-216	-188	049	-128	-283	-115	1,000	106	-080	-174	090	-228	-011	-503	248	-486
La_Porta_Index	470	-193	259	-231	-177	-498	-426	-374	-028	106	1,000	-318	183	111	-419	-083	-034	012	-087
EPS_Std_ABW_Norm	-192	-198	-083	204	443	205	453	299	-158	-080	-318	1,000	-293	-006	-243	-299	-281	-003	-258
1-Jahres-Aktienperformance	059	010	175	062	030	-247	-249	050	190	-174	183	-283	1,000	068	-052	-137	296	-131	000
1-Jahres Rendite EuroStox600	-198	149	045	240	-207	-047	-019	-150	-091	090	111	-252	618	1,000	-007	021	035	-238	-047
QuickRatio	-301	-109	365	-201	-050	-202	-169	335	302	-228	-419	-006	-052	-007	1,000	130	193	228	289
RoA_%	209	288	244	131	155	-144	-216	195	393	-011	146	-243	-137	021	130	1,000	612	164	044
Cash Flow Margin	-170	181	062	271	-235	-032	056	072	321	-190	-083	-299	-275	-071	193	612	1,000	241	009
ZScore*	088	109	486	-207	-259	-192	-090	072	162	-503	-034	-261	296	035	577	164	241	1,000	-209
Relative Grösse (Umsatz)	256	-279	-290	-331	280	-347	-387	-129	-027	248	012	-003	-131	-238	-228	044	009	-209	1,000
Log_Alter	043	-301	125	-311	-155	-339	-287	-176	021	-486	-087	-258	000	-047	289	-171	166	396	-053

**Anhang III: Kolmogorov-Smirnov-Test Market Adjusted Model**

**Descriptive Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
CAR (-10;0)	83	.0605	.09674	-.13	.59
CAR (-1;0)	83	.0505	.08911	-.09	.62
CAR (-1;1)	83	.0486	.08464	-.11	.49
CAR (-5;5)	83	.0494	.11006	-.33	.65
CAR (-10;10)	83	.0536	.11223	-.41	.49
CAR (-20;20)	83	.0679	.13048	-.29	.40

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		CAR (-10;0)	CAR (-1;0)	CAR (-1;1)	CAR (-5;5)
N		83	83	83	83
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0605	.0505	.0486	.0494
	Std. Deviation	.09674	.08911	.08464	.11006
Most Extreme Differences	Absolute	.154	.216	.189	.150
	Positive	.154	.216	.189	.150
	Negative	-.088	-.163	-.139	-.116
Test Statistic		.154	.216	.189	.150
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 <sup>c</sup>	.000 <sup>c</sup>	.000 <sup>c</sup>	.000 <sup>c</sup>
Exact Sig. (2-tailed)		.036	.001	.005	.044
Point Probability		.000	.000	.000	.000

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		CAR (-10;10)	CAR (-20;20)
N		83	83
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0536	.0679
	Std. Deviation	.11223	.13048
Most Extreme Differences	Absolute	.123	.092
	Positive	.123	.092
	Negative	-.075	-.075
Test Statistic		.123	.092
Asymp. Sig. (2-tailed)		.003 <sup>c</sup>	.082 <sup>c</sup>
Exact Sig. (2-tailed)		.150	.463
Point Probability		.000	.000

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

### Anhang IV: Kolmogorov-Smirnov-Test Market Model

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
CAR (-10;0)	83	.0527	.10179	-.14	.60
CAR (-1;0)	83	.0486	.08836	-.09	.62
CAR (-1;1)	83	.0458	.08435	-.10	.48
CAR (-5;5)	83	.0386	.11033	-.35	.61
CAR (-10;10)	83	.0358	.11877	-.45	.43
CAR (-20;20)	83	.0321	.13638	-.35	.34

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		CAR (-10;0)	CAR (-1;0)	CAR (-1;1)	CAR (-5;5)
N		83	83	83	83
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0527	.0486	.0458	.0386
	Std. Deviation	.10179	.08836	.08435	.11033
Most Extreme Differences	Absolute	.100	.198	.162	.125
	Positive	.100	.198	.162	.125
	Negative	-.094	-.151	-.129	-.118
Test Statistic		.100	.198	.162	.125
Asymp. Sig. (2-tailed)		.040 <sup>c</sup>	.000 <sup>c</sup>	.000 <sup>c</sup>	.003 <sup>c</sup>
Exact Sig. (2-tailed)		.358	.003	.023	.140
Point Probability		.000	.000	.000	.000

