



International Strategic Emphasis, Marketing Capabilities und Shareholder Value: Die finanziellen Implikationen des Trade-offs zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung

Nico Severitt

Georg-August-Universität Göttingen

Abstract

Das Management multinationaler Unternehmen ist heutzutage mit dynamischen Umweltbedingungen konfrontiert. Der unternehmerische Erfolg auf den internationalen Märkten hängt maßgeblich von einer effizienten und effektiven Ressourcenallokation ab. Im Zuge dessen müssen Trade-off-Entscheidungen zwischen den Strategieoptionen der internationalen Wertgenerierung und der internationalen Wertschöpfung getroffen werden. Die Beziehung zwischen der Internationalisierung und der finanziellen Performance eines Unternehmens wird in der Literatur seit 50 Jahren diskutiert. Aus unterschiedlichen methodischen Herangehensweisen resultieren uneindeutige Ergebnisse. Für die Operationalisierung internationaler Aktivitäten werden insbesondere wertgenerierende und wertschöpfende Größen herangezogen. Eine Relation zwischen beiden Maßen, und damit die Berücksichtigung internationaler Trade-off-Entscheidungen, wird jedoch bislang vernachlässigt. Diese Forschungslücke wird in der vorliegenden Studie geschlossen, indem der Einfluss des internationalen Strategie-Trade-offs auf den Shareholder Value untersucht wird. Die Studie prognostiziert hier einen negativen Wirkungszusammenhang. Die Vermutung lautet, dass ein positiver Effekt erst durch ausgeprägte Innovations- und Vermarktungsfähigkeiten ausgelöst werden kann. Der Resource-Based-View, die Theorie der Liabilities of Foreignness und das Konzept der Dynamic Capabilities bilden ein komplementäres Framework zur Erklärung dieser Wirkungsbeziehungen. Die empirische Untersuchung basiert auf einer Panel-datenanalyse für ein Sample von 1.399 Unternehmen im Untersuchungszeitraum von 1982 bis 2016. Für die Modellierung der Wirkungszusammenhänge zwischen den Variablen werden Mehrgleichungsmodelle verwendet. Die zentralen Ergebnisse der Studie zeigen, dass der Einfluss des internationalen Strategie-Trade-offs auf den Shareholder Value insignifikant ist. Investoren ziehen internationale Trade-off-Entscheidungen erst dann in Betracht, wenn das Unternehmen über Marketing Capabilities verfügt. Einer der Forschungsbeiträge dieser Studie ist die Entwicklung einer neuen relevanten Internationalisierungsvariable. Darüber hinaus werden Erkenntnisse aus der Internationalisierungsliteratur mit Erkenntnissen aus der Marketingliteratur verknüpft. Dabei ist die Relevanz bestimmter Marketingaktivitäten für multinationale Unternehmen hervorzuheben. Ferner können Managementimplikationen bezüglich der Kommunikation dieser Marketingaktivitäten im Internationalisierungskontext gegeben werden.

Keywords: Internationalisierung, Marketing, Shareholder Value, Strategischer Trade-Off, Regressionsanalyse

1. Internationale strategische Ausrichtung

Die Entwicklung ausländischer Märkte nimmt seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges kontinuierlich zu. Diese Tatsache wird insbesondere durch das progressive Wachstum des Welthandelsvolumens und der ausländischen Direktinvestitionen bewiesen (vgl. Dittfeld, 2017, S. 2). Das Welthandelsvolumen wuchs im Zeitraum von 1948 bis 2016 von 59 Milliarden US-Dollar auf 16 Billionen US-Dollar und zeigt somit eine 270-fache Erhöhung des Welthandelsvolumens aus

dem Jahr 1948. Die weltweiten ausländischen Direktinvestitionen wiesen im Jahr 1980 einen Wert von 559 Milliarden US-Dollar auf und stiegen auf eine Summe von 26 Billionen US-Dollar im Jahr 2016 an (vgl. UNCTAD, 2016a). Die Auflistung dieser Kennzahlen führt zu der Frage, welchen Einfluss die Entwicklung internationaler Märkte auf den Unternehmenserfolg ausübt (vgl. Dittfeld, 2017, S. 2).

Für die Beantwortung dieser Frage ist es notwendig, die Internationalisierungsstrategien von multinationalen Unternehmen zu untersuchen (vgl. Lu und Beamish, 2004, S.

599). Aus der Managementpraxis können zwei entscheidende Strategieoptionen herausgefiltert werden, aus denen die Internationalisierungsstrategie zusammengesetzt ist. Einerseits sind multinationale Unternehmen zu beobachten, die ihren Schwerpunkt auf Operationen in mehr als einer Region legen. Andere international aktive Unternehmen ziehen es vor, ihre Umsätze aus mehreren Regionen zu genießen, aber nur in einer Region zu operieren (vgl. McKinsey & Company, 2012). Präferieren Unternehmen multiregionale Operationen, wird dieses Verhalten mit der Strategieoption der internationalen Wertgenerierung in Verbindung gebracht. Internationale Unternehmen, die ihren Fokus auf multiregionales Umsatzwachstum legen und dabei lediglich aus einer Region operieren, sind der Strategieoption der internationalen Wertschöpfung zuzuordnen (Mizik und Jacobson, 2003, S. 63; Thomas und Eden, 2004, S. 92). Die internationale Wertgenerierung stellt den Ressourcenzugang auf internationalen Märkten in den Vordergrund. Die Leistungserstellung wird dabei in das Ausland verlagert. Die Vorteile dieser Strategieoption ergeben sich zum einen durch die Ausnutzung von Kostenvorteilen und zum anderen durch die Entwicklung neuen Knowhows und innovativer Produkte (vgl. Boston Consulting Group, 2010, S. 5). Bei der internationalen Wertschöpfung wird hingegen der internationale Marktzugang fokussiert. Das multinationale Unternehmen kann beispielsweise durch die Erschließung neuer internationaler Märkte das Nachfragepotenzial erhöhen. Ferner können mittels internationaler Marktdurchdringung bereits bestehende Kunden- und Produktsegmente intensiver bearbeitet werden (vgl. Boston Consulting Group, 2010, S. 4).

In der Vergangenheit wurde das strategische Denken multinationaler Unternehmen primär vom Ansatz der internationalen Wertschöpfung bestimmt. Die Philosophie dieses Vorgehens beruht auf der Replikation des Geschäftsmodells aus dem Heimatmarkt und dessen Anwendung auf ausländischen Märkten. Der Wettbewerbsvorteil im Heimatmarkt sowie Skalen- und Synergieeffekte sollen mit dieser Herangehensweise gleichermaßen im Ausland genutzt werden. Aus Sicht der Managementpraxis reicht dieser Ansatz jedoch nicht mehr aus, um international erfolgreich zu sein. International agierende Unternehmen sind heutzutage mit Umweltbedingungen konfrontiert, welche in einer Studie der Boston Consulting Group (2010) als „New Global Reality“ betitelt werden (Boston Consulting Group, 2010, S. 3). Im Zuge der Globalisierung treten Gefahren in Form von neuen Wettbewerbern auf, während neu zu erschließende Märkte Wachstumschancen bieten. Diese neuartigen Chancen und Gefahren ergeben sich vor allem aus dem zunehmenden internationalen Einfluss schnell wachsender Volkswirtschaften. Die Manager US-amerikanischer Unternehmen sind beispielsweise mit den kulturellen und nachfragespezifischen Besonderheiten des chinesischen oder indischen Marktes konfrontiert.

Dieses neue dynamische Umfeld erfordert daher die Einbeziehung wertgenerierender Strategieoptionen, um lokale Präferenzen in den jeweiligen Märkten zu berücksichtigen. Ein multinationales Unternehmen kann demzufolge

nur dann den optimalen Mehrwert der Internationalisierung erreichen, wenn es sowohl neue Kundensegmente erschließt als auch Kernkompetenzen in ausländische Märkte überträgt (vgl. Boston Consulting Group, 2010, S. 3). Welche Herausforderungen sich durch diesen internationalen Strategie-Trade-off ergeben, zeigt eine Studie von McKinsey & Company (2012). Hier werden über 300 internationale Manager aus 17 der erfolgreichsten globalen Unternehmen befragt. Die Führungskräfte bestätigen die zunehmende Bedeutung der lokalen Anpassungsfähigkeit in ausländischen Märkten. Mehr als 60 % der Befragten glauben, dass lokale Konkurrenten die Kundenanforderungen besser verstehen als das eigene Unternehmen. In Bezug auf die wachsende Vielfalt von Märkten, Kunden und Absatzkanälen besteht weiterhin eine große Schwierigkeit in der internationalen Ressourcenallokation (vgl. McKinsey & Company, 2012).

Die Frage nach den Auswirkungen des internationalen Strategie-Trade-offs auf den Unternehmenserfolg ist in der Managementpraxis also von hoher Relevanz. Da die Internationalisierungsliteratur diese Frage bislang unbeantwortet lässt, widmet sich die vorliegende Studie dieser Thematik. Diverse Praxisstudien weisen zudem daraufhin, dass multinationale Unternehmen bestimmte Ressourcen, Kompetenzen und Fähigkeiten benötigen, um international erfolgreich zu sein (vgl. McKinsey & Company, 2012; Boston Consulting Group, 2010). Vor diesem Hintergrund wird in dieser Studie das Konzept der Marketing Capabilities in das Forschungsmodell integriert.

Das Framework hat sich in der Erklärung der Wirkungszusammenhänge zwischen Internationalisierung und Performance bereits bewährt (vgl. Morck und Yeung, 1991, S. 185; Berry und Sakakibara, 2008, S. 297). Einen besonderen Stellenwert beinhaltet die Internationalisierung darüber hinaus für die Shareholder der Unternehmen. In einer weiteren Praxisstudie wird gezeigt, dass die Marktkapitalisierung der 50 größten multinationalen Unternehmen in den Jahren 1990 bis 2015 dreimal stärker wuchs als die vieler renommierter Aktienindizes. Zu den Vergleichsportfolios gehören etwa Indizes wie der S&P 500 COMPOSITE, der MSCI AC WORLD oder der STOXX EUROPE 600 (vgl. Oliver Wyman, 2017, S. 3 ff.). Der Shareholder Value ist demnach eine relevante Erfolgsgröße im Internationalisierungskontext und wird folglich in dieser Arbeit untersucht. Aus den vorangegangenen Ausführungen lassen sich vier Forschungsfragen für die aktuelle Studie ableiten:

1. Wie lässt sich der internationale Strategie-Trade-off operationalisieren?
2. Inwieweit unterscheidet sich die neue internationale Trade-off-Kennzahl von den bestehenden Internationalisierungsvariablen?
3. Übt der internationale Strategie-Trade-off einen Einfluss auf den Shareholder Value aus?
4. Welche Rolle spielen Marketing Capabilities in dieser Beziehung?

Nach der Darstellung der Relevanz des Themas und der formulierten Zielstellung der Arbeit folgen im zweiten Kapitel

die konzeptionellen Grundlagen. Hier werden mit der Internationalisierung, den Marketing Capabilities und dem Shareholder Value die drei Hauptkonstrukte der Arbeit vorgestellt. Am Ende des Kapitels wird die Forschungslücke aus der bisherigen Internationalisierungsliteratur abgeleitet. Das dritte Kapitel befasst sich mit relevanten Theorien, um die Wirkungszusammenhänge der darauffolgenden Hypothesen zu erklären. Final wird hier das Gesamtmodell der Studie aufgestellt. Die empirische Untersuchung wird im vierten Kapitel dargelegt. Dabei wird zunächst Bezug auf das Sampling und die Datenbasis genommen, bevor anschließend die Modellspezifikation folgt. Das Kapitel wird mit der Vorstellung der empirischen Ergebnisse abgeschlossen. Das fünfte und letzte Kapitel dient zur Diskussion der gewonnenen Erkenntnisse und zur Beantwortung der Forschungsfragen. Ferner sollen hier die Limitationen der Studie aufgezeigt werden. Anschließend wird die Arbeit in den Kontext der Internationalisierungsforschung eingeordnet. Den Abschluss bilden Implikationen für die Managementpraxis.

2. Konzeptionelle Grundlagen

2.1. Internationalisierung

Im folgenden Kapitel soll die konzeptionelle Grundaussrichtung der vorliegenden wissenschaftlichen Arbeit dargestellt werden. Mit der Internationalisierung des Unternehmens wird zunächst das Kernelement der Untersuchung thematisiert. Von Bedeutung sind hierbei insbesondere die verschiedenen Strategieoptionen der internationalen Wertgenerierung und Wertschöpfung und der daraus resultierende Trade-off. Im weiteren Verlauf wird der Einfluss von Marketing Capabilities der Unternehmung auf den Internationalisierungserfolg behandelt. Im Fokus stehen dabei die Vermarktungsfähigkeit und die Innovationsfähigkeit der Unternehmung. Darauf folgt die Erläuterung des Shareholder Values, welcher die finanzielle Erfolgsgröße der Untersuchung darstellt. Nach einer Vorstellung der Treiber soll anschließend aufgezeigt werden, inwieweit der Shareholder Value geeignet ist, Strategien zu bewerten. Am Ende des Kapitels werden die Ergebnisse bisheriger Studien zur Beziehung zwischen Internationalisierung und finanzieller Performance diskutiert, um abschließend die Forschungslücke abzuleiten.

Als Internationalisierung wird die Ausdehnung der Unternehmenstätigkeiten auf ausländische Märkte verstanden. Die Anzahl der internationalen Märkte, in denen das Unternehmen operiert und die strategische Wichtigkeit des jeweiligen Marktes spiegeln dabei den Internationalisierungsgrad wider (vgl. Hitt et al., 1997, S. 767). Verschiedene Autoren im Bereich des strategischen Managements betiteln die Internationalisierung weiterhin als Wachstumsstrategie, welche verschiedene Ausprägungen aufweisen kann (Capar und Kotabe, 2003, S. 345; Chari et al., 2007, S. 185). Diese unterschiedlichen Strategiegewichtungen werden von den Bartlett und Ghoshal (1987) im Integration/Responsiveness-Framework formuliert (vgl. Bartlett und Ghoshal, 1987, S.

43). Hier wird postuliert, dass sich multinationale Unternehmen in einem internationalen Spannungsfeld zwischen konfligierenden Umfeldkräften bewegen. Die strategische Ausrichtung des Unternehmens findet in diesem Modell zwischen der lokalen Anpassung an ausländische Marktbedingungen und einer global standardisierten Herangehensweise statt (vgl. Ghoshal und Nohria, 1993, S. 26). Die genannten Strategieoptionen bilden das konzeptionelle Fundament des Internationalisierungsaspektes in dieser Arbeit und werden im Folgenden vorgestellt. Praxisbeispiele aus dem Einzelhandelssektor sollen die Aktualität der Thematik verdeutlichen.

2.1.1. Lokale Reagibilität

Ein multinationales Unternehmen ist in diversen Ländern präsent. Die jeweiligen Niederlassungen sind daher mit verschiedenen nationalen Umfeldbedingungen konfrontiert. Die jeweiligen Auslandseinheiten müssen auf lokale Kunden, Regierungen und Substitutionsprodukte reagieren und simultan verschiedenen Markt- und Distributionsstrukturen entsprechen. Der lokale Anpassungsdruck kann je nach länderspezifischem Umfeld unterschiedlich ausgeprägt sein. In der Literatur zum internationalen Management werden diese, auf das international agierende Unternehmen einwirkenden Effekte, als Einflüsse der lokalen Reagibilität verstanden (vgl. Ghoshal und Nohria, 1993, S. 26). Mit dieser Strategieoption strebt das Unternehmen nach einem starken lokalen Anpassungsgrad der Produkte und Prozesse, indem den Niederlassungen eine hohe Eigenverantwortung in der Ausübung der Geschäftstätigkeiten zugesprochen wird.

Das Zuschneiden der Leistungserbringung auf den lokalen Kontext verursacht hohe Kosten. So müssen Produkte und interne Prozesse verändert oder gänzlich neu aufgelegt werden, wodurch Standardisierungsvorteile verringert werden. Zusätzlich wird die Koordination zwischen der Firmenzentrale und den Niederlassungen erschwert, weshalb hier eine wechselseitig intensive Interaktion nötig ist. In diesem Kommunikationsprozess muss festgelegt werden, inwieweit die Kernkompetenzen des Unternehmens auf die ausländischen Niederlassungen übertragen werden können, während lokale Produkt- und Prozessadaptionen stattfinden (vgl. Meyer und Estrin, 2014, S. 4). Im Rahmen dieser Strategieoption erwirbt und bewirtschaftet das Unternehmen die für die Leistungserbringung relevanten Assets direkt im ausländischen Markt. Infolgedessen und in Kombination mit der Verwendung von lokalen Ressourcen finden Produkt- und Prozessinnovationen im jeweiligen Land statt (vgl. Meyer und Estrin, 2014, S. 2 f.; Thomas und Eden, 2004, S. 92). Der Wert für den Kunden wird nicht im heimischen Markt, sondern auf den internationalen Märkten geschaffen, weshalb diese Strategieoption in der vorliegenden Arbeit als internationale Wertgenerierung betitelt wird (vgl. Mizik und Jacobson, 2003, S. 63). Der Mehrwert dieser internationalen strategischen Ausrichtung zeichnet sich durch das spezifisch angepasste Leistungsangebot aus (vgl. Mauri und Neiva de Figueiredo, 2012, S. 39). Durch hohe Kundenanpassung und Wettbewerbsdifferenzierung werden Kundenzufriedenheit und folglich nachhaltige Wettbewerbsvorteile generiert (vgl. Devinney et al., 2000, S.

688).

Am Beispiel des Lebensmitteleinzelhandels kann die Strategieoption der internationalen Wertgenerierung verdeutlicht werden. Die britische Supermarktkette Tesco etwa unterliegt kontinuierlich dem Druck, ihre Produkte an die lokalen Präferenzen der Konsumenten anzupassen und Lieferketten in den jeweiligen Gastländern zu installieren (vgl. Swoboda et al., 2014, S. 322). In der Folge fokussiert die Internationalisierungsstrategie des Unternehmens nicht die Ausschöpfung von Skaleneffekten, sondern vielmehr die Anpassung an lokale Gegebenheiten. Im Zuge des zentral- und osteuropäischen Markteintritts eröffnete das Unternehmen zunächst kleinere Convenience Stores in den jeweiligen Ländern, um Marktkenntnisse zu entwickeln. Im Kontrast zu den Supermärkten, in denen Tesco üblicherweise Produkte vertreibt, verfügen diese Geschäfte über eine relativ kleine Verkaufsfläche. Der Vorteil dieser untypischen Vorgehensweise liegt in der ersten Kontaktaufnahme zu Lieferanten und in der Erforschung von Wettbewerbsdynamiken, ohne größere Investitionen zu tätigen. Diese Maßnahmen sollen das sukzessive, organische Wachstum des Unternehmens in den betreffenden Märkten vorbereiten (vgl. Palmer, 2005, S. 31). Zur Befriedigung lokaler Kundenbedürfnisse schließt Tesco Partnerschaften mit örtlichen Lebensmittellieferanten und unterstützt diese finanziell bei der Gründung eigener Handelsmarken, welche unter der Dachmarke des Unternehmens verwaltet werden. Auf diese Weise macht sich Tesco das Knowhow lokaler Marktteilnehmer zunutze (vgl. Palmer, 2005, S. 41).