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		CAR (-10;10)	CAR (-20;20)
N		83	83
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0358	.0321
	Std. Deviation	.11877	.13638
Most Extreme Differences	Absolute	.082	.108
	Positive	.074	.039
	Negative	-.082	-.108
Test Statistic		.082	.108
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 <sup>c,d</sup>	.017 <sup>c</sup>
Exact Sig. (2-tailed)		.597	.263
Point Probability		.000	.000

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. This is a lower bound of the true significance.

**Anhang V: QQ-Plots Market Adjusted Model**

**Model Description**

Model Name	MOD_2	
Series or Sequence	1	CAR (-10;0)
	2	CAR (-1;0)
	3	CAR (-1;1)
	4	CAR (-5;5)
	5	CAR (-10;10)
	6	CAR (-20;20)
Transformation	None	
Non-Seasonal Differencing	0	
Seasonal Differencing	0	
Length of Seasonal Period	No periodicity	
Standardization	Not applied	
Distribution	Type	Normal
	Location	estimated
	Scale	estimated
Fractional Rank Estimation Method	Blom's	
Rank Assigned to Ties	Mean rank of tied values	

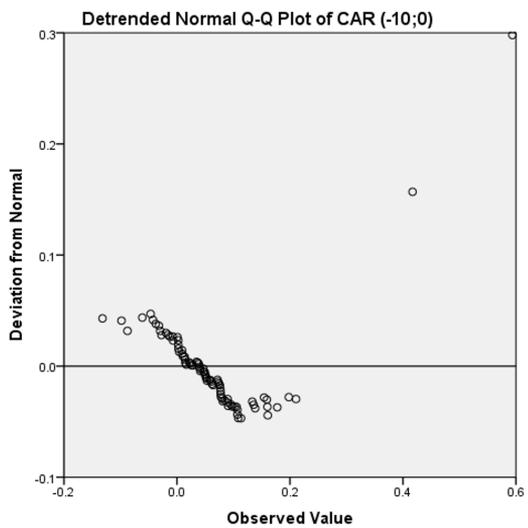
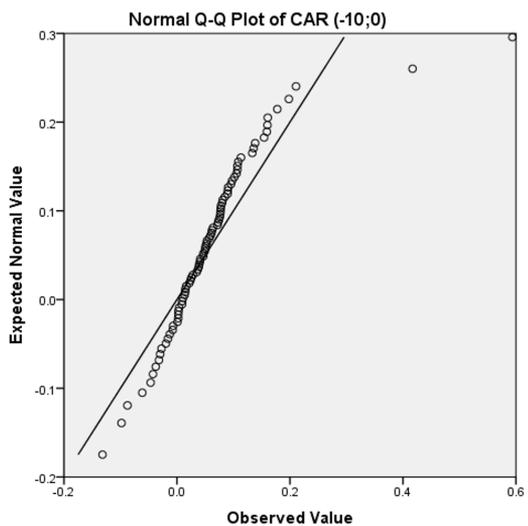
**Estimated Distribution Parameters**

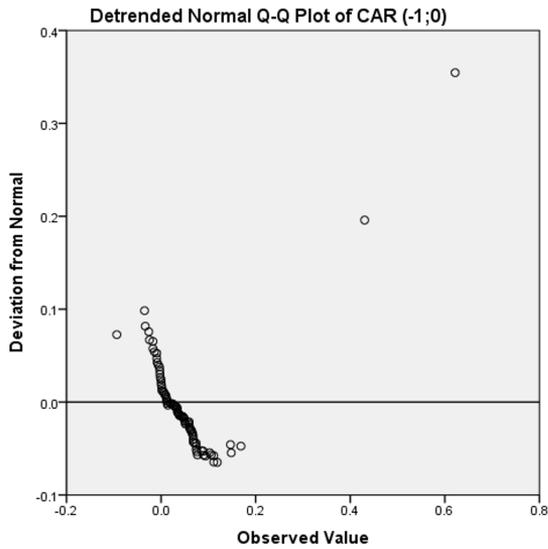
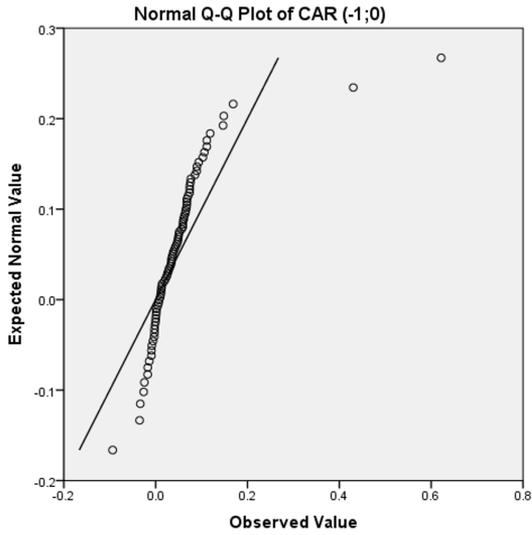
		CAR (-10;0)	CAR (-1;0)	CAR (-1;1)	CAR (-5;5)	CAR (-10;10)
Normal Distribution	Location	.0605	.0505	.0486	.0494	.0536
	Scale	.09674	.08911	.08464	.11006	.11223

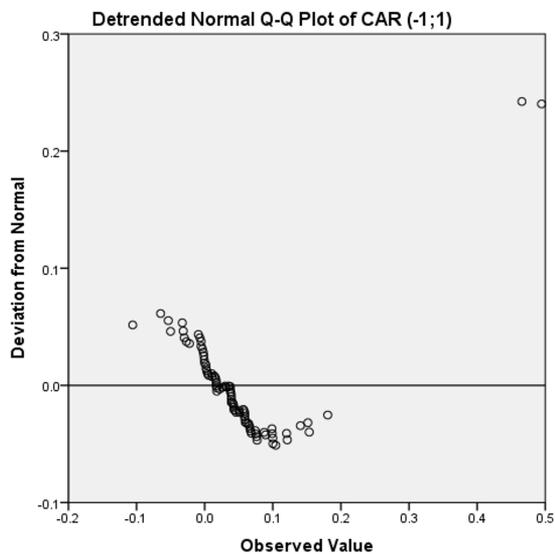
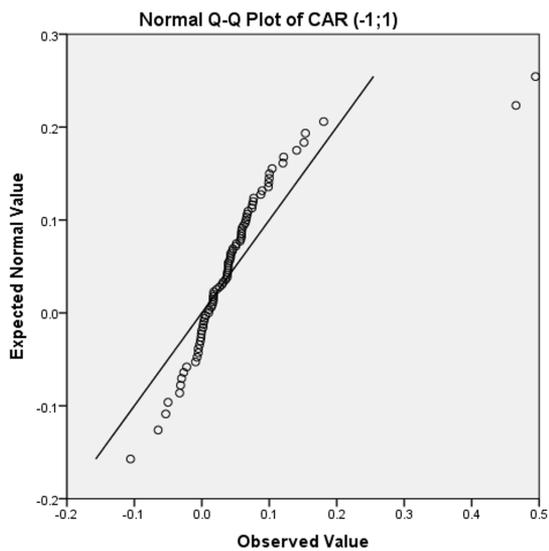
**Estimated Distribution Parameters**

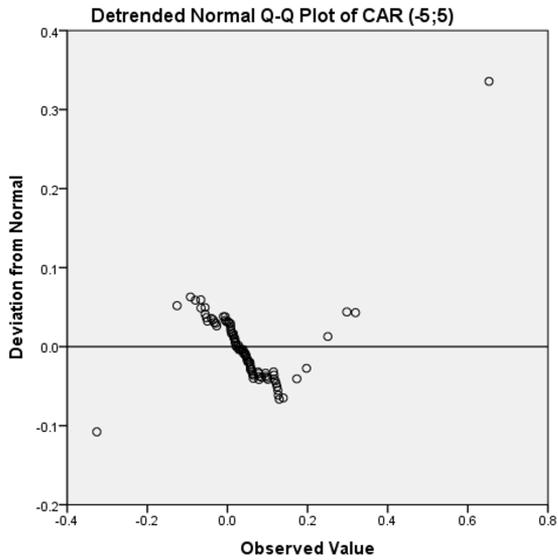
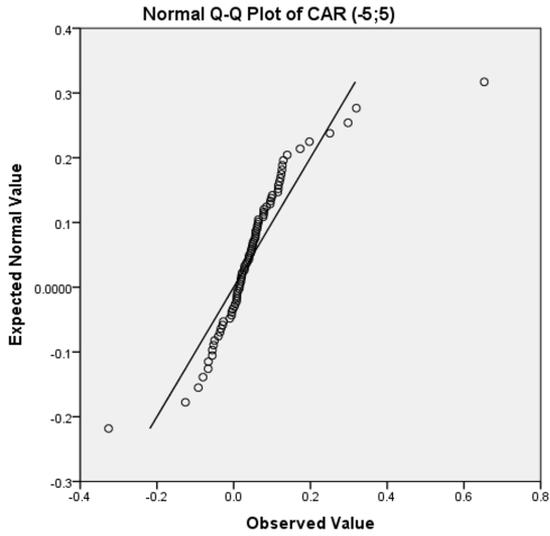
		CAR (-20;20)
Normal Distribution	Location	.0679
	Scale	.13048