2.1.2. Globale Integration

Die internationalen Märkte, in denen das Unternehmen operiert, können hingegen auch miteinander verflochten sein. Übereinstimmende Kundenpräferenzen sowie die Präsenz wichtiger Stakeholder des Unternehmens wie Kunden, Lieferanten oder Wettbewerber über Landesgrenzen hinaus, sind maßgeblich für eine Verknüpfung der verschiedenen Auslandsmärkte. Die internationalen Niederlassungen werden durch den wachsenden Integrationsdruck dazu getrieben, ihre Aktivitäten zu koordinieren. In der Literatur des internationalen Managements werden diese Effekte als die Einflüsse der globalen Integration bezeichnet (vgl. Ghoshal und Nohria, 1993, S. 26). Die verschiedenen Auslandseinheiten können als gegenseitige Replikate verstanden werden, welche dem hohen Einfluss der Firmenzentrale unterliegen und versuchen, Standardisierungsvorteile zu nutzen (vgl. Zaheer, 1995, S. 343; Meyer und Estrin, 2014, S. 3).

Aufgrund der komplementären Ausrichtung der Geschäftsaktivitäten in den Niederlassungen verursacht diese Strategieoption Koordinationskosten. Die einheitliche Unternehmenspolitik führt zu einer weniger agilen und flexiblen Markthaltung, die dagegen beim Ansatz der lokalen Anpassung gegeben ist. Ferner ist die globale Integration nur dann erfolgreich, wenn alle Niederlassungen ihre Geschäftspraktiken aufeinander abstimmen. Verhält sich ein Glied in der Kette opportunistisch, wirkt sich dieses Verhalten negativ auf den Standardisierungsnutzen aus (vgl. Mauri und Neiva de

Figueiredo, 2012, S. 39). Zwei unterschiedliche Arten von Vorteilen sind bei Anwendung des Integrationsansatzes festzustellen. Zunächst können zentralisierte Ressourcen von allen internationalen Niederlassungen genutzt werden, wodurch das Unternehmen von Skalen- und Verbundeffekten profitiert (vgl. Rašković et al., 2013, S. 152). Die Fixkosten können somit verteilt und die Stückkosten reduziert werden. Bei dieser Strategieoption wird der Wert für den Kunden im Heimmarkt generiert und sukzessive auf die ausländischen Märkte ausgedehnt (Meyer und Estrin, 2014, S. 3). Durch die erwähnten Skalierungs- und Verbundvorteile soll ein Teil des kreierten Wertes abgeschöpft werden, weshalb diese Strategieoption als internationale Wertschöpfung beschrieben wird (vgl. Zaheer, 1995, S. 343; Mizik und Jacobson, 2003, S. 63).

Eine international wertschöpfende Strategieausrichtung wird am Beispiel des Luxusmodeherstellers Gucci deutlich. Die Internationalisierung des Unternehmens basiert auf einer starken Markenorientierung (vgl. Swoboda et al., 2014, S. 320). Hierbei soll den weltweiten Kunden ein einheitliches Image durch eine zentralisierte Marketingstrategie vermittelt werden. Im global definierten Marktsegment der wohlhabenden Konsumenten hat das Unternehmen einen konsistenten Modegeschmack feststellen können, weshalb das Leistungsangebot international standardisiert ist. Ungeachtet der signifikanten Kulturunterschiede zum europäischen Heimmarkt setzte das Unternehmen diese Internationalisierungsstrategie im chinesischen Markteintritt fort. Das Gucci-Management entschied sich gegen eine lokale Adaption, um einer Schädigung des Markenimages vorzubeugen, das standardisierte Produktangebot international aufrechtzuerhalten und von Skaleneffekten zu profitieren (vgl. Goldman, 2001, S. 230).

2.1.3. Strategischer Trade-off

Die erläuterten internationalen Strategieoptionen stellen konträre Anforderungen an das Unternehmen und dessen Auslandseinheiten. Folglich entstehen strategische Trade-off-Entscheidungen für alle multinationalen Unternehmen, die beide Ansätze gleichzeitig in der Internationalisierungsstrategie implementieren wollen (vgl. Meyer und Estrin, 2014, S. 4). Es besteht allerdings keine immanent wechselseitige Abhängigkeit in der Ausprägung zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung. Ein Unternehmen mit einem geringen lokalen Anpassungsgrad operiert folglich nicht automatisch mit einer hohen globalen Integration et vice versa (vgl. Ghoshal und Nohria, 1993, S. 26). Die Kombination der beiden strategischen Grundausrichtungen entsteht infolge von hohem Wettbewerbsdruck auf internationalen Märkten. Mit einer Balance zwischen den beiden Strategiepolen zielen multinationale Unternehmen darauf ab, sich gegen Konkurrenten durchzusetzen und einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil zu generieren. Die einzelnen Komponenten der Wertschöpfungskette müssen dabei, in unterschiedlicher Weise, entweder global integrativ oder lokal adaptiv auf Umwelтанforderungen reagieren (vgl. Mauri und Neiva de Figueiredo, 2012, S. 43).

Eine solche Auslegung der Internationalisierungsstrategie ist beim schwedischen Möbelhändler Ikea zu beobachten. Das globale Marketing des Unternehmens basiert, speziell in der Preis- und Produktpolitik sowie bezüglich des Warenhausdesigns, sowohl auf globaler Integration als auch auf lokaler Reagibilität. Das Produktsortiment betreffend ist jede Filiale weltweit verpflichtet, ein bestimmtes Kernproduktsortiment anzubieten. Hierdurch können Skaleneffekte genutzt werden, und für die Konsumenten wird auf allen internationalen Märkten ein Wiedererkennungswert geschaffen. Außerhalb dieses Sortiments passen die Auslandseinheiten des Unternehmens das Angebot den lokalen Bedürfnissen an. In japanischen Filialen werden beispielsweise kleinere Sofas verkauft als in US-amerikanischen Filialen, um dem jeweiligen kulturellen Umfeld zu entsprechen. Vom wettbewerbsstrategischen Standpunkt aus strebt Ikea eine Kostenführerschaft an, weshalb die Preise in allen Märkten konstant niedrig gehalten werden müssen. Dieser zentralisierte Ansatz ist nicht in allen Ländern gleichermaßen umsetzbar. Polnische Konsumenten reagierten zunächst misstrauisch auf das Niedrigpreisangebot des Unternehmens, sodass die Preise erhöht werden mussten. Durch die Preiserhöhungen stieg das Vertrauen der Konsumenten in die Warenqualität. Die standardisierte Preispolitik wird bei negativen Kundenreaktionen folglich lokal angepasst. Das Design und die Größe der Warenhäuser sind ebenfalls von Trade-off-Entscheidungen geprägt. Das Basisformat der Filialen unterliegt bezüglich Farbe und Form einer internationalen Standardisierung. Weiterhin folgen alle in den jeweiligen Filialen enthaltenen Restaurants dem gleichen Aufbau und bieten die gleiche Menükarte an, welche sich auf schwedische Spezialitäten bezieht. Lokale Anpassung findet jedoch bezüglich der Nutzung des erworbenen Grundstückes statt. Da die Grundstückpreise in den verschiedenen Ländermärkten stark differieren, nutzt Ikea an einigen Standorten eine geringere Fläche. Die Filialen werden über mehrere Etagen gebaut und Parkhäuser integriert. Hier erfolgt also eine teilweise Adaption an lokale Marktbesonderheiten (vgl. Jonsson und Foss, 2011, S. 1089 ff.).

2.2. Marketing Capabilities

Eine von Trade-Off-Entscheidungen geprägte Internationalisierungsstrategie kann erfolgreich sein, wenn das Unternehmen bestimmte marktorientierte Fähigkeiten entwickelt. Diese in der Literatur als Marketing Capabilities bezeichneten Potenziale sind nötig, um die Internationalisierungsstrategie eines Unternehmens erfolgreich umzusetzen (vgl. Kottabe et al., 2002, S. 82). Marketing Capabilities sind als eine komplexe Zusammenstellung von unternehmensinternen Fähigkeiten und Wissenspotenzialen definiert, die benötigt werden, um Marketingaktivitäten zu realisieren und auf Änderungen am Markt reagieren zu können (? , S. 6). Die Marketingressourcen sollen in diesem Prozess möglichst effizient in Umsätze transformiert werden (vgl. Bahadir et al., 2008, S. 52). Die entscheidende Rolle von Marketing Capabilities in der Beziehung zwischen Internationalisierung und der finanziellen Performance wird in der empirischen Literatur mehrfach bewiesen (vgl. Dittfeld, 2017, S. 27; Bae et al., 2008,

S. 73). Dittfeld (2017) stellt sowohl positive Effekte auf bilanzielle als auch auf marktorientierte Kennzahlen fest (vgl. Dittfeld, 2017, S. 27). Die Präsenz von Marketing Capabilities im internationalen Kontext kann daher aus Shareholderperspektive als Erfolgsindikator bewertet werden (vgl. Berry und Sakakibara, 2008, S. 298).

Trotz der starken Beachtung von Marketing Capabilities in der Literatur herrscht kein einheitliches Verständnis über dieses Konstrukt (vgl. ?, S. 12). So identifizieren Vorhies und Morgan (2005), neben sieben weiteren Fähigkeiten, beispielsweise die Produktentwicklung als wichtige Marketing Capability eines Unternehmens (vgl. Vorhies und Morgan, 2005, S. 82). Andere Studien definieren Marketing Capabilities als das Management von Marktinformationen, um maximales Marketingknowhow abzuschöpfen (vgl. Narasimhan et al., 2006, S. 512). Weiterhin wird die Expertise in den Bereichen Markenmanagement, Kundenmanagement und Marketingplanung den Marketing Capabilities zugeordnet (vgl. Morgan et al., 2009, S. 286; Day, 1994, S. 44 f.). Ungeachtet der unterschiedlichen Interpretationen des Begriffs fokussiert eine Vielzahl von Arbeiten zwei bestimmte Arten von Marketing Capabilities, welche in der vorliegenden Arbeit durch die Vermarktungsfähigkeit und die Innovationsfähigkeit des Unternehmens dargestellt sind (vgl. Dutta et al., 1999, S. 550 f.).

Diese sind in das Framework nach Day (2011) einzuordnen, welches den Marketing Capabilities grundlegende Funktionen zuschreibt. Die erste Funktion der Marketing Capabilities beschreibt die effiziente Verwertung vorhandener Ressourcen und wird durch die Vermarktungsfähigkeit abgebildet. Dabei sollen bereits existierendes Marktwissen sowie Marktbearbeitungsprozesse und -fähigkeiten verbessert und weiterentwickelt werden (vgl. Day, 2011, S. 186 f.; Atuahene-Gima, 2005, S. 62). Die zweite Funktion bezieht sich auf die Erschließung neuer Ressourcen und wird durch die Innovationsfähigkeit dargestellt. Die Aneignung neuer Kenntnisse, Prozesse und Fähigkeiten steht hierbei im Vordergrund. Durch verstärktes Variieren und Experimentieren sollen die Flexibilität im Innovationsprozess und der Neuheitsgrad der Endprodukte erhöht werden (vgl. Slater & Narver, 1995, S. 68; Atuahene-Gima, 2005, S. 62).

2.3. Shareholder Value

Im Folgenden soll das Konzept des Shareholder Values thematisiert werden. Darüber hinaus wird dargelegt, mit welcher Motivation diese finanzielle Erfolgsgröße für die empirische Untersuchung in der vorliegenden Arbeit herangezogen wird. Der Shareholder Value beschreibt allgemein den Grad der Wertschöpfung für die Anteilseigner eines Unternehmens. Im Speziellen bewertet der Ansatz den Ertragswert eines Investments durch die Berücksichtigung von Cashflows. Diese setzen sich aus den Barwerten der aktuellen Wachstumsperiode sowie den langfristigen Residualwerten am Ende der Wachstumsperiode zusammen (vgl. Day und Fahey, 1988, S. 46). Diese Cashflows bilden die Basis für den Shareholder-Ertrag, welcher sich aus Aktienrenditen und Dividendenausschüttungen zusammensetzt (vgl. Rappaport,

1987, S. 59). Aufgrund der zukunftsorientierten Investmentbewertung, welche dem Shareholder Value zugrunde liegt, können spezifische Treiber dieser finanziellen Größe identifiziert werden (vgl. Kim et al., 1995, S. 260).

2.3.1. Treiber

Als erster Treiber des Shareholder Values wird die Beschleunigung von Cashflows angeführt. Durch schneller generierte Zugänge von Cashflows werden Risiko- und Zeitadjustierungen, durch die der Wert zukünftiger Cashflows gemindert wird, auf lange Sicht vermieden. Für den Anteilseigner folgt daraus die Erzielung eines höheren gegenwärtigen Kapitalwertes. Der Shareholder Value wird weiterhin durch eine Erhöhung der Cashflows aufgewertet, welche sich zum Beispiel durch gesteigertes Umsatzwachstum ergibt. Analog können verringerter Anlagen- und Betriebskapitalbedarf sowie gesenkte Gesamtkosten zu erhöhten Cashflows führen. Eine weitere wichtige Komponente ist die Senkung von Volatilität und Vulnerabilität der Cashflows. Aktienkurse lassen sich dementsprechend effektiver vorhersagen und weisen eine höhere Stabilität auf. Es folgt eine Senkung des Kursrisikos. Abschließend ist der Residualwert eines Investments als wichtiger Treiber des Shareholder Values anzuführen. Dieser entsteht aus dem Barwert, welcher dem Ende der Wachstumsperiode zugerechnet wird und einen signifikanten Anteil des Kapitalwertes darstellt. Der Residualwert ist demzufolge ein Erwartungswert, der zukünftig erwartete Cashflows berücksichtigt (vgl. Srivastava et al., 1998, S. 13). Die vorangegangenen Ausführungen beziehen sich auf wichtige Treiber des Shareholder Values und bilden gleichermaßen eine solide Grundlage für die Bewertung von Strategien (vgl. Day und Fahey, 1988, S. 45).

2.3.2. Strategiebewertung

Ein bedeutender Anteil des Unternehmenswertes ergibt sich aus dem wahrgenommenen Wachstumspotenzial und dem damit verbundenem Risiko. Der Shareholder Value berücksichtigt diese Kriterien und basiert demzufolge auf der Erwartungshaltung gegenüber zukünftigen Performancewerten (vgl. Kim et al., 1995, S. 260). Aufgrund myopischer Tendenzen neigen Manager dementsprechend zur kurzfristigen Gewinnerzielung, weshalb häufig bilanzielle Kennzahlen zur Erfolgsmessung verwendet werden (vgl. Day und Fahey, 1988, S. 45). Beispielhaft kann die Kapitalrendite angeführt werden. Dieser betriebliche Messwert basiert neben zukünftigen Investments und Cashflows insbesondere auch auf nicht abbeschriebenen Investments aus vergangenen Perioden. Wenden zwei Unternehmen etwa identische Strategien an, so ist es vorstellbar, dass eines der Unternehmen die Planungsperiode mit höheren Investmentausgaben beginnt als das andere. Dieses Unternehmen weist folglich eine geringere Kapitalrendite auf, welche bei gleich hohen Cashflow-Erträgen zu strategischen Fehleinschätzungen auf Topmanagementebene führen kann. Strategien sind auf langfristige Ziele fokussiert und können somit als prospektive Konstrukte bezeichnet werden (vgl. Rappaport, 1983, S. 31). Marktorientierte Performancestandards wie der Shareholder Value sind in strate-

gischen Entscheidungsprozessen daher von signifikanter Bedeutung. Bilanzielle Kennzahlen eignen sich nicht, um Strategien zu bewerten (vgl. Srivastava et al., 1998, S. 2 ff.).

Dieser Erklärungsansatz lässt sich auf das Handeln multinationaler Unternehmen übertragen. Der langfristige Wert einer Internationalisierungsstrategie spiegelt sich in der jeweiligen Börsenperformance der Unternehmen wider (vgl. Contractor et al., 2003, S. 9; Chari et al., 2007, S. 188). Aus Managementperspektive ist dabei zu beachten, dass etwaige Trade-off-Entscheidungen bei der Auswahl von verschiedenen Strategieoptionen einen Mehrwert für die Aktionäre schaffen müssen. Um Shareholder Value zu generieren, sollte jede mit Investments verbundene Strategieänderung im internationalen Kontext einen höheren Barwert zukünftiger Cashflows schaffen (vgl. Day und Fahey, 1988, S. 46). Analog werden die Marketing Capabilities, welche synergetisch mit der Internationalisierungsstrategie eines Unternehmens interagieren, vom Shareholder Value erfasst. Wie beschrieben, bezeichnen Marketing Capabilities die Fähigkeiten der Integration und Konvertierung von Ressourcen, um ein bestimmtes Marketingziel zu erreichen. Demgemäß setzen sich diese Fähigkeiten überwiegend aus immateriellen Bestandteilen zusammen (vgl. Xiong und Bharadwaj, 2013, S. 712). Hier besteht eine Parallele zum Marktwert von Unternehmen, der in signifikantem Maße auf immateriellen Vermögenswerten basiert. Dies wird durch die Betrachtung des Kurswert/Buchwert-Verhältnisses von börsennotierten Unternehmen deutlich (vgl. Srivastava et al., 1998, S. 4). Exemplarisch wird auf den Wilshire 5000-Aktienindex verwiesen, dessen Relation zwischen Kurs- und Buchwert 2,94 beträgt. Dies lässt vermuten, dass über 70 % des Marktwertes der im Wilshire 5000 gelisteten Unternehmen aus immateriellen Vermögenswerten resultieren (Wilshire Associates Incorporated, 2017). Sowohl Internationalisierungsstrategien als auch Marketing Capabilities eines Unternehmens können infolgedessen durch den marktorientierten Ansatz des Shareholder Values bewertet werden.

2.4. Forschungslücke

Die Literatur des internationalen Managements befasst sich seit über 50 Jahren mit der Wirkungsbeziehung zwischen der Internationalisierung eines Unternehmens und der finanziellen Performance. Die bislang veröffentlichten Studien kommen jedoch zu uneindeutigen Ergebnissen (vgl. Nguyen, 2017, S. 311). Einige Untersuchungen stellen positiv lineare Beziehungen zwischen den genannten Konstrukten fest, wobei die Vorteile der Internationalisierung im Vordergrund stehen (Kim et al., 1993, S. 284). Dementsprechend existieren zusätzlich Studien, welche einen negativ linearen Effekt von Internationalisierung auf die Performance registrieren. Diese Sichtweise wird durch zu hohe Komplexitätskosten multinationaler Unternehmen begründet (Wan und Hoskisson, 2003, S. 32).

Nichtlineare Beziehungen berücksichtigen ferner sowohl den Nutzen als auch die Kosten der Internationalisierung. U-förmige Beziehungen deuten an, dass die Performance internationaler Unternehmen zunächst aufgrund zu hoher

Kosten sinkt. Im weiteren Verlauf der Internationalisierung entwickelt das Unternehmen erforderliches Knowhow und Fähigkeiten, um die entstandenen Herausforderungen zu bewältigen und zu profitieren (Lu und Beamish, 2001, S. 571 ff.). In Kontrast stehen die Arbeiten, denen eine invertiert U-förmige Relation zugrunde liegt. Die Autoren postulieren einen Anstieg des Nutzens bis zu einem bestimmten Schwellenwert. Nach Erreichen dieses Punktes überwiegen die Kosten und führen zu negativer Performance (vgl. Gomes und Ramaswamy, 1999, 181 ff.). Die Kombination aus den zwei vorgenannten Szenarien wird in S-förmigen Internationalisierung-Performance-Beziehungen diskutiert. Dem U-förmigen Zusammenhang ähnelnd, wird angenommen, dass Unternehmen in frühen Internationalisierungsphasen negative und im weiteren Verlauf positive Performancewerte aufweisen. Analog zur invertiert U-förmigen Relation folgt ein Grenzbereich des Internationalisierungsgrades, bei dessen Überschreiten das Unternehmen negative Performancewerte erreicht (vgl. Lu und Beamish, 2004, S. 606).