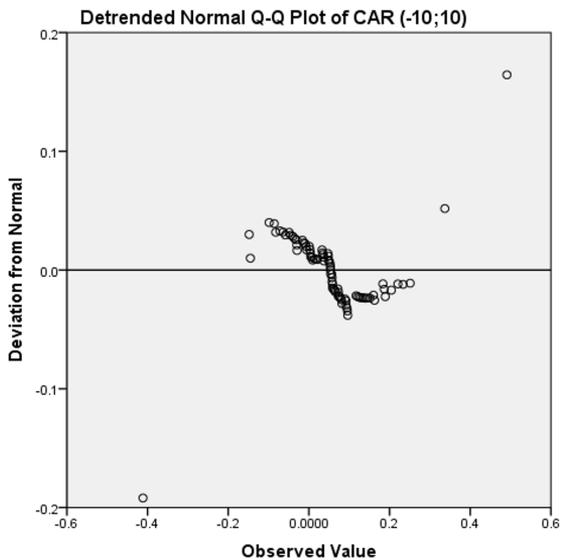
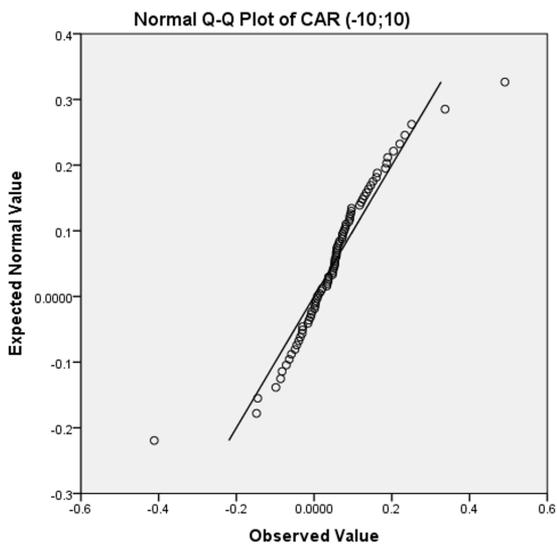
The cases are unweighted.

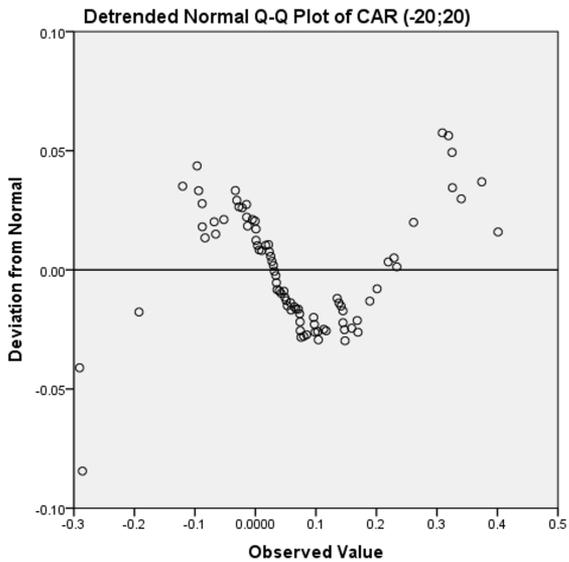
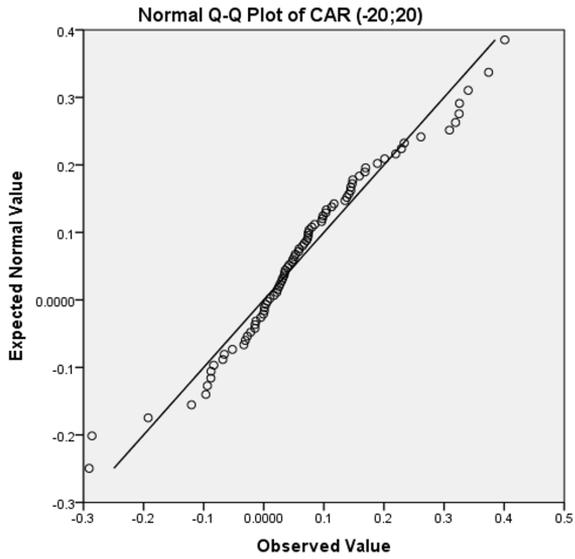