Für die konfligierenden Ergebnisse in der Beziehung zwischen Internationalisierung und Performance gibt es unterschiedliche Erklärungsansätze, die in zwei Gruppen separiert werden können. Die erste Gruppe befasst sich mit verschiedenen methodischen Herangehensweisen und deren Wirkung auf die Internationalisierung-Performance-Beziehung. Dazu gehören uneinheitliche Untersuchungszeiträume, verschiedene Ansätze für Endogenitätskontrollen und unterschiedliche Operationalisierungen der Hauptvariablen (vgl. Marano et al., 2016, 1080). So verwenden einige Studien bei der Darstellung der Performance-Variable langfristige, marktorientierte Größen. Die Mehrzahl der Untersuchungen zieht jedoch einen kurzen Zeithorizont berücksichtigende bilanzielle Kennzahlen heran (vgl. Nguyen, 2017, S. 322). Aus den in Unterabschnitt 2.3.2. genannten Gründen bezieht sich diese Arbeit auf marktorientierte Messgrößen. Demzufolge werden in der Forschungslücke (Tabelle 1) ausschließlich Studien präsentiert, welche den Zusammenhang zwischen Internationalisierung und Shareholder Value untersuchen. Um eine übersichtliche Tabelle sicherzustellen, werden die Moderatoren Innovationsfähigkeit und Vermarktungsfähigkeit einmalig mit IF und VF abgekürzt.

Dabei ist hervorzuheben, dass die Mehrzahl der Arbeiten die marktbasierende Kennzahl Tobin's Q verwenden, welche auf dem Verhältnis zwischen dem Marktwert des Unternehmens und dem Wiederbeschaffungswert aller Vermögensgegenstände basiert (vgl. Servaes und Tamayo, 2013, S. 1050). Einige Studien verwenden stattdessen die Aktienrendite (Stock Return) als abhängige Variable, welche die Gewinn- und Verlustentwicklungen eines Aktienkurses im Zeitverlauf angibt (vgl. Srinivasan und Hanssens, 2009, S. 299). Beide Kennzahlen können als aktienpreisbasierte Größen verstanden werden (vgl. Luo und Bhattacharya, 2006, S. 6). Dennoch weist die Aktienrendite, speziell die abnormale Aktienrendite, für die Darstellung des Shareholder Values einen entscheidenden Vorteil auf. Die Kennzahl ist im Gegensatz zu Tobin's Q risikoadjustiert. Mit der Einbeziehung

des Anlagerisikos wird folglich ein wichtiger Bestandteil des Shareholder Values abgebildet. Deshalb bildet die abnormale Aktienrendite die erste abhängige Variable dieser Arbeit (vgl. Srinivasan und Hanssens, 2009, S. 299 ff.).

Der langfristige Shareholder Value basiert darüber hinaus neben Höhe und Wachstum von Aktienrenditen auf der Volatilität des Aktienpreises (vgl. Srivastava et al., 1998, S. 9). Höhere Volatilitätskennzahlen des Aktienkurses repräsentieren ein steigendes Investmentrisiko und instabilere zukünftige Cashflows (vgl. Srivastava et al., 1998, S. 12). Ohne eine geeignete Volatilitätskennzahl kann demzufolge nicht bestimmt werden, ob die erwarteten Aktienrenditen das Investmentrisiko des Anlegers kompensieren (vgl. Anderson, 2006, S. 587). Die Volatilität wird in der Studie von Michel und Shaked (1986) beispielsweise als Standardabweichung der Aktienrenditen (σ Stock Return) und durch das systematische Risiko operationalisiert (vgl. Michel und Shaked, 1986, S. 93). Eine weitere mögliche Volatilitätskennzahl ist das idiosynkratische Risiko (vgl. Hughes et al., 1975, S. 628). Das systematische Risiko betrifft alle Aktien gleichermaßen, da der Ursprung in Ereignissen liegt, welche vom Unternehmen nicht beeinflusst werden können. Der Anteil am Gesamtrisiko beträgt ca. 20 %. Das idiosynkratische Risiko bezieht sich auf Unternehmensspezifika und kann daher von Unternehmen beeinflusst werden. Die Kennzahl bildet ca. 80 % des Gesamtrisikos ab. Da Trade-off-Entscheidungen der Internationalisierung zu unternehmensspezifischen Aktivitäten gehören, wird in dieser Arbeit das idiosynkratische Risiko als zweite abhängige Variable herangezogen (vgl. Luo und Bhattacharya, 2009, S. 199 f.). Abschließend ist festzuhalten, dass die Aktienrendite und das Aktienrisiko bislang wenig Beachtung in der Beziehung zwischen Internationalisierung und SV finden. Durch die Implementierung der beiden Variablen wird also ein wissenschaftlicher Mehrwert generiert.

Eine weitere methodische Schwierigkeit ergibt sich aus der Operationalisierung der unabhängigen Variable, da die Arbeiten jeweils verschiedene Aspekte der Internationalisierung adressieren. Das Scale-Maß oder die Internationalisierungstiefe beschreibt beispielsweise die strategische Wichtigkeit, welche das jeweilige Unternehmen der Bearbeitung ausländischer Märkte beimisst. Die Operationalisierung erfolgt hier über Verhältnisgrößen. Eine beispielhafte Kennzahl ist die Relation zwischen den Mitarbeitern im Ausland und der Mitarbeitergesamtzahl des Unternehmens. Eine optionale Variante der Operationalisierung ist das Scope-Maß oder die Internationalisierungsbreite. Der Fokus liegt auf dem Spektrum der zu bearbeitenden internationalen Märkte, wodurch die Heterogenität der Internationalisierung abgebildet wird. Häufig wird die Anzahl der Länder, in denen das Unternehmen operiert, für die Messbarmachung herangezogen (Marano et al., 2016, 1080). Weitere Studien messen die Internationalisierung mit multidimensionalen Konstrukten durch die Kombination von Scale- und Scope-Maßen (vgl. Hitt et al., 2006, S. 1145). Darüber hinaus stützen sich einige Studien auf Entropiemaße. Diese werden verwendet, um die Ausmaße der Internationalisierung in verschiedenen ausländischen Märkten in Relation zueinander zu setzen. Hitt et al. (1997)

Tabelle 1: Übersicht der Forschungslücke; Quelle: Eigene Darstellung

Studie	Maße der Internationalisierung		Shareholder Value		Marketingmoderatoren		
	Input vs. Output	Input	Output	Aktienpreis-basiertes Maß	Aktienrisiko	VF	IF
Doukas und Lang (2003)		✓ (FDI)		✓ (Stock Return)			
Berry (2001)		✓ (FDI)		✓ (Tobin's Q)		✓ (ADV)	✓ (R&D)
Berry (2006)		✓ (FDI)		✓ (Tobin's Q)		✓ (ADV)	✓ (R&D)
Berry und Sakakibara (2008)		✓ (FDI-Scope)	✓ (FSTS-Scope)	✓ (Tobin's Q)		✓ (ADV)	✓ (R&D)
Chari et al. (2007)			✓ (FSTS-Scope)	✓ (Tobin's Q)		✓ (ADV)	✓ (R&D)
Rugman und Oh (2010)			✓ (FSTS)	✓ (Tobin's Q)		✓ (ADV)	✓ (R&D)
Dittfeld (2017)		✓ (FATA)	✓ (FSTS)	✓ (Tobin's Q)		✓ (SGA)	✓ (R&D)
Eckert et al. (2010)		✓ (FATA)	✓ (FSTS)	✓ (Tobin's Q)		✓ (SGA)	✓ (R&D)
Hughes et al. (1975)		✓ (FATA)	✓ (FSTS)	✓ (Stock Return)	✓ (System. Risk Idiosyncr. Risk)		
Michel und Shaked (1986)		✓ (FDI-Scope)	✓ (FSTS)	✓ (Stock Return)	✓ (System. Risk Stock Return)		
Diese Studie	✓ (ISE Ratio)	✓ (FATA)	✓ (FSTS)	✓ (Stock Return)	✓ (Idiosyncr. Risk)	✓ (SGA)	✓ (R&D)

messen etwa die nach Marktregion gewichteten internationalen Umsätze (vgl. Hitt et al., 1997, S. 780). Die vorgestellten Maße lassen sich in Input- und Outputgrößen differenzieren. Internationale Wertgenerierung wird beispielsweise durch das Verhältnis zwischen den im Ausland befindlichen Vermögenswerten und den gesamten Vermögenswerten des Unternehmens ausgedrückt und bildet damit eine Inputgröße (vgl. Thomas und Eden, 2004, S. 92 ff.; Tseng et al., 2007, S. 962 f.). Dieses Verhältnis ist in Tabelle 1 durch die Abkürzung des englischen Begriffs Foreign Assets to Total Assets (FATA) markiert. Internationale Wertschöpfung kann sich zum Beispiel auf die Relation zwischen den im Ausland generierten Umsätzen und den gesamten Umsätzen des Unternehmens beziehen. In Tabelle 1 ist diese Relation durch die Abkürzung des Begriffes Foreign Sales to Total Sales (FSTS) dargestellt. Hiermit wird eine mögliche Outputgröße der Internationalisierung dargestellt (vgl. Thomas und Eden, 2004, S. 92 ff.; Upadhyayula et al., 2017, S. 73).

Wie Tabelle 1 verdeutlicht, können in Bezug auf den Input-Output Kontext der Internationalisierung-Shareholder Value-Beziehung drei verschiedene Literatur-Streams identifiziert werden. Aus dem ersten Stream gehen Studien hervor, die sich ausschließlich auf Inputgrößen konzentrieren. Doukas und Lang (2003) messen den Input der Internationalisierung etwa mithilfe ausländischer Direktinvestitionen (siehe Tabelle 1: FDI) im Rahmen einer Event-Studie. Der Fokus liegt auf dem Erwerb neuer Produktionsanlagen im Ausland. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die Erweiterung des Kerngeschäfts auf ausländische Märkte einen positiven Effekt auf den Shareholder Value erzielt (vgl. Doukas und Lang, 2003, S. 167). Weitere Studien messen die Internationalisierungstiefe ebenfalls durch eine Inputgröße. Berry (Berry, 2001); Berry, 2006) beispielsweise nutzt in zwei verschiedenen Studien die Anzahl der Auslandsniederlassungen eines Unternehmens, um den Grad des Internationalisierungsinputs zu bestimmen. Die Studie aus dem Jahr 2001 zeigt länderspezifische Unterschiede hinsichtlich des Einflusses der Internationalisierung auf den Shareholder Value. Dabei werden positive Effekte für japanische und negative Effekte für US-amerikanische Unternehmen festgestellt (vgl. Berry, 2001, S. 4 ff.). In der zweiten Untersuchung des Jahres 2006 erfolgt eine Aufgliederung der Inputgröße. Die Zahl der Auslandsniederlassungen in Entwicklungsländern wird der in Industrieländern gegenübergestellt. Zudem werden wissensintensive mit nicht wissensintensiven Branchen verglichen. In dieser Studie wird festgestellt, dass die Internationalisierung unter bestimmten Voraussetzungen einen positiven Einfluss auf den Shareholder Value ausüben kann. In wissensintensiven Branchen reagieren die Shareholder beispielsweise positiv, wenn das Unternehmen seine Auslandsinvestitionen sowohl in Entwicklungs- als auch in Industrieländern tätigt (vgl. Berry, 2006, S. 1137 f.).

Der zweite Literatur-Stream fokussiert Outputgrößen zur Operationalisierung der unabhängigen Variable. Exemplarisch ist die Studie von Chari et al. (2007) zu nennen. Das von den Autoren verwendete FSTS-Verhältnis spiegelt den Output der Internationalisierung wider. Als zweite Komponente

fließt die Anzahl der Länder ein, in denen das Unternehmen tätig ist. Anhand einer Hauptkomponentenanalyse wird ein Index erstellt, welcher sowohl die Tiefe als auch die Breite der Internationalisierung darstellt. Den Untersuchungskern bildet die moderierende Wirkung von IT-Investments auf die Beziehung zwischen Internationalisierung und Shareholder Value. Dabei wird konstatiert, dass multinationale Unternehmen mit hohen IT-Investments positive Effekte auf den Shareholder Value durch internationale Diversifikation zu erwarten haben. Unternehmen mit schwach ausgeprägten IT-Investments zeigen hingegen negative Internationalisierungseinflüsse auf den Shareholder Value (vgl. Chari et al., 2007, S. 188 ff.). Der Internationalisierungoutput findet ferner in der Arbeit von Rugman und Oh (2010) Beachtung. Anders als in der vorangehend erläuterten Studie findet hier ausschließlich die Betrachtung der Internationalisierungstiefe statt. Die Outputgröße wird dabei in zwei unterschiedliche Kennzahlen aufgeteilt, welche anschließend in ihrer Wirkung auf den Shareholder Value verglichen werden. Die erste Kennzahl misst Umsätze, die innerhalb der Heimatregion des Unternehmens generiert werden. Die potentiellen Heimatregionen gliedern sich hierbei in Nordamerika, Europa und Asien/Pazifik. Eine zweite Kennzahl soll all jene Umsätze erfassen, die außerhalb der Heimatregion erzielt werden. Die Autoren stellen heraus, dass Shareholder internationale Aktivitäten in der Heimatregion positiver bewerten, als solche, die darüber hinausreichen (vgl. Rugman und Oh, 2010, 485 f.).

Die Untersuchungen des dritten Literatur-Streams thematisieren Input- und Outputvariablen der Internationalisierung simultan. Hughes et al. (1975) etwa vergleichen multinationale Unternehmen mit nicht international aktiven Unternehmen. Durch die Betrachtung zweier Portfolios werden die verschiedenen Unternehmensarten miteinander verglichen. Die Selektionskriterien der Autoren legen fest, dass ein multinationales Unternehmen mindestens 10 % ausländische Vermögenswerte oder mindestens 10 % im Ausland generierte Umsätze aufweisen muss. Die Studie identifiziert multinationale Unternehmen demnach sowohl über Input- als auch über Outputgrößen (vgl. Hughes et al., 1975, S. 631). Eine ähnliche Vorgehensweise findet sich in der Arbeit von Michel und Shaked (1986). Hier wird die Bedingung formuliert, dass die Unternehmen im multinationalen Portfolio mindestens 20 % im Ausland generierte Umsätze aufweisen müssen und mindestens in sechs Ländern mit ausländischen Direktinvestitionen tätig sind. Das letztgenannte Kriterium beschreibt eine Inputgröße, die gleichzeitig die Anzahl der Länder berücksichtigt und somit neben der Internationalisierungstiefe ebenfalls die Breite behandelt. Beide Studien kommen zu dem Ergebnis, dass das Aktienrisiko der multinationalen Unternehmen geringer ausfällt als das Risiko der rein inländisch operierenden Unternehmen. Die Arbeit von Hughes et al. (1975) belegt weiterhin höhere Aktienrenditen multinationaler Unternehmen. Konträr beweisen Michel und Shaked (1986), dass multinationale Unternehmen signifikant geringere Aktienrenditen generieren als Inlandsunternehmen. (vgl. Hughes et al., 1975, S. 636; Michel und

Shaked, 1986, S. 99). Während die vorgenannten Studien Input- und Outputgrößen zur Identifikation von multinationalen Unternehmen nutzen, untersucht Dittfeld (2017) den direkten Einfluss von Input- und Outputvariablen auf den Shareholder Value separat voneinander. Der Internationalisierungsinpout wird durch das FATA- und der Internationalisierungsausput durch das FSTS-Verhältnis abgebildet. Für beide Kennzahlen werden positiv lineare Effekte auf den Shareholder Value festgestellt (vgl. Dittfeld, 2017, S. 22).

Die vorangehenden Erläuterungen zeigen, dass für die Operationalisierung der Internationalisierungsvariable verschiedene Ansätze genutzt werden, die zu unterschiedlichen Implikationen für den Shareholder Value führen. In Anlehnung an Mizik und Jacobson (2003) sollten wertgenerierende und wertschöpfende Faktoren in Relation zueinander untersucht werden, um die strategische Schwerpunktgewichtung des Unternehmens zu berücksichtigen (vgl. Mizik und Jacobson, 2003, S. 65). Eine solche Verhältniskennzahl zwischen Input und Output findet in der Internationalisierung-Performance-Beziehung bisher keine Beachtung. Diese Forschungslücke wird in der vorliegenden Arbeit durch die Operationalisierung des Trade-offs zwischen internationaler Wertgenerierung, dargestellt durch das FATA-Verhältnis, und internationaler Wertschöpfung, ausgedrückt durch das FSTS-Verhältnis, geschlossen. Zur Überwindung der methodischen Schwierigkeiten versucht eine zweite Gruppe von Studien, die konfligierenden Ergebnisse mit verschiedenen aus der Theorie hergeleiteten Moderatoren zu erklären. Wie in Abschnitt 2.2. erwähnt, bestätigen empirische Untersuchungen die signifikante Bedeutung von Marketing Capabilities in der Beziehung zwischen Internationalisierung und Performance. Die methodische Darstellung von Marketing Capabilities kann auf verschiedene Arten erfolgen. Mishra und Modi (2016) verwenden zum Beispiel ein Maß, das die Marketing Capability eines Unternehmens in Relation zu dem Durchschnittswert der jeweiligen Branche misst (vgl. Mishra und Modi, 2016, S. 32). Eine weitere Möglichkeit der Messbar-machung besteht darin, zwei entscheidende Funktionen von Marketing Capabilities in Relation zueinander darzustellen (Mizik und Jacobson, 2003, S. 66). In der Internationalisierungsliteratur werden Marketing Capabilities vorwiegend durch deren grundlegende Funktionen dargestellt. Diese werden mit der Vermarktungs- und der Innovationsfähigkeit eines Unternehmens abgebildet und separat in ihrem Einfluss auf den Shareholder Value betrachtet (vgl. Rugman und Oh, 2010, S. 485).

Beispielhaft ist die Studie von Berry und Sakakibara (2008) zu nennen, welche die Vermarktungsfähigkeit durch Werbeausgaben (Advertising - ADV) und die Innovationsfähigkeit durch Forschungs- und Entwicklungsausgaben (Research & Development - R&D) charakterisiert (Tabelle 1). Konträr zu den Ergebnissen vorheriger Studien können die Autoren keine signifikante Wirkung der Marketingmoderatoren auf die Internationalisierung- Shareholder Value-Beziehung herausfiltern. Dies wird durch das japanische Unternehmenssample begründet, auf dessen Grundlage die Forschungsergebnisse basieren. Die Annahme lautet, dass

Investoren aufgrund kultureller und internationalisierungspolitischer Unterschiede japanische Unternehmen anders bewerten als beispielsweise US-Unternehmen. (vgl. Berry und Sakakibara, 2008, S. 297). Die Mehrheit der Studien aus Tabelle 1 hingegen identifiziert signifikante Einflüsse der genannten Marketingmoderatoren, die sich sowohl positiv als auch negativ auf den Shareholder Value auswirken können (vgl. Rugman und Oh, 2010, S. 485 f.; Dittfeld, 2017, S. 26). In Anlehnung an Dittfeld (2017) und Eckert et al. (2010) werden in dieser Arbeit Vertriebs-, Verwaltungs- und Gemeinkosten für die Vermarktungsfähigkeit herangezogen (vgl. Eckert et al., 2010, S. 569; Dittfeld, 2017, S. 19). In Tabelle 1 werden diese durch die Abkürzung des englischen Begriffs Selling, General and Administrative Expenditures (SGA) kenntlich gemacht. Auf Basis der Studien aus Tabelle 1, basiert die Innovationsfähigkeit auf den Forschungs- und Entwicklungsausgaben (Research & Development Expenditures – R&D) der Unternehmen.

3. Theorien und Hypothesen

3.1. Resource-Based-View

Auf Basis der konzeptionellen Grundlagen sollen im Folgenden Theorien vorgestellt werden, welche die Beziehung zwischen Internationalisierung und dem Shareholder Value erklären. Dafür werden der Resource-Based-View, das Konzept der Liabilities of Foreignness und die Theorie der Dynamic Capabilities zunächst jeweils separat erläutert. Ferner wird das Zusammenwirken der Theorien in Bezug auf die Internationalisierungsforschung herausgestellt. Aus den empirischen Ergebnissen bisheriger Studien werden im Anschluss die Hypothesen für die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und dem Shareholder Value hergeleitet. Zudem wird der prognostizierte Moderationseffekt der Marketing Capabilities formuliert. Aus den unterschiedlichen Wirkungsbeziehungen ergibt sich infolgedessen das Gesamtmodell der Studie.

Der Resource-Based-View ist ein Denkansatz des strategischen Managements und legt die Ressourcen eines Unternehmens als dessen Erfolgsfaktoren fest. Die Theorie postuliert, dass die externe Marktausrichtung von den internen Stärken des Unternehmens abhängt. Der Leitgedanke des Konzepts wird von Barney (1991) anhand der Beziehung zwischen Ressourcen, Wettbewerbern und der Erzeugung von Mehrwert formuliert. Ein Unternehmen muss Leistungen demnach so erstellen, dass diese durch Alleinstellungsmerkmale für Konkurrenten nicht imitierbar sind. Gleichmaßen darf der Mehrwert dieser Leistungen langfristig nicht durch den Wettbewerb reproduziert werden (vgl. Barney, 1991, S. 99 ff.). Diesen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil kann das Unternehmen durch den Einsatz und die Kombination bestimmter Ressourcen generieren. Als Ressourcen werden gemeinhin alle tangiblen und intangiblen Vermögenswerte definiert, welche dazu dienen die Unternehmensziele zu erreichen (vgl. Kozlenkova et al. (2014), S. 5 ff.). Beispielhafte Ressourcen können Maschinenanlagen, Handelsverträge, Kapital oder Markennamen sein (vgl. Wernerfelt, 1984, S. 172).

Diese ressourcenbasierte Perspektive setzt zwei fundamentale Annahmen voraus, mithilfe derer die Entstehung nachhaltiger Wettbewerbsvorteile erklärt werden kann. Unternehmen besitzen zunächst unterschiedliche Ressourcenbündel im Vergleich zu ihren Konkurrenten. Dies trifft auch für Unternehmen zu, die in der gleichen Branche operieren. Eine solche Ressourcenheterogenität impliziert, dass einige Unternehmen bestimmte Aktivitäten qualifizierter ausführen können als der Wettbewerb, da sie über spezifische Ressourcen verfügen (vgl. Peteraf und Barney, 2003, S. 316 f.). Eine weitere Annahme der Theorie betrifft den potentiellen Transfer der Ressourcen. Gemäß dieser Annahme sind die Eigenschaften der verschiedenen Unternehmensressourcen zu unterschiedlich, um zwischen Unternehmen transferiert zu werden. Diese Ressourcenimmobilität suggeriert das langfristige Fortbestehen der durch heterogene Ressourcen erzeugten Wettbewerbsvorteile (vgl. Kozlenkova et al. (2014), S. 3). Dabei ist zu beachten, dass nicht alle Ressourcen des Unternehmens dazu geeignet sind, nachhaltige Wettbewerbsvorteile zu generieren. Um dieses Potenzial ausschöpfen zu können, müssen bestimmte Kriterien erfüllt sein, welche nachfolgend erläutert werden.

Unternehmensressourcen müssen demnach wertvoll, selten, nicht vollständig imitierbar und vom Unternehmen verwertbar sein. Die Wertigkeit einer Ressource ist gegeben, wenn dessen strategischer Einsatz dem Unternehmen hilft Chancen zu nutzen und Bedrohungen zu neutralisieren. Steigende Kosten können beispielsweise als externe Bedrohung aufgefasst werden, und die Steigerung des Umsatzes kann eine Chance darstellen. Der Besitz von wertvollen Ressourcen allein ist noch nicht ausreichend, um Wettbewerbsvorteile zu generieren, da Konkurrenten ebenfalls über solche Ressourcen verfügen können. Das zweite Kriterium legt fest, dass eine Ressource durch einen gewissen Seltenheitswert gekennzeichnet sein muss. Die Ressource darf sich folglich nur im Besitz einer geringen Anzahl konkurrierender Unternehmen befinden. Wertvolle Ressourcen, die keinen Seltenheitsfaktor aufzeigen, sind dennoch nicht zu ignorieren, da sie Wettbewerbsparität schaffen können. Hierdurch wird das Fundament für wirtschaftliches Überleben gelegt. Wertvolle und gleichzeitig seltene Ressourcen können ferner zu kurzfristigen Wettbewerbsvorteilen führen. Wenn Wettbewerber die Ressource jedoch zu minimalen Kostennachteilen kopieren können, ist kein langfristiger Wettbewerbsvorteil möglich.

Eine Ressource muss daher zusätzlich die Eigenschaft der nicht vollständigen Imitierbarkeit aufweisen. Dieses Kriterium ist erfüllt, wenn die Akquisition oder die Entwicklung der Ressource für Konkurrenten mit zu hohen Kosten verbunden sind. Andere Unternehmen können die Ressource also nicht direkt duplizieren oder substituieren. Die drei vorangehend erläuterten Merkmale bilden die Basis für einen langfristigen Wettbewerbsvorteil. Das letzte Kriterium betrifft nicht die Ressource, sondern die Fähigkeiten des Unternehmens. Für die ganzheitliche Ausschöpfung eines nachhaltigen Wettbewerbsvorteils muss das Unternehmen in der Lage sein, das vollständige Potenzial der Ressourcen zu verwerten. Mangel-

hafte organisatorische Prozesse und Methoden können das Ressourcenpotenzial unterminieren. Aus diesem Grund muss das Unternehmen die erforderliche organisatorische Expertise besitzen, um aus wertvollen, seltenen und nicht imitierbaren Ressourcen nachhaltige Wettbewerbsvorteile zu erzielen (vgl. Barney, 1991, S. 106 ff.; Kozlenkova et al. (2014), S. 3).

Im Kontext der Internationalisierungsliteratur kann die ressourcenorientierte Unternehmenssicht zur Erklärung der Vorteile von internationalen Aktivitäten herangezogen werden (vgl. Nguyen, 2017, S. 318). Die Kernthese dieses Ansatzes lautet, dass die oben beschriebenen erfolgversprechenden Ressourcen in ausländische Märkte übertragen werden können, wodurch das Unternehmen von verschiedenen Vorteilen profitiert. Die Ausweitung der Ressourcen auf internationaler Ebene kann dabei zu Skalen- und Verbundeffekten führen. Hieraus ergibt sich eine Steigerung der Kapitalrendite hinsichtlich der eingesetzten Ressourcen und eine Reduktion der Cashflow-Variabilität (vgl. Tallman und Li, 1996, S. 179). Ein weiterer ressourcenbedingter Vorteil für international agierende Unternehmen entsteht aus einem Anstieg der Erfahrungskurve. Durch Lerneffekte und dem daraus resultierenden Aufbau eines internationalen Ressourcennetzwerkes, können beispielsweise Wissensressourcen effizient in verschiedene ausländische Märkte transferiert werden, um einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil zu erwirken (vgl. Kogut, 1984, S. 160; Hitt et al., 1997, S. 771). Aufgrund dieser Eigenschaft können multinationale Unternehmen flexibler auf Schwankungen in wichtigen ökonomischen Parametern reagieren. Exemplarisch ist die Abwertung einer Landeswährung zu nennen, wodurch die Lohn- und Materialkosten im jeweiligen Markt sinken. Mit einer internationalen Ressourcenbasis und der nötigen Verwertungsfähigkeit bietet sich die Chance, die Produktion schnell und effizient in den kostengünstigeren Markt zu verlagern. Diese Flexibilität ermöglicht dem multinationalen Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil gegenüber einem rein inländisch wirtschaftenden Unternehmen und führt zu Gewinnsteigerungen (vgl. Kogut, 1984, S. 162).

Ressourcen werden weiterhin als alle Vermögenswerte erfasst, die das Unternehmen zur Entwicklung und Implementierung einer effizienten und effektiven Strategie befähigen (vgl. Barney, 1991, S. 101). In Bezug auf die Internationalisierungsstrategie eines Unternehmens können insbesondere zwei Ziele identifiziert werden. Einerseits können multinationale Unternehmen bereits vorhandene Ressourcen nutzen, um in neue Märkte vorzustoßen. Dieser strategische Pfad bezieht sich auf die internationale Wertschöpfung. Andererseits eröffnet sich die Möglichkeit, neue Ressourcen in neuen Märkten zu entwickeln. Diese Herangehensweise betrifft die internationale Wertgenerierung. (vgl. Kozlenkova et al. (2014), S. 6). Der Trade-off zwischen den Strategieoptionen wird, aus Sicht des ressourcenorientierten Ansatzes, in der erforderlichen internationalen Ressourcenallokation widerspiegelt. Da der Ausgangspunkt des Resource-Based-View auf der Annahme der Ressourcenknappheit basiert, müssen die Vermögenswerte möglichst effizient inner-

halb des Unternehmens verteilt werden (vgl. Mizik und Jacobson, 2003, S. 63). Der Ideologie dieser Ausführungen folgend, kann eine Internationalisierungsstrategie und die damit einhergehenden Trade-off-Entscheidungen nur dann erfolgreich sein, wenn die Kriterien der ressourcenorientierten Unternehmenssicht erfüllt sind (vgl. Barney, 1991, S. 103 f.). Studien der Internationalisierungsliteratur beweisen ferner, dass Shareholder die erläuterte Betrachtungsweise teilen. Berry und Sakakibara (2008) drücken es wie folgt aus: "[...] our findings suggest that shareholders do indeed view firms as the Resource-Based-View suggests: as bundles of resources and routines." (Berry und Sakakibara, 2008, S. 298). Die Investoren stehen dem internationalen Engagement allerdings skeptisch gegenüber. Einen Erklärungsansatz für diese Vorbehalte liefern die wahrgenommenen myopischen Tendenzen internationaler Manager, durch welche der Shareholder Value vernachlässigt wird (vgl. Morck und Yeung, 1991, S. 166). Das Hauptargument für die Ablehnung der Internationalisierung liefern jedoch die sogenannten Kosten der Internationalisierung (vgl. Denis et al., 2002, S. 6). Diese werden allgemein als Liabilities of Foreignness bezeichnet und werden im nachfolgenden Abschnitt behandelt.

3.2. Liabilities of Foreignness

Während der Resource-Based-View Vorteile Benefits für multinationale Unternehmen erklärt, bietet das Konzept der Liabilities of Foreignness ein geeignetes Framework, um die Internationalisierungskosten zu beschreiben (vgl. Nguyen, 2017, S. 318). Laut Zaheer (1995) fallen darunter alle Kosten, die für multinationale Unternehmen, im Vergleich zu rein inländisch agierenden Unternehmen, zusätzlich anfallen. Als Konsequenz kann sich ein Wettbewerbsnachteil ergeben (vgl. Zaheer, 1995, S. 342 f.). Einige Arbeiten der finanzwissenschaftlichen Literatur finden negative oder insignifikante Wirkungsbeziehungen zwischen Internationalisierung und Shareholder Value. Die Autoren führen diese Ergebnisse auf die Liabilities of Foreignness zurück (vgl. Denis et al., 2002, S. 33; Christophe, 1997, S. 460). Im Folgenden werden daher die vier zentralen Ursachen dieser Internationalisierungskosten dargestellt. In Verbindung damit werden die Auswirkungen auf den Shareholder Value erläutert. Zur Veranschaulichung sollen Beispiele zu den Beziehungen zwischen chinesischen und US-amerikanischen Geschäftspartnern dienen.

Der erste Kostenfaktor bezieht sich auf die räumliche Distanz und die verschiedenen Zeitzonen zwischen der Firmenzentrale und den unterschiedlichen ausländischen Märkten. Beispielhaft sind Transport-, Reise- und Koordinationskosten zu nennen (vgl. Zaheer, 1995, S. 343). Aus Shareholder-Perspektive wird hierdurch die Kommunikation und Koordination der Unternehmenspolitik erschwert. Investoren fürchten ferner die Entstehung von Informationsasymmetrien zwischen der Firmenzentrale und den Managern in den Niederlassungen. Folglich gestaltet sich die Überwachung der Entscheidungsfindung im Management komplexer, wodurch der Shareholder Value sinkt (vgl. Denis et al., 2002,

S. 6 f.). Bei Investments in die chinesische Wirtschaft bevorzugten US-amerikanische Unternehmen etwa den Austausch im direkten Gegenüber. Diese Art der Kommunikationskultur führt jedoch durch lange Reisezeiten und daraus resultierende Jetlags zu erschwerten Bedingungen der Auslandsgeschäfte (vgl. Chen et al., 2006, S. 639).

Eine zweite Schwierigkeit für internationale Unternehmen entsteht durch unternehmensspezifische Kosten in Bezug auf den jeweiligen lokalen Markt (vgl. Zaheer, 1995, S. 343). Durch ein unvertrautes soziales, rechtliches, politisches und ökonomisches Umfeld wird der Erfolg internationaler Operationen gehemmt (vgl. Chen et al., 2006, S. 639). Die mangelnden Kenntnisse über den ausländischen Markt führen aus Sicht der Shareholder beispielsweise zu erhöhten Kosten des Aufbaus von Kunden- und Lieferantenbeziehungen (vgl. Li, 2007, S. 120). Exemplarisch werden die Geschäftsbeziehungen zwischen US-amerikanischen und chinesischen Unternehmen angeführt. Im Verlauf der Geschäftsverhandlungen versuchen beide Seiten ein gutes Verhältnis zueinander aufzubauen. Es hat sich jedoch herausgestellt, dass die chinesischen Partner die Geschäftsbeziehung erst langfristig pflegen wollen, wenn der US-amerikanische Partner versichert, das Unternehmen bei Konflikten nicht zu verklagen. Dieser Streitpunkt resultiert aus der jeweils kulturell unterschiedlichen Interpretation von Freundschaft. US-amerikanische Unternehmen interpretieren ein freundschaftliches Verhältnis mit der Bedingung, Geschäftsvereinbarungen ohne Ausnahme einzuhalten. Eine Absicherung gegen etwaiges Fehlverhalten des Gegenübers kann dabei auf rechtlichen Schritten beruhen. Die chinesische Auffassung von Freundschaft hingegen schließt das Verklagen von Geschäftspartnern von vornherein aus. Somit entstehen kulturelle Differenzen, welche den Internationalisierungserfolg eindämmen (vgl. Chen et al., 2006, S. 639).

Kosten, die aus dem lokalen behördlichen Umfeld des Ziellandes entstehen, bilden den dritten Teil des Konstruktes der Liabilities of Foreignness. Die mangelnde Legitimität des Unternehmens im ausländischen Markt oder die Ausübung von Wirtschaftsnationalismus gehören zu den Ursachen (vgl. Zaheer, 1995, S. 343). Diese bürokratischen und administrativen Beschränkungen, verursacht durch ausländische Behörden, werden von Shareholdern als Risiko wahrgenommen (vgl. Michel und Shaked, 1986, S. 90 f.). Als Beispiel dient erneut der chinesische Markt. Wenn US-amerikanische Unternehmen Investments in China vornehmen wollen, sind häufig konfligierende Interessen zwischen dem Regierungsapparat und dem investierenden Unternehmen zu beobachten. Ein Ziel der chinesischen Außenhandelspolitik ist die Exporterhöhung lokaler Güter, um Gewinne aus Devisengeschäften zu erwirtschaften. In Verträgen mit ausländischen Geschäftspartnern verspricht die Regierung Provisionen, wenn eine bestimmte Mindestanzahl chinesischer Güter exportiert wird. US-amerikanische Unternehmen hingegen sind oftmals ausschließlich an der Nachfrage im lokalen Markt interessiert. Zum einen befürchten die Manager von US-Unternehmen, dass chinesische Produkte auf ausländischen Märkten nicht wettbewerbsfähig sind. Zum anderen kann der Export zu

Kannibalisierungseffekten bei Produkten führen, die das US-Unternehmen auf Märkten außerhalb Chinas anbietet. Die erläuterten Zielkonflikte können folglich den Erfolg des internationalen Engagements schmälern (vgl. Björkman und Osland, 1998, S. 442; Chen et al., 2006, S. 639).

Das Umfeld des Heimatlandes der internationalen Organisation wird als letzter Bestandteil der Liabilities of Foreignness angeführt (vgl. Zaheer, 1995, S. 343). Neben dem Staatsapparat im Zielland, nehmen auch die Behörden im Heimatland Einfluss auf die Strategien international agierender Unternehmen (vgl. Mayrhofer, 2004, S. 84). Marano et al. (2016) untersuchen diesen Zusammenhang empirisch im Hinblick auf bilanzielle und marktorientierte Erfolgskennzahlen. Hierbei wird eine negative Beziehung zwischen zu starken Restriktionen der Heimatregierung und dem Internationalisierungserfolg festgestellt. Diese Ergebnisse lassen vermuten, dass der Shareholder Value gemindert wird (vgl. Marano et al., 2016, S. 1098). US-Unternehmen können zum Beispiel staatlichen Restriktionen hinsichtlich bestimmter internationaler Geschäftsabwicklungen und Technologietransfers unterliegen. In diese Kategorie sind moderne Computersysteme und militärische Ausrüstung einzuordnen, welche die nationale Sicherheit betreffen. Investitionen und Technologietransfers in etwa den chinesischen Markt, sind für die Unternehmen dieses Industriezweiges häufig untersagt (vgl. Chen et al., 2006, S. 639).

Zusammenfassend beschreibt die ressourcenorientierte Unternehmenssicht die Vorteile der Internationalisierung. Das Konzept der Liabilities of Foreignness hingegen identifiziert die Kosten der Internationalisierung. Verschiedene Studien stellen fest, dass die Internationalisierungskosten kompensiert werden müssen, um einen positiven Effekt auf die Performance multinationaler Unternehmen zu erzielen (Zaheer, 1995, S. 343; Vahlne und Ivarsson, 2014, S. 245). Zudem wird ein solcher Zusammenhang in der Internationalisierungsliteratur hinsichtlich des Shareholder Values untersucht. Dabei sind konsistente Ergebnisse zu erkennen. Zur Überwindung der Nachteile gegenüber lokal operierenden Konkurrenten müssen multinationale Unternehmen bestimmte firmenspezifische Fähigkeiten aufweisen (vgl. Morck und Yeung, 1991, S. 185; Berry und Sakakibara, 2008, S. 281). Devinney et al. (2000) postulieren darüber hinaus, dass der Trade-off zwischen internationaler Wertgenerierung und Wertschöpfung durch die genannten Fähigkeiten gelingen kann (vgl. Devinney et al., 2000, S. 681). Im folgenden Abschnitt werden diese Erfolgseigenschaften eines multinationalen Unternehmens auf Basis der Dynamic Capabilities erklärt.