## Anhang VI: QQ-Plots Market Model

Model Description		
Model Name		MOD_3
Series or Sequence	1	CAR (-10;0)
	2	CAR (-1;0)
	3	CAR (-1;1)
	4	CAR (-5;5)
	5	CAR (-10;10)
	6	CAR (-20;20)
Transformation		None
Non-Seasonal Differencing		0
Seasonal Differencing		0
Length of Seasonal Period		No periodicity
Standardization		Not applied
Distribution	Type	Normal
	Location	estimated
	Scale	estimated
Fractional Rank Estimation Method		Blom's
Rank Assigned to Ties		Mean rank of tied values

Applying the model specifications from MOD\_3

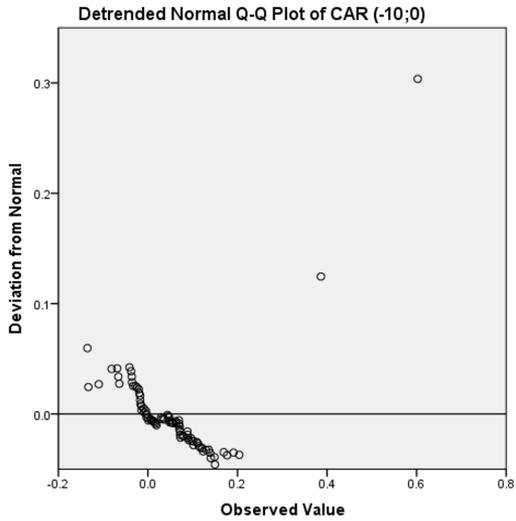
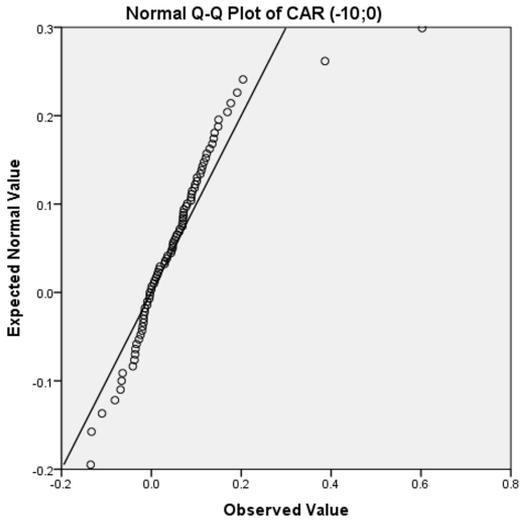
**Estimated Distribution Parameters**