3.3. Dynamic Capabilities

Die Interpretation der Dynamic Capabilities-Theorie wird in der Literatur kontrovers diskutiert. Einige Forscher argumentieren, dass der Ansatz als eigenständige Theorie beurteilt werden muss (vgl. Teece et al., 1997, S. 513 f.). Andere verstehen die Theorie als direkte Weiterentwicklung des Resource-Based-View und lehnen die separate Betrachtung ab (vgl. Peteraf und Barney, 2003, S. 321 f.). Im Rahmen der

Internationalisierung weisen Ressourcen und dynamische Fähigkeiten des Unternehmens ein komplementäres Verhältnis auf (vgl. Oh, 2010, S. 30). Die Theorie der Dynamic Capabilities wird in dieser Arbeit folglich der ressourcenorientierten Unternehmenssicht zugeordnet. Capabilities beschreiben daher die Fähigkeit eines Unternehmens, Ressourcen mithilfe organisatorischer Prozesse zu kombinieren und einzusetzen. Auf Basis komplexer Interaktionen mit den Unternehmensressourcen, werden diese firmenspezifischen Prozesse entwickelt. Die Capabilities verfolgen das Ziel, die Ressourcenproduktivität zu steigern sowie die strategische Flexibilität und den Schutz der Endprodukte zu erhöhen (vgl. Amit und Schoemaker, 1993, S. 35).

Makadok (2001) betont weiter, dass sich die Capabilities, als spezielle Ressourcenart, durch zwei Merkmale von den übrigen Ressourcen unterscheiden lassen. Erstens sind Ressourcen kein direkter Bestandteil der organisatorischen Prozesse. Die dynamischen Fähigkeiten hingegen übernehmen eine intermediäre Funktion zwischen den Ressourcen und den finalen Leistungen des Unternehmens. Somit sind sie direkt in die Prozesse der Organisation eingebettet. Aufgrund dieser Eigenschaft können Capabilities nicht auf andere Unternehmen übertragen werden. Hierfür wäre es erforderlich, das gesamte Unternehmen oder zumindest in sich geschlossene Teile des Unternehmens zu übernehmen. Die vollständige Liquidation eines Unternehmens bedeutet somit gleichermaßen die Auflösung der Capabilities. Die übrigen Ressourcen können indes in den Besitz anderer Organisationen übergehen. Zur Veranschaulichung dient ein fiktives Beispiel des US-amerikanischen Halbleiterherstellers Intel. Im Falle der Auflösung des Unternehmens können die Mikroprozessorpateente des Unternehmens dennoch in den Besitz von Konkurrenten gelangen, da es sich um Ressourcen handelt. Demgegenüber könnte die Innovationsfähigkeit des Unternehmens, neue Mikroprozessoren zu entwickeln, nicht an Wettbewerber übertragen werden, da sie den Capabilities zuzuordnen ist (vgl. Makadok, 2001, S. 388 f.).

Zweitens unterscheiden sich die beiden Ressourcenarten in ihren Funktionen. Ressourcen stellen die Hygienefaktoren für den Erfolg einer Strategie dar (vgl. Barney, 1991, S. 101). Als übergeordnete Aufgabe der Capabilities ist die Produktivitätserhöhung eben dieser Ressourcen zu verstehen (vgl. Amit und Schoemaker, 1993, S. 35). Als Beispiel wird das von Walmart intern entwickelte Cross-Docking System angeführt. In diesem komplexen System organisatorischer Prozesse werden Güter an Warenhäuser geliefert, direkt selektiert, neu verpackt und versandt. Hierdurch entfällt die kostenintensive Lagerung der Waren. Mit der Cross-Docking Capability wird die Produktivität weiterer Ressourcen, zu denen die LKW-Flotte, Geschäftsimmobilien, Arbeitskräfte oder Informationstechnologien gehören, nachhaltig gesteigert. Auf diese Weise wird eine Umsatzkostensenkung erreicht, woraus ein Wettbewerbsvorteil für Walmart resultiert (vgl. Stalk et al., 1992, S.58 ff.; Makadok, 2001, S. 389).

Die Theorie der Dynamic Capabilities findet in der Internationalisierungsforschung hohe Beachtung. Durch die Ausschöpfung der Unternehmensressourcen, ermöglichen

die dynamischen Fähigkeiten die erfolgreiche Implementierung der Internationalisierungsstrategie und führen zu besserer finanzieller Performance (vgl. Birkinshaw und Hood, 1998, S. 783 f.; Augier und Teece, 2007, S. 186 f.). Dies führt bei Shareholdern zu der Annahme, dass multinationale Unternehmen ohne dynamische Fähigkeiten langfristig nicht erfolgreich sind (vgl. Berry, 2006, S. 1138). Die Investoren reagieren besonders positiv auf die Marketing Capabilities eines Unternehmens, welche eine spezielle Form der Dynamic Capabilities bilden (vgl. Day, 2011, S. 187 f.; Dittfeld, 2017, S.28). Eckert et al. (2010) betonen in ihrer Studie die entscheidende Bedeutung von Marketing Capabilities im Internationalisierungskontext. Aus den Ergebnissen der Studie wird abgeleitet, dass Shareholder nur dann Erträge aus Internationalisierungsaktivitäten erwarten können, wenn Unternehmen über ausgeprägte Marketing Capabilities verfügen (vgl. Eckert et al., 2010, S. 573).

Zunächst spiegeln Marketing Capabilities die Fähigkeit eines Unternehmens wider, erfolgreiche Kommunikationspolitik zu betreiben (vgl. Wiles et al., 2012, S. 40). Eine starke Kommunikationsfähigkeit führt zu höherer öffentlicher Sichtbarkeit der unternehmerischen Internationalisierungsaktivitäten für Konsumenten und Shareholder, sodass Letztgenannte diese in ihre Investitionsvorhaben einbeziehen (vgl. Mishra und Modi, 2016, S. 31; Oh, 2010, S. 32). Weiterhin ermöglichen Marketing Capabilities das effektive Management von Marktinformationen. Diese Marktintelligenz ermöglicht die effiziente Nutzung von Konsumenten- und Wettbewerberdaten auf den ausländischen Märkten (vgl. Contractor et al., 2003, S. 6; Narasimhan et al., 2006, S. 513). In der Folge können die Internationalisierungsaktivitäten an die Bedürfnisse und Ansprüche verschiedener Stakeholder angepasst werden. Zusätzlich trägt eine hohe Marktintelligenz dazu bei, agil auf Gegenmaßnahmen von Wettbewerbern zu reagieren. Das Aktienrisiko in internationalen Märkten wird somit reduziert, woraus eine Stärkung des Shareholder Values resultiert (vgl. (vgl. Mishra und Modi, 2016, S. 31; Berry und Sakakibara, 2008, S. 298). Wie in Abschnitt 2.2. erläutert, fördern Marketing Capabilities ferner die Umsetzung der Internationalisierungsstrategie, indem ressourcenbezogene Kosten gesenkt werden (vgl. Kotabe et al., 2002, S. 82; Griffith und Harvey, 2001, S. 598). Zusammenfassend wird postuliert, dass Marketing Capabilities das Potenzial besitzen, den internationalen Strategie-Trade-off zwischen Wertgenerierung und Wertschöpfung erfolgreich zu koordinieren und folglich den Shareholder Value zu steigern (vgl. Mauri und Neiva de Figueiredo, 2012, S. 40; Berry und Sakakibara, 2008, S. 281).

3.4. Entwicklung der Hypothesen

Aus den Erkenntnissen der vorgestellten Theorien und anhand empirischer Ergebnisse zur Beziehung zwischen Internationalisierung und Shareholder Value, werden im Folgenden die Hypothesen hergeleitet. Zunächst wird der Wirkungseffekt vom internationalen Strategie-Trade-off auf die Aktienrendite sowie das idiosynkratische Risiko formuliert. Weiter werden jeweils die Moderationseffekte von

Innovations- und Vermarktungsfähigkeit prognostiziert. Final bildet eine grafische Gesamtdarstellung der Wirkungszusammenhänge den Abschluss dieses Kapitels.

3.4.1. Internationaler Strategie-Trade-off und Shareholder Value

In dieser Arbeit wird ein negativer Einfluss des internationalen Strategie-Trade-offs auf den Shareholder Value unterstellt. Die Wirkungsbeziehung zwischen der Internationalisierung eines Unternehmens und dem Shareholder Value ist ferner Gegenstand einer kontroversen Diskussion. Die Forscher identifizieren hier sowohl Vorteile als auch Nachteile (vgl. Eckert et al., 2010, S. 573). Dess et al. (1995) argumentieren, dass die Internationalisierung per se Vorteile für Investoren erzeugt. Die Autoren vermuten, dass die Aktien multinationaler Unternehmen die Diversifikation eines Investmentportfolios erhöhen und somit das Anlagerisiko reduzieren. Diese Annahme basiert auf der Theorie, dass Vermögensgegenstände, dessen Erträge nicht miteinander korrelieren, das Risiko senken. Soweit die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auf Märkten verschiedener Regionen nicht zusammenhängen, sollte ein multinationales Unternehmen daher stabilere Erträge generieren können als ausschließlich inländisch operierende Unternehmen (vgl. Dess et al., 1995, S. 360). Ein weiterer Nutzen liegt in der Verbesserung der internationalen Wettbewerbssituation. Auf verschiedenen internationalen Märkten präsent zu sein, bietet multinationalen Unternehmen die Möglichkeit, vielfältig auf Konkurrenzangriffe zu reagieren. Zum Beispiel können Interventionsmaßnahmen auf Märkten, in denen das angreifende Unternehmen eine schwache Position hält, erwogen werden. Das multinationale Unternehmen verfügt daher über eine höhere strategische Flexibilität im Wettbewerb als Unternehmen, die einzig im Heimatmarkt wirtschaften. Hierbei wird unterstellt, dass das Risiko aggressiver Auseinandersetzungen mit Wettbewerbern aus Investorensicht sinkt (vgl. Hamel und Prahalad, 1985, S. 35; Kim et al., 1993, S. 284). Aus der Vielfalt ausländischer Märkte ergibt sich ein weiterer internationalisierungsimmanenter Vorteil. Dieser liegt in der flexiblen Reaktion auf Änderungen der Zins- und Lohnkostensätze sowie der Waren- und Rohstoffpreise in einem Land. Multinationale Unternehmen bietet sich bei solchen Szenarien die Option, Produktions- und Beschaffungsstandorte in kostengünstigere Märkte zu verlagern (vgl. Kogut, 1985, S. 33).

Die erläuterten Vorteile sollen die Überlegenheit multinationaler Unternehmen, im Vergleich zu ausschließlich inländisch aktiven Unternehmen, verdeutlichen (vgl. Dess et al., 1995, S. 62). Konträre Erkenntnisse liefert die Studie von Michel und Shaked (1986). Die Autoren vergleichen die Aktienportfolios von multinationalen mit denen von nicht international agierenden Unternehmen. Dabei stellen sie fest, dass die Aktienrenditen rein inländisch operierender Unternehmen signifikant höher ausfallen, als die der internationalen Unternehmen (vgl. Michel und Shaked, 1986, S. 95). Diese Ergebnisse sind konsistent mit den Forschungen von Oh (2010) und Eckert et al. (2010) (vgl. Oh, 2010, S. 41; Eckert et al., 2010, S. 568). Hieraus ist abzuleiten, dass die imma-

nennten Vorteile der Internationalisierung, aus Sicht der Investoren, durch die Liabilities of Foreignness neutralisiert oder sogar zu Lasten multinationaler Unternehmen überkompensiert werden. Diese Sichtweise wird von Studien bestätigt, welche keine signifikanten Effekte für den Einfluss von Internationalisierung auf den Shareholder Value finden (vgl. Morck und Yeung, 1991, S. 185; Christophe, 1997, S. 460).

Aus weiteren Arbeiten geht hervor, dass der separate Einsatz von internationaler Wertschöpfung positive Effekte auf den Shareholder Value ausüben kann (Rugman und Oh, 2010, 485 f.). Dittfeld (2017) beweist beispielsweise eine positiv lineare Wirkungsbeziehung zwischen dem FSTS-Verhältnis und dem Tobin's Q-Maß. (Dittfeld, 2017, S. 22). Bei der gesonderten Betrachtung von internationaler Wertgenerierung hingegen werden negative Einflüsse auf den Shareholder Value registriert. In einem linearen Regressionsmodell identifizieren Christoph und Lee (2005) etwa einen negativen Einfluss der FATA-Relation auf Tobin's Q. Der Anstieg internationaler Assets mindert demzufolge den Shareholder Value. Die Schlussfolgerung lautet daher, dass Investoren die internationale Streuung von Vermögensgegenständen als destruktiv bewerten (vgl. Christophe und Lee, 2005, S. 642; Click und Harrison, 2000, S. 12). Die Autoren vermuten, dass für internationale Projekte eine große Vermögensbasis benötigt wird, welche allerdings geringe Erträge produziert. Diese Behauptung wird durch die hohen ressourcenbezogenen Komplexitätskosten internationaler Aktivitäten erklärt (vgl. Christophe und Lee, 2005, S. 642). Ein multinationales Unternehmen hat zwar einen höheren Marktwert, aber auch einen fünfmal höheren Vermögensbestand, als national agierende Unternehmen. In Bezug auf die Strategieoption der Wertgenerierung werden multinationale Unternehmen somit schlechter bewertet als inländisch operierende Unternehmen (vgl. Eckert et al., 2010, S. 570; Click und Harrison, 2000, S. 2).

Zusammenfassend können multinationale Unternehmen die immanenten Internationalisierungsvorteile, aufgrund der Liabilities of Foreignness, nicht ausnutzen. Zudem unterstellen Investoren bei Investitionen in internationale Wertgenerierung eine zu hohe Komplexität der Ressourcenallokation. Die Kosten des internationalen Strategie-Trade-offs übersteigen demnach den Nutzen der Internationalisierung, weshalb Folgendes prognostiziert wird:

H1(a): Der strategische Trade-off zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung wirkt sich negativ auf die Aktienrendite eines Unternehmens aus.

H1(b): Der strategische Trade-off zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung wirkt sich positiv auf das idiosynkratische Risiko eines Unternehmens aus.

3.4.2. Moderationseffekte der Innovationsfähigkeit

Für die Herleitung der Hypothesen H1(a) und H1(b) werden die immanenten Benefits der Internationalisierung

erklärt. Ein Unternehmen kann zudem weitere Vorteile der Internationalisierung nutzen, wenn es die notwendigen Marketing Capabilities besitzt. In dieser Arbeit wird die Annahme getroffen, dass sich die Innovationsfähigkeit eines Unternehmens positiv auf die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und dem Shareholder Value auswirkt. Einige Vorteile der Innovationsfähigkeit können erst mit dem Beginn der Internationalisierung genutzt werden. Andere können bereits im Heimatmarkt einen positiven Effekt auf den Shareholder Value auslösen. Heimatmarkt-Effekte resultieren insbesondere aus der Markt- und Kundenorientierung des Unternehmens. In der Marketingliteratur werden mehrfach positive Einflüsse von Innovationsfähigkeit auf den Shareholder Value festgestellt (vgl. Rubera und Kirca, 2017, S. 744). Die Innovationsfähigkeit ermöglicht es dem Unternehmen, kontinuierlich die aktuellen Präferenzen der Konsumenten zu erfassen und entsprechend zu reagieren. Diese Eigenschaft führt zu einer Erhöhung der potentiellen Cashflows und generiert, wie in Abschnitt 2.3. angedeutet, Shareholder Value. Weiterhin dienen Innovationen der Ergänzung des Produktportfolios, wodurch das Unternehmen neue Kundensegmente erschließen kann. Infolgedessen sinkt die Volatilität der Cashflows. Hieraus resultiert eine Abnahme des Aktienrisikos (vgl. Srinivasan et al., 2009, S. 27 f.). Abschließend signalisieren Innovationen, dass das Unternehmen auch zukünftig in der Lage ist, das Produktportfolio zu erweitern. Aus Investorenperspektive steigt dadurch der Residualwert ihres Investments (vgl. Sood und Tellis, 2009, S. 444; Rubera und Kirca, 2017, S. 744). Kotabe et al. (2002) betonen, dass die Innovationsfähigkeit vom Heimatmarkt auf ausländische Märkte übertragen werden kann. Folglich können die kundenbezogenen, positiven Performanceeffekte auch auf internationaler Ebene ausgeschöpft werden (vgl. Kotabe et al., 2002, S. 83).

Weitere Vorteile der Innovationsfähigkeit ergeben sich erst im Internationalisierungskontext. Die ressourcenorientierte Unternehmenssicht lässt vermuten, dass im Zuge der Internationalisierung Potenziale zur Senkung der Produktionskosten entstehen (vgl. Tallman und Li, 1996, S. 179). Die Potenziale können aus Sicht der Shareholder genutzt werden, wenn das Unternehmen innovative Produktionsverfahren entwickelt und auf ausländische Märkte überträgt. Die Innovationsfähigkeit eines multinationalen Unternehmens ermöglicht daher die Ausschöpfung von Skaleneffekten (vgl. Lu und Beamish, 2004, S. 602; Kotabe et al., 2002, S. 83). Die Vielfalt der zu bearbeitenden Märkte löst weiterhin Stimuli für die Bildung neuer dynamischer Fähigkeiten aus. Durch Investitionen in Forschung und Entwicklung auf ausländischen Märkten kann das Unternehmen neue Innovationsfähigkeiten und Produkte entwickeln, um lokal adaptiv reagieren zu können (vgl. Ghoshal, 1987, S. 431). Diese neu gewonnenen Fähigkeiten können Synergien mit den bereits vorhandenen Ressourcen in Märkten anderer Länder schaffen. In der Neuentwicklung vielfältiger Fähigkeiten identifizieren Investoren einen Wettbewerbsvorteil gegenüber lokal agierenden Unternehmen (vgl. Oh, 2010, S. 30).

Investoren bewerten Internationalisierungsaktivitäten als

nutzenbringend, wenn das Unternehmen seine Innovationsfähigkeit in ausländische Märkte transferiert und international weiterentwickelt (vgl. Florida, 1997, Berry und Sakakibara, 2008, S. 280). Dittfeld (2017) zeigt zudem, dass die Innovationsfähigkeit eines Unternehmens die Beziehung zwischen internationaler Wertgenerierung und dem Shareholder Value positiv beeinflusst (vgl. Dittfeld, 2017, S. 23 ff.). Als Konsequenz werden Synergien zwischen den Ressourcen und der Innovationsfähigkeit unterstellt, welche eine effizientere und effektivere Nutzung der internationalen Assets ermöglichen (vgl. Yildiz, 2013, S. 339). Die Komplexitätskosten der internationalen Wertgenerierung werden folglich gesenkt. Neben den wertschöpfenden werden nun auch die wertgenerierenden Internationalisierungsaktivitäten positiv von den Shareholdern bewertet. Die Innovationsfähigkeit eines multinationalen Unternehmens führt aus Investorenperspektive zu einem erfolgreichen Management des internationalen Strategie-Trade-offs. Daher werden folgende Annahmen getroffen:

H2(a): Die Innovationsfähigkeit moderiert die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und der Aktienrendite eines Unternehmens positiv.

H2(b): Die Innovationsfähigkeit moderiert die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und dem idiosynkratischen Risiko eines Unternehmens negativ.

3.4.3. Moderationseffekte der Vermarktungsfähigkeit

Der Vermarktungsfähigkeit wird ein positiver Einfluss in der Beziehung zwischen internationalem Strategie-Trade-off und Shareholder Value unterstellt. In der Marketingliteratur wird gezeigt, dass Investoren die Vermarktungsfähigkeit eines Unternehmens bei der Aktienbewertung berücksichtigen (vgl. Xiong und Bharadwaj, 2013, S. 712). Analog zur Innovationsfähigkeit ergeben sich zunächst heimatmarktbedingte Performanceeffekte. Eine ausgeprägte Vermarktungsfähigkeit ermöglicht eine detaillierte Marktanalyse und den Aufbau starker Kundenbeziehungen. Dies befähigt das Unternehmen zur Antizipation des Kundenverhaltens, wodurch die Volatilität der Cashflows reduziert werden kann (vgl. Dutta et al., 1999, S. 550; Xiong und Bharadwaj, 2013, S. 712). Damit kann das Unternehmen effizienter und effektiver auf Kundenbeschwerden reagieren. Im Falle unrechtmäßiger negativer Nachrichten ist das Unternehmen beispielsweise in der Lage, schnell die Kommunikation mit den verantwortlichen Kunden aufzunehmen. Hierdurch werden die Service Recovery-Kosten gesenkt und infolgedessen Zahlungsabflüsse verringert (vgl. Xiong und Bharadwaj, 2013, S. 712). Ferner können Unternehmen mit hoher Vermarktungsfähigkeit proaktiv Anpassungen des Produktionszyklus vornehmen. Diskrepanzen zwischen dem Warenbestand des Unternehmens und den Kundenanforderungen können beispielsweise durch agile Distributionskanäle schnell behoben werden. Dementsprechend wird eine höhere Produktdiffusion erreicht, welche die Cashflows beschleunigt und schließlich

den Shareholder Value erhöht (vgl. Bharadwaj et al., 2007, S. 440 f; Xiong und Bharadwaj, 2013, S. 712). Die Übertragung der Vermarktungsfähigkeit in internationale Märkte führt zu einer optimalen Ausschöpfung der genannten Wettbewerbsvorteile (vgl. Oh, 2010, S. 32).

Andere performanceorientierte Vorteile der Vermarktungsfähigkeit können im Internationalisierungsprozess entstehen. Aufgrund von globalisierten Märkten bilden sich länderübergreifende Produktsegmente. Das multinationale Unternehmen kann an dieser Stelle profitieren, wenn es standardisierte Marketingprogramme entwickelt und auf ausländische Märkte ausweitet. Bei der jeweiligen ausländischen Marktpenetration kann das Unternehmen auf Erfahrungswerte zurückgreifen, die in vergleichbaren Ländern gesammelt werden (vgl. Helsen et al., 1993, S. 60). Zudem kann die internationale Standardisierung einer Marke vorteilhafte Effekte bewirken. Unternehmen mit starken Markennamen können Preisaufläge auf ausländischen Märkten implementieren und zusätzlich den Bekanntheitsgrad der Marke erweitern (vgl. Kotabe et al., 2002, S. 82; Hitt et al., 1997, S. 771). Eine hohe Vermarktungsfähigkeit führt demnach zu steigender Profitabilität, die den Shareholder Value positiv beeinflusst.

Die Aktienbewertung der Investoren kann positiv ausfallen, wenn das multinationale Unternehmen die Vermarktungsfähigkeit in ausländische Märkte überträgt und standardisiert nutzt. In der Studie von Lu und Beamish (2004) wird weiterhin ein positiver Einfluss der Vermarktungsfähigkeit auf die Beziehung zwischen internationaler Wertgenerierung und Shareholder Value festgestellt (vgl. Lu und Beamish, 2004, S. 605). Daher wird die gleiche Annahme getroffen wie zuvor beim Moderationseffekt der Innovationsfähigkeit. Die Vermarktungsfähigkeit kann genutzt werden, um das Potenzial der internationalen Ressourcen besser auszuschöpfen (vgl. Yildiz, 2013, S. 339). Shareholder nehmen bei der Strategieoption der internationalen Wertgenerierung folglich eine Reduktion der Komplexität wahr. Aus der positiven Bewertung beider Strategieoptionen lassen sich dementsprechend folgende Hypothesen ableiten:

H3(a): Die Vermarktungsfähigkeit moderiert die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und der Aktienrendite eines Unternehmens positiv.

H3(b): Die Vermarktungsfähigkeit moderiert die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und dem idiosynkratischen Risiko eines Unternehmens negativ.

3.5. Übersicht der Wirkungszusammenhänge

Das Gesamtmodell dieser Arbeit wird in Abbildung 1 veranschaulicht. Der internationale Strategie-Trade-off bildet die unabhängige Variable. Die Aktienrendite und das idiosynkratische Risiko des Unternehmens bezeichnen die abhängigen Variablen und repräsentieren den Shareholder

Value. Weiterhin stellen Innovationsfähigkeit und Vermarktungsfähigkeit die Moderatoren des Modells dar. Der internationale Strategie-Trade-off hat einen negativen Einfluss auf die Aktienrendite und einen positiven Einfluss auf das idiosynkratische Risiko. Diese Wirkungsrichtungen werden durch den Moderationseffekt der Innovationsfähigkeit umgekehrt. Unter Berücksichtigung dieses Moderators wirkt sich der internationale Strategie-Trade-off positiv auf die Aktienrendite und negativ auf das idiosynkratische Risiko aus. Diese Wirkungsbeziehungen wiederholen sich bei der Betrachtung des zweiten Moderationseffekts. Bei der Hinzunahme der Vermarktungsfähigkeit wird postuliert, dass der internationale Strategie-Trade-off zu einer Erhöhung der Aktienrendite und zu einer Reduktion des idiosynkratischen Risikos führt.

4. Empirische Untersuchung

4.1. Sampling und Datenbasis

In diesem Kapitel wird die methodische Vorgehensweise dieser Studie behandelt. Zunächst werden die Zusammensetzung des Forschungssamples und die Datenerfassung erläutert. Weiter wird die Operationalisierung aller relevanten Variablen thematisiert, worauf eine grafische Übersicht aller Metriken folgt. Anschließend sollen die in Abschnitt 3.4. aufgestellten Hypothesen anhand eines geeigneten Modells überprüft werden. Dafür werden auf Basis der Datenstruktur die Modellspezifikationen aufgestellt. Abschließend werden die empirischen Forschungsergebnisse vorgestellt.

Für die Kalkulation der abhängigen Variablen, Aktienrendite und idiosynkratisches Risiko, muss auf die jeweiligen Aktienpreise der Unternehmen zurückgegriffen werden. In dieser Arbeit werden daher ausschließlich börsennotierte Unternehmen untersucht. Eine hohe Anzahl US-amerikanischer Unternehmen sind börsennotiert, weshalb hier ein transparentes Reporting der Unternehmensdaten angenommen wird. Um auf eine möglichst hohe Datenmenge zugreifen zu können, werden demnach US-amerikanische Unternehmen herangezogen. (vgl. [Berry und Kaul, 2016](#), S. 2278). Hierfür wird der Wilshire 5000 Total Market Index herangezogen. Seit der Gründung im Jahr 1974 stellt der Wilshire 5000 Zeitreihendaten bereit, die bis zum 31.12.1970 zurückreichen. Ziel der Verwendung des Aktienindex ist die Manifestierung eines Benchmarks für den gesamten US-amerikanischen Aktienmarkt. Der Indexwert des Wilshire 5000 wird dabei durch Veränderungen in der Marktkapitalisierung der gelisteten Unternehmen beeinflusst. Bei der Gründung im Jahr 1974 enthielt der Index 5.000 Unternehmen. Die Anzahl der gelisteten Unternehmen wuchs stetig bis zum 31.07.1998, wo der Index 7.562 Aktien zählte. Anschließend sank die Zahl bis zum 31.12.2013 auf 3.776 Aktien (vgl. [Wilshire Associates Incorporated, 2014](#)). Das verwendete Sample basiert auf einer Mitgliederliste, die auf der Wilshire-Homepage verfügbar ist. Nach dem Download und der Modifizierung der Liste im Dezember 2017, ergibt sich für diese Studie ein Ausgangsdatenset von 3.772

Unternehmen. Der aktuelle Stand dieser Liste beläuft sich auf Dezember 2016 (vgl. [Wilshire Associates Incorporated, 2016](#)).

Die Methodik zur Berechnung der abhängigen Variablen orientiert sich ferner an einem Kapitalmarktmodell der Ökonomen Eugene Fama und Kenneth French. Das Modell stützt sich auf drei Faktoren zur Erklärung von Aktienentwicklungen. Die Faktoren wurden der Homepage des Finanzprofessors Kenneth French entnommen. Hier werden neben US-amerikanischen auch internationale Finanzmarktinformationen bereitgestellt. Neben den erwähnten Marktfaktoren werden zudem Aktienportfolios zur Verfügung gestellt, die nach verschiedenen Kriterien berechnet werden. Die für diese Arbeit benötigten Faktoren liegen für tägliche, wöchentliche, monatliche und jährliche Aktienrenditen vor. Da die Kalkulation der abhängigen Variablen auf Basis der monatlichen Aktienpreise erfolgt, werden die monatlich kalkulierten Marktfaktoren für den US-amerikanischen Aktienmarkt verwendet. Diese Daten sind bis Juli 1926 erhältlich und werden monatlich aktualisiert (vgl. [French, 2017](#)).

Die Aktienpreise und alle weiteren relevanten Unternehmensdaten werden mit dem Ziel beschafft, die Untersuchung über einen möglichst langen Zeitraum durchzuführen, um so viele Informationen wie möglich einfließen zu lassen. Für dieses Vorhaben wird der Datenbestand von Thomson Reuters verwendet. Insgesamt werden, mit Datastream und Worldscope, zwei Datenbanken des Anbieters genutzt. Datastream beinhaltet Markt- und Finanzdaten und bietet über 10 Millionen ökonomische Zeitreihen für 162 Märkte an. Damit verfügt die Datenbank über den weltweit größten Bestand an finanzmarktorientierten Zeitreihendaten (vgl. [Reuters, o. Jg.](#)). Worldscope enthält detaillierte Profil- und Abschlussdaten börsennotierter Unternehmen. Die Daten stammen von 37.450 Unternehmen aus über 75 Ländern und erfassen circa 95 % der globalen Marktkapitalisierung. Die Datenbank stellt darüber hinaus Daten von inaktiven und nicht mehr existenten Unternehmen bereit. Die Unternehmensdaten können in Worldscope ab 1980 abgerufen werden. Da unter anderem die Daten zu den internationalen Assets und Umsätzen aus der Worldscope-Datenbank stammen, ergibt sich hier bereits eine erste Limitation für den Untersuchungszeitraum dieser Arbeit (vgl. [Reuters, 2013](#), S. 27). Weiterhin reduziert sich die Zahl der Unternehmen im Sample, da einige Identifizierungscodes der Unternehmen nicht aufzufinden waren oder es sich um Duplikate handelte. Beim Download eines jeden Items traten zusätzlich immer Unternehmen auf, welche die jeweilige Kennzahl im gesamten Untersuchungszeitraum nicht reportet hatten. Abschließend können für die Berechnung der abhängigen Variablen nur Unternehmen berücksichtigt werden, die für mindestens ein Jahr zwölf monatliche Observierungen des Aktienpreises aufweisen (vgl. [Mishra und Modi, 2016](#), S. 32). Die Aktienpreise werden auf monatlicher und alle anderen Unternehmensdaten auf jährlicher Basis verwendet. Das finale Datenset besteht aus 1.399 Unternehmen über einen Zeitraum von 1982 bis 2016 und weist 17.326 Observierungen auf.

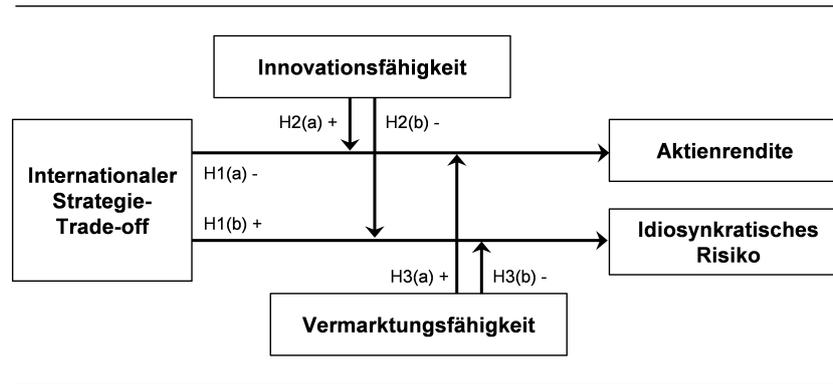


Abbildung 1: Gesamtmodell; Quelle: Eigene Darstellung

4.2. Operationalisierung der Variablen

Im Folgenden wird die Operationalisierung aller für das Gesamtmodell relevanten Variablen beschrieben. Die Abkürzungen der Variablen beziehen sich auf die englischen Begriffe, um die Studie besser mit anderen Arbeiten der Internationalisierungs- und Marketingliteratur vergleichen zu können. Frühere Studien der Marketing- und Finanzliteratur identifizieren in der Aktienrendite und im idiosynkratischen Risiko zwei Metriken, die den Shareholder Value messen (vgl. Luo, 2009, S. 155; Srinivasan und Hanssens, 2009, S. 297 f.). Die Aktienrenditen werden als abnormale Renditen berechnet und spiegeln unerwartete Abweichungen der erwarteten Aktienperformance wider. Diese werden mittels des aus der Finanzliteratur stammenden Fama-French-Dreifaktorenmodells bestimmt (vgl. Fama und French, 1992, S. 451 f.; Barber und Lyon, 1997 S. 355). Das idiosynkratische Risiko bezieht sich auf die Volatilität des Aktienkurses und erfasst 80 % des Gesamtrisikos des Unternehmens. Die Kalkulation erfolgt über die Standardabweichung der Residuen des Fama-French-Dreifaktorenmodells, das im weiteren Verlauf dargestellt ist (vgl. Goyal und Santa-Clara, 2003, S. 980 ff.). Vor der Anwendung des Modells werden zunächst die logarithmierten Aktienrenditen anhand folgender Formel kalkuliert:

$$R_{im} = \log \frac{(\text{Aktienpreis}_{im} - \text{Aktienpreis}_{im-1})}{\text{Aktienpreis}_{im-1}} \quad (1)$$

R_{im} beschreibt die Aktienrendite für Unternehmen i in Monat m . Die errechneten Renditen werden logarithmiert (vgl. Srinivasan et al., 2009, S. 33; Srinivasan und Hanssens, 2009, S. 297). Zur Berechnung der Überschussrendite wird in Gleichung (2) das Fama-French-Dreifaktorenmodell herangezogen.

$$R_{im} - R_{fm} = \beta_{0i} + \beta_{1i}(R_{mm} - R_{fm}) + \beta_{2i}SMB_m + \beta_{3i}HML_m + \epsilon_{im} \quad (2)$$

R_{mm} steht für die Rendite eines wertgewichteten Marktportfolios m und R_{fm} zeigt die Rendite der risikolosen An-

lage f . Die Differenz zwischen R_{im} und R_{fm} ergibt die Überschussrendite. SMB_m ist die Abkürzung für „small minus big“ und beschreibt die Renditedifferenz zwischen Aktien von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung und Aktien von Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung. HML_m bedeutet „high minus low“ und integriert die Renditedifferenz zwischen Aktien von Unternehmen mit hohem Buchwert/Marktwert-Verhältnis und Aktien von Unternehmen mit geringem Buchwert/Marktwert-Verhältnis. Abschließend bilden β_{0i} den Y-Achsenabschnitt der Überschussrendite und ϵ_{im} den Fehlerterm des Modells (vgl. Barber und Lyon, 1997 S. 355). Für Modell (2) wurde eine Rolling Window Regression mit 12 Monaten vor dem Ereignismonat durchgeführt. Anschließend werden die abnormalen Renditen aus der Differenz zwischen der tatsächlich beobachteten Rendite und der erwarteten Rendite in Modell (3) berechnet (vgl. Luo et al., 2013b, S. 152).

$$AR_{im} = (R_{im} - R_{fm}) - (\hat{\beta}_{0i} + \hat{\beta}_{1i}(R_{mm} - R_{fm}) + \hat{\beta}_{2i}SMB_m + \hat{\beta}_{3i}HML_m) \quad (3)$$

Das idiosynkratische Risiko wird anschließend in Modell (4) als die Standardabweichung der Residuen aus Modell (1) auf jährlicher Basis kalkuliert (vgl. Luo et al., 2013b, S. 152).

$$IR_{it} = \left[\frac{1}{12} \sum_{m=1}^{12} (\epsilon_{im} - \bar{\epsilon}_{im})^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (4)$$

IR_{it} bildet das idiosynkratische Risiko auf jährlicher Basis ab. Für die Berechnung der abnormalen Renditen auf Jahresbasis werden die monatlichen abnormalen Renditen aggregiert. In Modell (5) ist das Verfahren in Anlehnung an Mishra und Modi (2016) formal dargestellt.

$$AR_{it} = \prod_{m=1}^{12} (1 + AR_{im}) \quad (5)$$

AR_{im} beschreibt die monatlichen abnormalen Aktienrenditen. AR_{it} steht für die aggregierten abnormalen Renditen auf jährlicher Basis (vgl. Mishra und Modi, 2016, S. 32).

Die Operationalisierung der unabhängigen Variable erfordert zunächst die Berechnung der internationalen Wertschöpfung und die der internationalen Wertgenerierung. Die internationale Wertschöpfung wird über das FSTS-Verhältnis und die internationale Wertgenerierung über das FATA-Verhältnis kalkuliert (vgl. [Thomas und Eden, 2004](#), S. 92 ff.):

$$FSTS = \frac{\text{Foreign Sales}}{\text{Total Sales}} \quad (6)$$

$$FATA = \frac{\text{Foreign Assets}}{\text{Total Assets}} \quad (7)$$

Wie in Abschnitt 2.4. angedeutet, wird der internationale Strategie-Trade-off als Relation zwischen der wertgenerierenden und wertschöpfenden Strategieoption operationalisiert. Diese Kennzahl orientiert sich in dieser Studie an den Ausführungen von [Mizik und Jacobson \(2003\)](#) und wird folgendermaßen berechnet (vgl. [Mizik und Jacobson, 2003](#), S. 73):

$$ISE = \frac{(FSTS - FATA)}{(FSTS + FATA)} \quad (8)$$

ISE ist die Abkürzung für International Strategic Emphasis und beschreibt den strategischen Trade-off zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung. Je negativer die Kennzahl, desto mehr fokussiert das Unternehmen die internationale Wertgenerierung (FATA). Positive Werte bedeuten hingegen, dass der strategische Schwerpunkt eher in Richtung der internationalen Wertschöpfung (FSTS) rückt (vgl. [Mizik und Jacobson, 2003](#), S. 66).

Die Moderatorvariablen dieser Arbeit werden durch die Innovationsfähigkeit und die Vermarktungsfähigkeit eines Unternehmens abgebildet. In Abschnitt 2.4. wird gezeigt, dass Marketing Capabilities durch verschiedene methodische Ansätze dargestellt werden. Die separate Erfassung von Innovationsfähigkeit und Vermarktungsfähigkeit hat sich in der Internationalisierungsliteratur jedoch bewährt, weshalb die vorliegende Studie sich dieser Vorgehensweise anschließt (vgl. [Rugman und Oh, 2010](#), S. 485):

$$R\&D = \frac{\text{R\&D Expenditures}}{\text{Total Assets}} \quad (9)$$

$$SGA = \frac{\text{SGA Expenditures}}{\text{Total Assets}} \quad (10)$$

Durch R&D Expenditures werden die Ausgaben für Forschung und Entwicklung angezeigt. R&D steht für die Innovationsfähigkeit eines Unternehmens. Unter SGA Expenditures sind die Vertriebs-, Verwaltungs- und Gemeinkosten angegeben. Die Abkürzung SGA gibt die Vermarktungsfähigkeit

eines Unternehmens wieder (vgl. [Kurt und Hulland, 2013](#), S. 64).