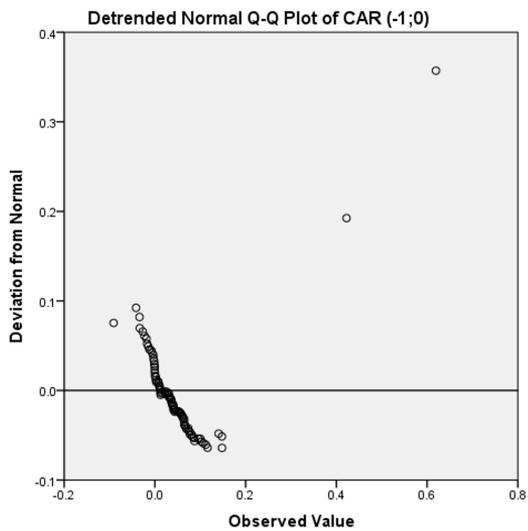
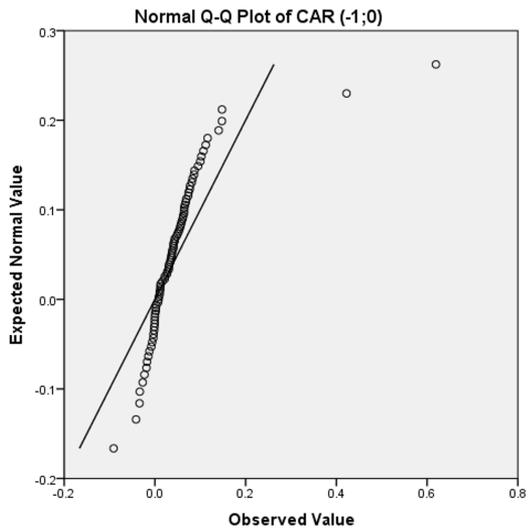
		CAR (-10;0)	CAR (-1;0)	CAR (-1;1)	CAR (-5;5)	CAR (-10;10)
Normal Distribution	Location	.0521	.0480	.0452	.0381	.0353
	Scale	.10134	.08799	.08399	.10975	.11812

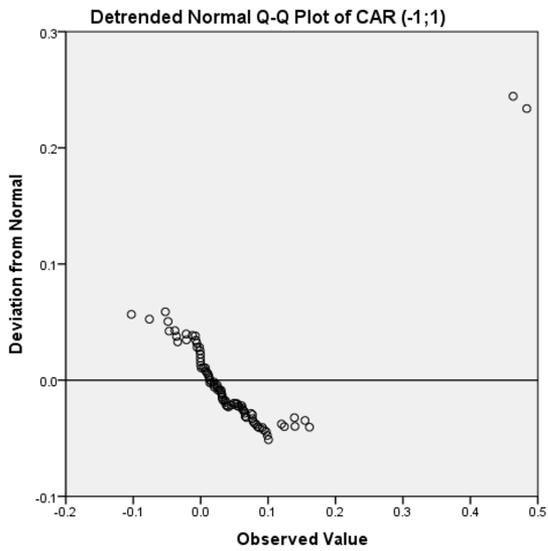
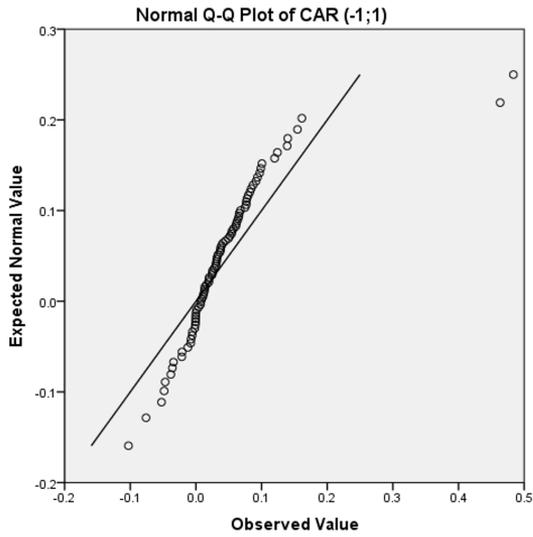
**Estimated Distribution Parameters**