Die Motivation für die Verwendung der abhängigen, unabhängigen und moderierenden Variablen wird bereits ausführlich in Abschnitt 2.4. dargelegt. Ergänzend wird herausgestellt, mit welcher Begründung die nachfolgend aufgeführten Kontrollvariablen in das Modell integriert werden. Bei der Variablenauswahl orientiert sich diese Arbeit an Studien im Marketing-Finance-Interface, welche ebenfalls die Aktienrendite und das idiosynkratische Risiko als abhängige Variablen nutzen. Der Shareholder Value kann systematisch von der Größe des Unternehmens beeinflusst werden. Der Literatur folgend, wird für den Einfluss des Gesamtvermögens (Total Assets) und für den Einfluss des Marktwerts (Market Value) kontrolliert (vgl. [Nam und Kannan, 2014](#), S. 32; [Luo et al., 2013a](#), S. 13). Größere Unternehmen verfügen über mehr Ressourcen und können somit eher von Skaleneffekten profitieren. Kleinere Unternehmen hingegen haben eine höhere strategische Flexibilität und können schneller auf Ertragschancen reagieren (vgl. [Luo und Bhattacharya, 2006](#), S. 8). Zusätzlich wird das Buchwert/Marktwert-Verhältnis als Kontrollvariable herangezogen (vgl. [Nam und Kannan, 2014](#), S. 32). Unternehmen mit einem hohen Buchwert/Marktwert-Verhältnis (Book-to-Market Ratio) wird ein geringeres Aktienrisiko unterstellt, wodurch sich ein positiver Effekt auf den Shareholder Value ergibt (vgl. [Srinivasan et al., 2009](#), S. 30).

Neben den vorgestellten Firmenspezifika werden weiterhin Kennzahlen der Accounting Performance eines Unternehmens berücksichtigt. Zunächst wird der Verschuldungsgrad (Leverage) als Kontrollvariable implementiert (vgl. [Mishra und Modi, 2016](#), S. 33). Einerseits tragen Unternehmen mit einem hohen Verschuldungsgrad ein höheres Insolvenzrisiko. Ein hoher Verschuldungsgrad kann das Unternehmen andererseits dazu befähigen Steuervorteile auszunutzen und somit höhere Cashflows zu generieren. Der Leverage-Effekt kann demnach positive und negative Einflüsse auf den Shareholder Value haben (vgl. [Groening et al., 2016](#), S. 60). Zudem wird der Liquiditätsgrad (Current Ratio) des Unternehmens berücksichtigt (vgl. [Luo et al., 2013b](#), S. 153). Verglichen mit fixen Assets, werden liquide Assets, aus Investorenperspektive, mit weniger volatilen Renditen in Zusammenhang gebracht (vgl. [Luo et al., 2010](#), S. 1049). Als weitere Kontrollvariable wird der Profit Markup eines Unternehmens in das Modell integriert. Für profitable Unternehmen steigt die Chance, höhere Renditen zu generieren. Gleichermaßen kann Profitvolatilität zu einem höheren Risiko führen (vgl. [Mishra und Modi, 2016](#), S. 33). Ferner dient die Kapitalrendite (Return on Assets) als Kontrollvariable (vgl. [Luo et al., 2013b](#), S. 153). Der Kapitalrendite wird ein direkter Einfluss auf die Profitabilität des Unternehmens und folglich ein indirekter Einfluss auf den Shareholder Value unterstellt (vgl. [Kang et al., 2016](#), S. 68). Alle Metriken sind nachfolgend in einer Übersicht dargestellt (Tabelle 2). Mit den Items werden die Identifizierungs-codes der Variablen in Datastream und Worldscope gekennzeichnet.

Tabelle 2: Übersicht der Variablen; Quelle: Eigene Darstellung

Variablen	Abkürzung	Messung	Datenquelle	Items	Literatur
Unabhängige Variablen					
Internationaler Strategie-Trade-off	ISE	Differenz zwischen FSTS und FATA, dividiert durch die Summe von FSTS und FATA	Worldscope	WC08731 WC08736	Mizik und Jacobson, 2003
Moderatorvariablen					
Innovationsfähigkeit	R&D	Quotient aus Forschungs- und Entwicklungsausgaben und totalen Assets	Worldscope	WC01201 WC02999	Kurt und Hulland, 2013
Vermarktungsfähigkeit	SGA	Quotient aus Vertriebs-, Verwaltungs- und Gemeinkosten und totalen Assets	Worldscope	WC01101 WC02999	Kurt und Hulland, 2013
Kontrollvariablen					
Unternehmensgröße	SIZE	Logarithmus der totalen Assets	Worldscope	WC02999	Luo et al., 2013a
Marktwert	MV	Logarithmus des Marktwerts	Datastream	MV	Nam und Kannan, 2014
Buchwert-/Marktwert-Verhältnis	BTM	Quotient aus totalen Assets und Marktwert	Worldscope	WC02999	Nam und Kannan, 2014
Verschuldungsgrad	LVG	Quotient aus langfristigen Verbindlichkeiten und totalen Assets	Datastream Worldscope	MV WC03251	Mishra und Modi, 2016
Liquiditätsgrad	CR	Quotient aus Umlaufvermögen und kurzfristigen Verbindlichkeiten	Worldscope	WC02999 WC08106	Luo et al., 2013b
Profit Markup	PROFIT	Differenz zwischen totalen Umsätzen und Umsatzkosten, dividiert durch Umsatzkosten	Worldscope	WC01001 WC01051	Servaes und Tamayo, 2013
Kapitalrendite	ROA	Quotient aus operativem Ergebnis und totalen Assets	Worldscope	WC01250	Luo et al., 2013a

4.3. Modellspezifikationen

Die vorliegende Studie basiert auf Längsschnittdaten, welche auch als Paneldaten bezeichnet werden. Diese Daten werden als zeitabhängig bezeichnet, da im Zeitablauf wiederholte Datenerhebungen an der gleichen statistischen Einheit durchgeführt werden (vgl. Diggle et al., 2013, S. 1 f.). Die Daten liegen zwar auf jährlicher Basis vor, jedoch variieren die jährlichen Observationen pro Unternehmen. Folglich ergibt sich ein Unbalanced Panel (vgl. Backhaus et al., 2013, S. 203).

Für das Unbalanced Panel kann postuliert werden, dass sich die Observationen innerhalb der Unternehmen ähnlicher sind als Observationen zwischen den Unternehmen (vgl. Servaes und Tamayo, 2013, S. 1051 f.). Diese unbeobachtete firmenspezifische Heterogenität in den Unternehmenscharakteristika kann die Regressionsschätzung verzerren (vgl. Srinivasan et al., 2009, S. 31; Mittal et al., 2005, S. 550). Die Heterogenität kann durch Fixed Effects oder durch Random Effects spezifiziert sein (vgl. Groening et al., 2016, S. 68). Aus der Implementierung des jeweiligen Effekts in das Regressionsmodell kann eine Reduktion der Endogenität resultieren (vgl. McAlister et al., 2007, S. 44). Bei der Random Effects-Spezifikation stellt die Heterogenität eine zufällige Abweichung vom Mittelwert dar. Der Random Effects-Schätzer kann die Effekte der unabhängigen Variablen nur dann konsistent schätzen, wenn diese nicht mit der firmenspezifischen Heterogenität korrelieren. Dementgegen wird beim Fixed Effects-Schätzer die Annahme getroffen, dass die firmenspezifische Heterogenität in jedem Unternehmen eine fixe Konstante ist. Der Random Effects-Schätzer besitzt eine geringere Varianz als der Fixed Effects-Schätzer und gilt somit als effizienter (vgl. Landwehr et al., 2008, S. 178; Tang et al., 2012, S. 1294). Der Vorteil des Fixed Effects-Schätzers liegt darin, dass auch dann Konsistenz gewährleistet wird, wenn die unabhängigen Variablen mit der firmenspezifischen Heterogenität korrelieren. (vgl. Tang et al., 2012, S. 1294). Durch die Erklärung der Varianz innerhalb der Unternehmen wird das Regressionsmodell um die firmenspezifische Heterogenität bereinigt (vgl. Rabe-Hesketh und Skrondal, 2008, S. 157 ff.).

Die Entscheidung, welcher der beiden vorgestellten Schätzer in das Modell integriert werden soll, kann mit dem Hausman-Test getroffen werden (vgl. Wang und Qian, 2011, S. 427). Hierbei ist zu prüfen, ob eine Korrelation zwischen der unbeobachteten firmenspezifischen Heterogenität und den unabhängigen Variablen vorliegt. Ist dieses Kriterium erfüllt, wird ein Fixed Effects-Schätzer implementiert. Nach Tang et al. (2012) ist die Wahl des Fixed Effects-Schätzers für die Paneldatenanalyse berechtigt, da die Schätzung der Parameter hierdurch konsistenter wird. Beim Hausman-Test wird für die H0-Hypothese prognostiziert, dass keine Korrelation zwischen der firmenspezifischen Heterogenität und den unabhängigen Variablen vorliegt (vgl. Tang et al., 2012, S. 1294). Beim Testen der Regressionsmodelle dieser Studie liegen stets Werte vor, die kleiner als der Orientierungswert von 0,05 sind. Folglich muss die H0-Hypothese abgelehnt werden (vgl. Benson und Davidson, 2010, S. 945). Hieraus

wird abgeleitet, dass die unbeobachtete firmenspezifische Heterogenität durch Fixed Effects erfasst wird. Daher werden Fixed Effects in das Modell aufgenommen (vgl. Wang und Qian, 2011, S. 427). Die aus den Firmenspezifika resultierende Endogenität kann demnach im Modell bereinigt werden (vgl. McAlister et al., 2007, S. 44).

In Anlehnung an Mishra und Modi (2016) wird in dieser Arbeit ein Mehrgleichungsmodell konstruiert (vgl. Mishra und Modi, 2016, S. 36). Die Regressionen werden dabei simultan in einem System geschätzt (vgl. Morgan und Rego, 2009, S. 65). Dieses Verfahren (Seemingly Unrelated Regression) stellt ein statistisch flexibles, robustes und einfach zu interpretierendes methodisches Framework dar, um die finanzielle Performance von Unternehmen zu analysieren (vgl. Mishra und Modi, 2016, S. 36; Dotzel et al., 2013, S. 270). Bei der Berechnung separater Regressionen für die abhängigen Variablen Aktienrendite und idiosynkratisches Risiko ist anzunehmen, dass die Störterme beider Gleichungen signifikant miteinander korrelieren. Die Aktienrendite und das idiosynkratische Risiko werden daher in zwei simultan geschätzten Regressionen modelliert (vgl. Mishra und Modi, 2016, S. 36). Das Mehrgleichungsmodell führt hier zu effizienteren Schätzungen als separate Regressionen nach der Methode der kleinsten Quadrate (vgl. Morgan und Rego, 2009, S. 289). Die Haupteffekte dieser Studie werden im folgenden Gleichungssystem erfasst:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MV_{it} + \beta_2 LVG_{it-1} + \beta_3 CR_{it-1} + \beta_4 PROFIT_{it-1} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 R\&D_{it-1} + \beta_7 SGA_{it-1} + \beta_8 ISE_{it-1} + \beta_9 (ISExR\&D)_{it-1} + \beta_{10} (ISExSGA)_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (16a)$$

$$IR_{it} = \delta_0 + \delta_1 SIZE_{it} + \delta_2 BTM_{it} + \delta_3 LVG_{it-1} + \delta_4 CR_{it-1} + \delta_5 PROFIT_{it-1} + \delta_6 ROA_{it-1} + \delta_7 R\&D_{it-1} + \delta_8 SGA_{it-1} + \delta_9 ISE_{it-1} + \delta_{10} (ISExR\&D)_{it-1} + \delta_{11} (ISExSGA)_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (16b)$$

β und δ bilden die Regressionskoeffizienten, während ϵ_{it} und ϵ_{it} die Störterme repräsentieren. Neben dem Hauptmodell, bestehend aus den Teilmodellen (16a) und (16b), werden ergänzend fünf weitere Mehrgleichungsmodelle nach dem gleichen Muster geschätzt. Nähere Erläuterungen hierzu folgen bei der Vorstellung der Ergebnisse in Abschnitt 4.4.

Ferner werden die Kontrollvariablen der Accounting Performance sowie die Moderator- und Internationalisierungsvariablen der Vorjahresperiode berücksichtigt. ROA_{it-1} bedeutet beispielsweise, dass die Kapitalrendite des Unternehmens i des Jahres $t-1$ berücksichtigt wird. Diese zeitversetzte Wirkung der Variablen auf die Aktienrendite und das idiosynkratische Risiko wird aus zwei Gründen getestet. Eine

der größten Herausforderungen in der Marketing-Finance-Forschung ist die umgekehrte Kausalität zwischen erklärenden und abhängigen Variablen. Die erklärenden Variablen beeinflussen also nicht nur die abhängigen Variablen, sondern auch die umgekehrte Wirkungsrichtung ist denkbar (vgl. [Hanssens et al., 2009](#), S. 117). Die Aktienrendite kann beispielsweise den Profit oder die Forschungs- und Entwicklungsausgaben eines Unternehmens beeinflussen (vgl. [Mishra und Modi, 2016](#), S. 36). Beim „Laggen“, also dem Zurücksetzen der erklärenden Variablen um eine Periode, ist eine reverse Kausalität ausgeschlossen. Die gegenwärtige Aktienrendite kann zum Beispiel nicht den Profit aus dem Vorjahr beeinflussen (vgl. [Murthi et al., 1996](#), S. 331). Zudem lassen zeitlich versetzte erklärende Variablen eine bessere Bewertung des Shareholder Values zu. Einerseits nehmen Investoren den internationalen Strategie-Trade-off und die Kosten für Vermarktung und Innovation als strategische Investitionen wahr. Die Wirkung dieser Maßnahmen kann nur über einen langfristigen Zeitraum bewertet werden (vgl. [Chen und Hsu, 2010](#), S. 1105). Andererseits stehen den Investoren bei der gegenwärtigen Bewertung der Marktperformance eines Unternehmens keine aktuellen Zahlen zur Verfügung. Die Vermutung liegt nahe, dass dabei auf vergangene Jahresabschlüsse zurückgegriffen wird. Dieser Umstand wird durch zeitversetzte erklärende Variablen zusätzlich berücksichtigt. Die Kontrollvariablen aus dem Bereich der Unternehmenscharakteristika werden, analog zu den abhängigen Variablen, im jeweils aktuellen Zeitraum gemessen. Die Annahme für dieses Vorgehen lautet, dass sich beispielsweise die Unternehmensgröße zwischen zwei jährlichen Bewertungszeiträumen nicht entscheidend ändert. Weiterhin können Investoren jederzeit auf den aktuellen Marktwert eines Unternehmens zurückgreifen, weshalb sich hier keine Effekte aus einer zeitversetzten Messung ergeben.

Eine weitere Spezifikation des Modells bezieht sich auf die fehlenden Werte der Moderatorvariablen SGA und R&D. Basierend auf der Arbeit von [Servaes und Tamayo \(2013\)](#) werden die fehlenden Werte mit 0 ersetzt, da Unternehmen nicht dazu verpflichtet sind die Marketingausgaben separat offenzulegen (vgl. [Servaes und Tamayo, 2013](#), S. 1051). Einige Autoren argumentieren, dass Unternehmen ihre Marketingausgaben nur dann preisgeben, wenn daraus eine Erhöhung des Marktwertes zu erwarten ist (vgl. [Simpson, 2007](#), S. 425). Ein anderer Erklärungsansatz lautet, dass Unternehmen die Offenlegung der Marketingausgaben zurückhalten, um den Wettbewerbern keine wertvollen Informationen zu überlassen (vgl. [Kurt und Hulland, 2013](#), S. 72). Diese Argumentationen lassen sich auf die Forschungs- und Entwicklungsausgaben des Unternehmens übertragen. Daher ist davon auszugehen, dass die fehlenden Werte für die beiden Moderatorvariablen aus einer bewussten Nichtoffenlegung des Unternehmens resultieren. Sie werden folglich mit 0 ersetzt (vgl. [Servaes und Tamayo, 2013](#), S. 1051). Die Haupteffekte werden zudem, vor der Nullsetzung der fehlenden Werte in den Moderatorvariablen, getestet und bleiben robust. Um abschließend zu überprüfen, ob konjunkturelle Einflüsse die jährlichen Beobachtungen systematisch beeinflussen,

werden in alle Modelle Jahres-Dummies integriert (vgl. [Wang und Qian, 2011](#), S. 427).

4.4. Ergebnisse

4.4.1. Deskriptive Statistik

Nachfolgend werden zunächst die deskriptiven Ergebnisse der Arbeit vorgestellt. Hierfür wird eine Korrelationsmatrix dargestellt, in der die paarweisen Korrelationen zwischen allen relevanten Variablen gezeigt werden. Im Anschluss folgen die multivariaten Ergebnisse. Dabei wird mittels der Mehrgleichungsregressionen geprüft, ob die in Abschnitt 3.4. formulierten Hypothesen angenommen oder abgelehnt werden.

Tabelle 3 zeigt die Korrelationsmatrix der Studie. Die Korrelationen werden dabei auf einem Signifikanzniveau von 5 % ($p < 0,05$) getestet (vgl. [Mishra und Modi, 2016](#), S. 35). Der höchste Korrelationskoeffizient wird für die Beziehung zwischen der Unternehmensgröße und dem Marktwert angezeigt. Ein Wert von 0,8496 deutet auf eine starke lineare Beziehung zwischen den Variablen hin. Dieses Ergebnis ist konsistent mit der Literatur, welche sowohl die logarithmierten totalen Assets als auch den Marktwert eines Unternehmens berücksichtigt, um die Unternehmensgröße zu simulieren (vgl. [Kurt und Hulland, 2013](#), S. 64). Ein weiterer auffälliger Wert von 0,4010 ergibt sich für die Korrelation zwischen den Moderatorvariablen. Daraus lässt sich schließen, dass eine Erhöhung der Forschungs- und Entwicklungsausgaben auch einen Anstieg der Vertriebs-, Verwaltungs- und Gemeinkosten zur Folge hat. Für das Verhältnis zwischen ISE und FSTS ist ein Wert von 0,2516 zu beobachten. Wenn die ISE-Kennzahl steigt, erhöht sich simultan auch der FSTS-Wert. Der Korrelationskoeffizient zwischen ISE und FATA beträgt hingegen -0,5642. Während die ISE-Kennzahl steigt, findet demnach eine Senkung des FATA-Wertes statt. Dieser Mechanismus wird bereits in Abschnitt 4.2. angedeutet. Eine Erhöhung in ISE deutet einen Anstieg der internationalen Wertschöpfung an. Gleichzeitig führt diese Erhöhung ebenfalls zu einer Senkung des FATA-Wertes bzw. der internationalen Wertgenerierung. Dieser Vergleich deutet auf Trade-off-Entscheidungen hin. Da die Korrelationen in Tabelle 3 mehrheitlich gering sind, kann angenommen werden, dass Multikollinearität die empirische Untersuchung dieser Studie nicht gefährdet (vgl. [Bahadir et al., 2008](#), S. 56).