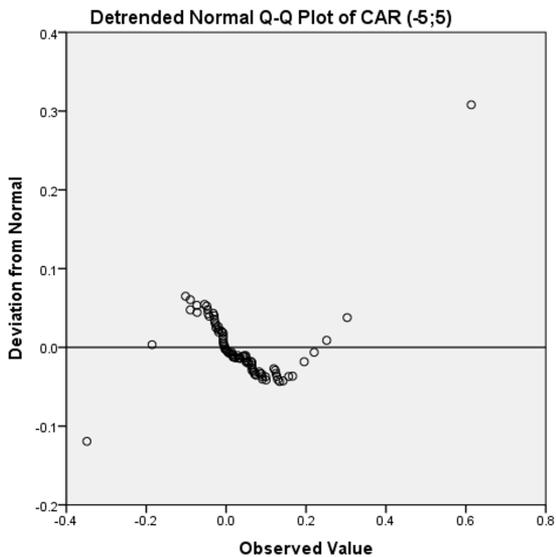
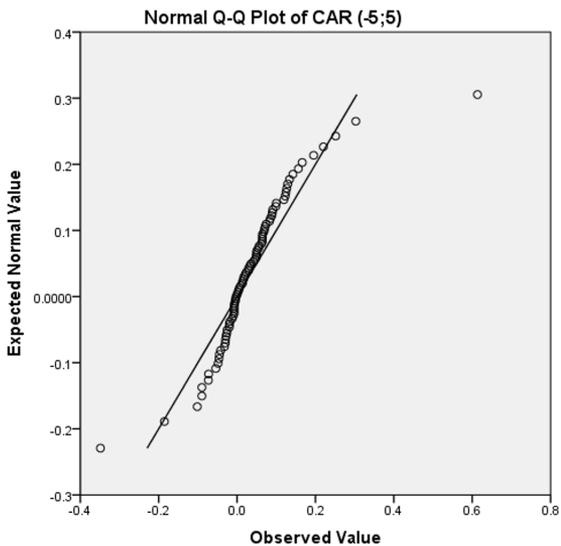
		CAR (-20;20)
Normal Distribution	Location	.0317
	Scale	.13560

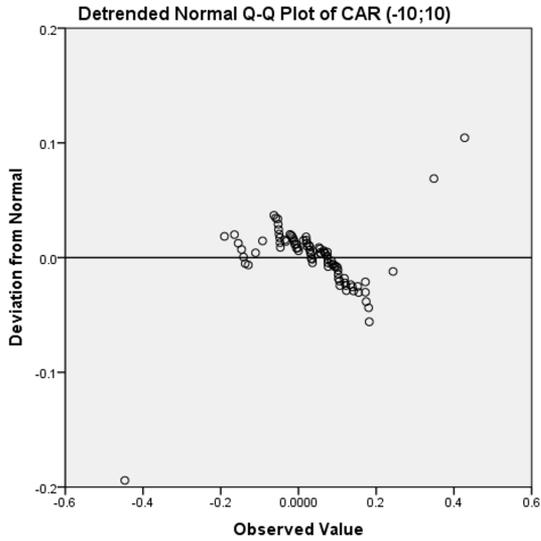
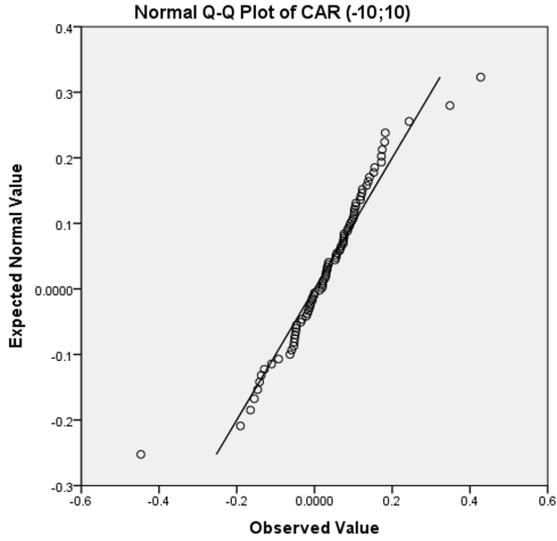
The cases are unweighted.

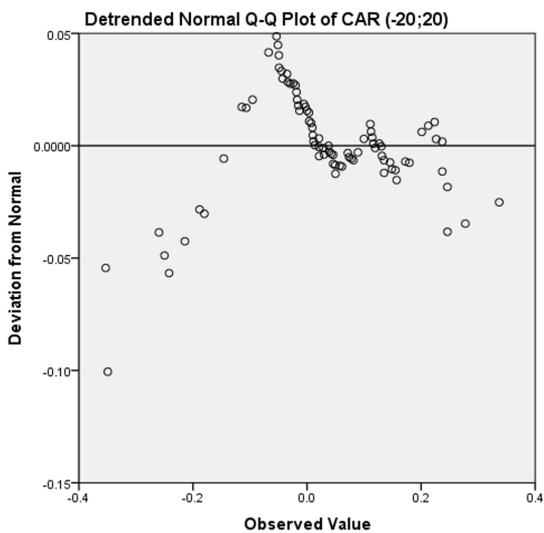
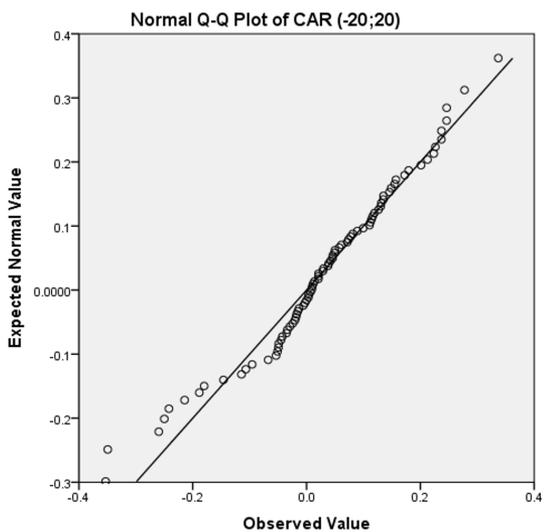












## **Lebenslauf Jens Vollmar**

- Hauptforschungsgebiete**
- Bankenregulierung in der Schweiz
  - Corporate Demerger/Divestiture und Corporate Restructuring (M&A)
  - Finanzinstrumente
  - Unternehmenstransaktionen im juristischen und ökonomischen Kontext
  - Empirische Kapitalmarktforschung mit besonderem Bezug zur Unternehmensbewertung

- Ausbildung**
- 2004 Abitur
  - 2005 - 2008 Bachelor-Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Universität Basel
  - 2008 - 2010 Master in Accounting & Finance an der Universität St. Gallen (HSG)
  - 2010 - 2014 Doktoratsstudium an der Universität St. Gallen und an der Haas School of Business der University of California in Berkeley

**Berufserfahrung** Neben diversen Praktika vor und während des Studiums in den Bereichen Treasury und Finance in den Ländern Schweiz, Israel und Deutschland, arbeitete Jens Vollmar in verschiedenen Funktionen in der Immobiliendienstleistungs-, der Logistik- und der Tabakindustrie.

Nach seiner assistentischen Mitarbeit 2009 bei Dr. Sebastian Lang (SBF-HSG) wurde Jens Vollmar 2010 wissenschaftlicher Mitarbeiter von Dr. Dirk Schäfer (Executive Director MAccFin). Zwischen 2011 und 2014 arbeitete er in gleicher Funktion bei Prof. Dr. Thomas Berndt (ACA-HSG), wo er auch seine Dissertation zum Thema „Spin-offs, Diversifikation und Shareholder Value“ verfasste. Neben der Anstellung an der Universität St. Gallen arbeitete Jens Vollmar im Center for Business Studies in Zürich, wo er auch aktuell projektbezogene Aufgaben erfüllt.

Seit Anfang 2014 arbeitet Jens Vollmar neben seinen aktuellen universitären Aufgaben als „Assistant to CEO“ für Anton Affentranger (CEO) bei der Implenia AG.

**Lehraktivitäten** Jens Vollmar unterrichtete 2014 mit Dr. Sebastian Lang im Bereich "Strategic Corporate Finance" in den Masterprogrammen MBF und MAccFin an der Universität St. Gallen. Zur Thematik des Corporate Restructuring war er 2011 als Referent im

Modul "Strategic Corporate Finance" im MBA-Programm eingeladen. Jens Vollmar leitete 2012/2013 die Tutorien des MAccFin-Pflichtkurses "Financial Analysis" unter Dr. Enzo Mondello und ist seit 2012 auf Bachelor-Stufe Übungsleiter im Kurs "Controlling und Rechnungslegung" unter Prof. Dr. Thomas Berndt und Prof. Dr. Andreas Grüner.

Jens Vollmar hat zudem ab 2015 einen Lehrauftrag zum Thema „Unternehmenstransaktionen im rechtlichen und ökonomischen Kontext“ angenommen.

### **Mitgliedschaften**

- Mitglied der Habilitationskommission der Universität St. Gallen
- Ehem. Vorstandsmitglied "DocNet" Doktoranden- und Postdoktorandenverein an der Universität St. Gallen (>600 Mitglieder)
- Ehem. Vorstandsmitglied "True and Fair View"-Fachverein (>300 Mitglieder)
- Mitglied der European Accounting Association (EAA)
- Mitglied der American Accounting Association (AAA)
- Gründungsmitglied der HSG-Tennismannschaft (TC Falkenstein)
- Mitglied HSG-Alumni
- Mitglied Dialog-Klub an der Universität St. Gallen