4.4.2. Multivariate Ergebnisse

Die Ergebnisse der Mehrgleichungsmodelle sind für die abnormale Aktienrendite in Tabelle 4 und für das idiosynkratische Risiko in Tabelle 5 festgehalten. Die Regressionskoeffizienten sind auf fünf Nachkommastellen gerundet. Dabei sind die Ergebnisse zwar nach den abhängigen Variablen separiert, jedoch müssen die beiden Tabellen im Zusammenhang verstanden werden. Modell (11a) ist beispielsweise ein Teilmodell, welches erst mit Teilmodell (11b) das vollständige Mehrgleichungsmodell bildet. In diesem Mehrgleichungsmodell 11 werden zunächst die Einflüsse der Kontrollvariablen berücksichtigt. Zu diesem Variablenset gehören in die-

Tabelle 3: Übersicht der Forschungslücke; Quelle: Eigene Darstellung

*p < 0,05

	AR	IR	ISE	FSTS	FATA	R&D	SGA	SIZE	MV	BTM	IVG	CR	PROFIT	ROA
AR	1													
IR	-0,0203*	1												
ISE	0,0071	0,1022*	1											
FSTS	0,0011	0,0662*	0,2516*	1										
FATA	-0,0045	-0,0305*	-0,5642*	0,3529*	1									
R&D	0,0013	0,0917	0,2035*	0,1768*	-0,1008*	1								
SGA	0,0003	0,0829*	0,0878	0,0163*	-0,0602*	0,4010*	1							
SIZE	0,0007	-0,3870*	-0,0146	0,0297*	0,0409*	-0,1166*	-0,1175*	1						
MV	-0,0059	-0,3597*	0,0672*	0,0828*	0,0047	-0,0519	-0,0579*	0,8496*	1					
BTM	0,0006	0,0267*	-0,0764*	-0,0585*	0,0294*	-0,003	-0,0035	0,0553*	-0,0126*	1				
IVG	0,0081*	0,0088*	-0,0848*	-0,0470*	0,0457*	0,2319*	0,2508*	0,1330*	0,0925*	0,0349*	1			
CR	-0,0149*	0,1181*	0,2021*	0,1140*	-0,0890*	0,0133*	-0,0099*	-0,2079*	-0,1349*	-0,0562*	-0,1395*	1		
PROFIT	-0,003	0,0442*	0,0170*	0,0252*	-0,0144*	0,1209*	0,0603*	-0,0704*	-0,0505*	-0,0007	-0,0074	0,0144*	1	
ROA	0,0001	-0,0657*	-0,0931*	-0,0613	0,0490*	-0,3059*	-0,7445*	0,0490*	0,0479*	0	-0,1375*	0,0012	-0,1249*	1

ser Studie auch die separat getesteten Einflüsse der Moderatorvariablen. In Modell 12 wird die FSTS-Kennzahl hinzugefügt. Diese wird im darauffolgenden Modell durch die FATA-Kennzahl ersetzt. In Modell 14 wird FSTS wieder hinzugefügt, um beide Variablen gleichzeitig zu testen. Im vorletzten Modell werden FSTS und FATA durch die ISE-Kennzahl ersetzt. Abschließend werden die Interaktionen mit den Moderatorvariablen hinzugefügt, sodass Modell 16 das Hauptmodell abbildet.

Im unteren Teil der beiden Ergebnistabellen sind einige statistische Parameter aufgelistet. Diese werden im Folgenden erläutert. R^2 ist das Bestimmtheitsmaß und gibt an, wieviel von der Varianz der abhängigen Variable erklärt wird. Hiermit wird überprüft, inwiefern das geschätzte Regressionsmodell geeignet ist, um die Realität widerzuspiegeln. Das R^2 wird berechnet, indem die erklärte Streuung in Relation zur Gesamtstreuung gesetzt wird. Der Wertebereich dieses Gütemaßes liegt zwischen 0 und 1. Je näher die Kennzahl an 1 liegt, desto mehr Streuung wird von der Gesamtstreuung erklärt (vgl. Backhaus et al., 2013, S. 81 ff.). Der Variance Inflation Factor (VIF) bestimmt, ob Korrelationen zwischen zwei oder mehreren Regressoren vorliegen (vgl. Urban und Mayerl, 2006, S. 232). Bei VIF-Werten, die 10 übersteigen, ist anzunehmen, dass Multikollinearität vorliegt. (vgl. Backhaus et al., 2013, S. 108). Um dies zu überprüfen, wird für jedes Teilmodell eine einfache Regression gerechnet. Anders als bei den Mehrgleichungsmodellen werden hier keine Fixed Effects in die Modelle integriert. Der höchste VIF-Wert der jeweiligen Variablen wird anschließend in der Tabelle gepflegt. Das Bayesian Information Criterion oder BIC, bezeichnet ein Informationskriterium zur Modellauswahl. Hiermit wird die Variablenanzahl in einem Modell auf Sparsamkeit geprüft. Zwar kann sich die Güte eines Regressionsmodells mit jeder weiteren Variable erhöhen, jedoch passt sich das Modell immer mehr an die Daten der Stichprobe an. Da die Kernaufgabe lautet, die Realität zu prognostizieren, gilt es, eine Balance zwischen Einfachheit und Komplexität zu finden. Der BIC-Wert hilft hierbei, Modelle mit unterschiedlicher Variablenanzahl zu vergleichen. Das Entscheidungskriterium lautet: Je kleiner der BIC-Wert, desto geeigneter das Modell (vgl. Backhaus et al., 2013, S. 333 f.).

In der letzten Zeile der jeweiligen Tabelle ist abschließend die Anzahl der Observationen für jedes Mehrgleichungsmodell angegeben.

Zunächst ist festzustellen, dass sich das R^2 im Modell für die abnormale Aktienrendite mehr als verdoppelt, wenn Internationalisierungsvariablen integriert werden. Das R^2 beträgt im Kontrollvariablenteilmodell (11a) 0,1312 und steigt im finalen Teilmodell (16a) auf 0,2852. Für das idiosynkratische Risiko als abhängige Variable steigt das R^2 , bei der Berücksichtigung der Internationalisierungsvariablen, ebenfalls an. Teilmodell (11b) weist einen R^2 -Wert von 0,5963 auf, während das finale Teilmodell (16b) ein R^2 von 0,6446 besitzt. Die R^2 -Werte der Teilmodelle (12a) und (12b) bis (16a) und (16b) unterscheiden sich marginal voneinander. Das Ersetzen der FSTS- und FATA-Kennzahlen durch die ISE-Kennzahl kann die Güte des Regressionsmodells demnach

nicht signifikant steigern. Dennoch wird sie gleichermaßen nicht verschlechtert. Beim BIC ist eine ähnliche Entwicklung wie beim R^2 in umgekehrter Richtung zu beobachten. Sobald Internationalisierungsvariablen in das Modell integriert werden, sinkt der BIC-Wert rapide ab. Da der BIC-Wert jeweils für ein gesamtes Mehrgleichungsmodell gilt, kann hier auf die Bezeichnung „Teilmodell“ verzichtet werden. So beträgt der BIC etwa in Modell 5 noch 599.838,9 und fällt in Modell 12 auf einen Wert von 181.452,1. Der Wert von Modell 16 liegt bei 178.280,7 und stellt somit den geringsten BIC-Wert aller Mehrgleichungsmodelle dar. Das Hauptmodell der Studie ist folglich am besten geeignet, um die abnormale Aktienrendite und das idiosynkratische Risiko zu prognostizieren. Ferner weisen die Teilmodelle (16a) und (16b) maximale VIF-Werte von 4,35 und 4,32 auf. Die Regression ist daher nicht durch Multikollinearität gefährdet (vgl. Backhaus et al., 2013, S. 108).

Zur Überprüfung der Hypothesen werden nachfolgend die Teilmodelle (16a) und (16b) betrachtet. Für die ISE-Kennzahl wird postuliert, dass sie die abnormale Aktienrendite negativ und das idiosynkratische Risiko positiv beeinflusst. Der ISE-Koeffizient in Teilmodell (16a) weist einen Wert von 0,02783 auf und ist nicht signifikant ($p > 0,1$). In Modell (16b) beträgt der ISE-Koeffizient einen Wert von 0,20171 und ist ebenfalls nicht signifikant ($p > 0,1$). Da die ISE-Werte in beiden Teilmodellen nicht signifikant sind, müssen die Hypothesen „H1(a): Der strategische Trade-off zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung wirkt sich negativ auf die Aktienrendite eines Unternehmens aus“ und „H1(b): Der strategische Trade-off zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung wirkt sich positiv auf das idiosynkratische Risiko eines Unternehmens aus“, abgelehnt werden.

Ferner ist der Interaktionseffekt von ISE und R&D zu prüfen. Hier wird prognostiziert, dass die Innovationsfähigkeit die Beziehung zwischen der ISE-Kennzahl und der abnormalen Aktienrendite positiv moderiert. Der Moderationseffekt von R&D auf die Beziehung zwischen ISE und dem idiosynkratischen Risiko soll die entgegengesetzte Wirkungsrichtung aufweisen und zu einer Senkung des Risikos führen. Der R&D-Koeffizient in Modell (16a) hat mit 1,79425 einen positiven Wert und ist zu einem Niveau von $p < 0,01$ signifikant. In Modell (16b) ist mit -4,43208 ein signifikant negativer Wert des Koeffizienten ($p < 0,01$) zu beobachten. Die Wirkungsrichtungen für den Interaktionseffekt zwischen ISE und R&D wurden folglich korrekt prognostiziert. Die Hypothesen „H2(a): Die Innovationsfähigkeit moderiert die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und der Aktienrendite eines Unternehmens positiv“ und „H2(b): Die Innovationsfähigkeit moderiert die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und dem idiosynkratischen Risiko eines Unternehmens negativ“ werden daher bestätigt.

Der zweite Moderationseffekt ergibt sich aus dem Einfluss von SGA auf die Beziehung zwischen ISE und den abhängigen Variablen. Dabei wird der gleiche Wirkungszusammenhang wie bei der Moderation durch R&D unterstellt. Die

Tabelle 4: Abnormale Aktienrendite

* p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01; Jahres-Dummies in allen Modellen integriert

	(11a)	(12a)	(13a)	(14a)	(15a)	(16a)
Intercept	1.580 79	2.191 32***	2.071 05***	2.120 71***	2.129 84***	2.132 61***
SIZE						
MV	-0.168 18***	-0.283 20***	-0.271 21***	-0.282 30***	-0.281 74***	-0.282 00***
BTM						
LVG	2.439 71***	-0.062 14	-0.044 75	-0.045 08	-0.052 45	-0.065 86
CR	-0.002 47***	0.009 49	0.008 18	0.019 17**	0.018 83**	0.019 25**
PROFIT	3.12E-06	0.000 03***	7.01E-06	0.000 03***	0.000 03***	0.000 03***
ROA	-0.797 50***	-0.398 99***	-0.221 61***	-0.259 48**	-0.262 23**	-0.263 71**
R&D	2.021 41***	1.028 47***	0.414 76	1.428 95***	1.435 89***	0.796 39**
SGA	-0.550 85***	-0.146 34	-0.131 60	-0.213 29**	-0.209 73**	-0.157 66
FSTS			0.001 33**	0.001 94**		
FATA		-0.000 38		-0.000 43		
ISE					0.059 43	0.027 83
ISE x R&D						1.794 25***
ISE x SGA						-0.177 07
R ²	0.1312	0.279	0.2808	0.2842	0.284	0.2852
BIC	599 838.9	181 452.1	218 602.2	178 308.9	178 289.7	178 280.7
Max. VIF	1.93	1.61	2.00	1.77	1.71	4.35
Obs.	44 854	18 715	22 539	18 488	18 488	18 488

Tabelle 5: Idiosynkratisches Risiko

* p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01; Jahres-Dummies in allen Modellen integriert

	(11b)	(12b)	(13b)	(14b)	(15b)	(16b)
Intercept	19.655 11**	20.402 45***	18.378 05***	19.192 75***	19.217 59***	19.234 14***
SIZE	-1.039 92***	-1.017 57***	-0.928 35***	-0.986 52***	-0.992 39***	-0.989 34***
MV						
BTM	0.000 31***	0.000 40***	0.000 01***	0.000 40***	0.000 40***	0.000 40***
LVG	1.802 60***	1.941 38***	1.580 12***	2.055 48***	2.050 36***	2.078 51***
CR	-0.022 18***	-0.103 87***	-0.026 29	-0.099 75***	-0.104 81***	-0.104 76***
PROFIT	9.68e-06***	0.000 03	0.000 01	0.000 01	0.000 13	0.000 02
ROA	-2.437 38***	-5.492 64***	-4.934 64***	-5.479 75***	-5.431 80***	-5.433 52***
R&D	-0.764 60**	-7.405 70***	-6.211 23***	-7.464 76***	-7.419 06***	-5.889 58***
SGA	-0.662 36***	1.579 96***	1.534 41***	1.756 67***	1.773 64***	1.444 66***
FSTS			0.002 07	0.001 38		
FATA		0.000 95		-0.000 71		
ISE					0.251 07**	0.201 71
ISE x R&D						-4.432 08***
ISE x SGA						0.867 72***
R ²	0.5963	0.6449	0.6352	0.6442	0.6443	0.6446
BIC	599838.9	181452.1	218602.2	178308.9	178289.7	178280.7
Max. VIF	1.91	1.59	1.97	1.75	1.68	4.32
Obs.	44854	18715	22539	18488	18488	18488

Interaktion zwischen ISE und SGA soll zu einer Erhöhung der abnormalen Aktienrendite und zu einer Reduktion des idiosynkratischen Risikos führen. Der Regressionskoeffizient in Teilmodell (16a) zeigt einen Wert von $-0,17707$ und ist nicht signifikant ($p > 0,1$). In Modell (16b) beträgt der SGA-Koeffizient $0,86772$ bei einem Signifikanzniveau von $p < 0,01$. Beide Wirkungszusammenhänge entsprechen nicht den in Abschnitt 3.4. formulierten Vermutungen. Daraus resultiert eine Ablehnung der Hypothesen „H3(a): Die Vermarktungsfähigkeit moderiert die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und der Aktienrendite eines Unternehmens positiv“ und „H3(b): Die Vermarktungsfähigkeit moderiert die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und dem idiosynkratischen Risiko eines Unternehmens negativ“.

Neben den Effekten im Hauptmodell sind weiterhin nennenswerte Befunde in den übrigen Mehrgleichungsmodellen festzustellen. Der ISE-Koeffizient ist beispielsweise in Modell (15b), für das idiosynkratische Risiko, mit einem Wert von $0,25107$ signifikant positiv ($p < 0,05$). In Modell (15a) ist der Koeffizient jedoch nicht signifikant ($p > 0,1$). Zudem ist zu beobachten, dass die FSTS-Kennzahl in den Teilmodellen (13a) und (14a) signifikant positive Regressionskoeffizienten aufweist ($p < 0,05$). In den zugehörigen Teilmodellen für das idiosynkratische Risiko, (13b) und (14b), ist der FSTS-Koeffizient nicht signifikant ($p > 0,1$). Die FATA-Koeffizienten hingegen zeigen in keinem der Teilmodelle signifikante Werte. Abschließend ist darauf hinzuweisen, dass die Moderatorvariablen R&D und SGA, in ihrem separaten Einfluss auf die abhängigen Variablen, in der Mehrzahl der Teilmodelle signifikant sind ($p < 0,01$). Zudem bleiben die Wirkungsrichtungen, außer in Teilmodell (11b), erhalten. R&D führt zu einer Erhöhung der abnormalen Aktienrendite und zu einer Reduktion des idiosynkratischen Risikos. SGA bewirkt eine Senkung der abnormalen Aktienrendite und einen Anstieg des idiosynkratischen Risikos.

5. Schlussbetrachtung

5.1. Diskussion

Das Ziel der vorliegenden Studie ist es, die Wirkung des Trade-offs zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung auf den Shareholder Value zu untersuchen. Dabei wird der moderierende Effekt von Marketing Capabilities in Betracht gezogen. Die Ergebnisse zeigen, dass der internationale Strategie-Trade-off keinen direkten Einfluss auf die abnormale Aktienrendite und das idiosynkratische Risiko ausübt. Diese potentielle Wirkungsbeziehung wird signifikant, sobald die Innovationsfähigkeit und die Vermarktungsfähigkeit der multinationalen Unternehmen berücksichtigt werden. Die Innovationsfähigkeit komplementiert den internationalen Strategie-Trade-off positiv und führt somit zu einer Erhöhung des Shareholder Values. Dementgegen bewirkt die Vermarktungsfähigkeit in dieser Beziehung eine Senkung des Shareholder Values.

In der ersten Forschungsfrage dieser Arbeit wird die Operationalisierung des internationalen Strategie-Trade-offs

adressiert. Hierfür wird zunächst die Strategieoption der internationalen Wertgenerierung mit der lokalen Anpassungsfähigkeit von multinationalen Unternehmen verknüpft. Die Strategieoption der internationalen Wertschöpfung wird entsprechend mit der Fähigkeit zur globalen Integration in Verbindung gebracht. Diese Schlussfolgerungen stammen aus der Managementpraxis, die verstärkt internationale wertgenerierende Strategieoptionen berücksichtigt, um lokale Präferenzen zu bedienen. (vgl. *Boston Consulting Group*, 2010, S. 3 ff.). In der Internationalisierungsliteratur wird die internationale Wertgenerierung als die FATA-Relation und die internationale Wertschöpfung als die FSTS-Relation interpretiert (vgl. *Thomas und Eden*, 2004, S. 93; *Dittfeld*, 2017, S. 18). Um den Trade-off zwischen den beiden Größen zu messen, nimmt diese Studie Bezug auf die Vorgehensweise von *Mizik und Jacobson* (2003). Der Trade-off zwischen den Strategieoptionen findet primär vor dem Hintergrund knapper Ressourcen statt. Die Berücksichtigung dieser Ressourcenallokation kann laut den Autoren durch die Relation zwischen den Input- und Outputgrößen dargestellt werden (vgl. *Mizik und Jacobson*, 2003, S. 66). Der internationale Strategie-Trade-off wird in dieser Studie daher durch das Verhältnis der FSTS-Kennzahl zu der FATA-Kennzahl operationalisiert.

Zweitens sollte untersucht werden, in welchen Punkten sich die neuartige Internationalisierungsvariable zu den bisher genutzten Internationalisierungsvariablen unterscheidet. Während FSTS und FATA entweder den Wert für die internationale Wertschöpfung oder für die internationale Wertgenerierung anzeigen, bestimmt die ISE-Kennzahl die relativen Werte der beiden Strategieoptionen zueinander. Das Unternehmen Apple weist im Jahr 2016 beispielsweise einen FATA-Wert von $3,31$ und einen FSTS-Wert von $64,91$ auf. $3,31$ % des Gesamtvermögens befinden sich im Ausland, und $64,91$ % der Gesamtumsätze werden auf ausländischen Märkten generiert. Der ISE-Wert des Unternehmens beträgt $0,903$. Je näher der Wert an 1 liegt, desto mehr setzt das Unternehmen seinen strategischen Schwerpunkt auf die internationale Wertschöpfung. Hier kann geschlussfolgert werden, dass Apple einen starken Schwerpunkt auf die internationale Wertschöpfung legt. Die internationale Wertgenerierung besitzt hingegen geringe strategische Bedeutung für das Unternehmen. Für ein weiteres Beispiel kann das Unternehmen Univar herangezogen werden. Univar ist ein US-amerikanischer Chemiedistributor und bietet in diesem Bereich Zusatzdienstleistungen an. Im Jahr 2016 liegt ein FATA-Wert von $54,45$ und ein FSTS-Wert von $41,7$ vor. Das Unternehmen besitzt daher zu $54,45$ % ausländische Assets, und $41,7$ % der totalen Umsätze werden auf internationalen Märkten erwirtschaftet. Die ISE-Kennzahl hat einen Wert von $-0,133$. Die Zahl ist relativ weit von -1 entfernt und liegt näher an 0 . Univar legt den Fokus daher zwar auf die internationale Wertgenerierung, jedoch wird auch der internationalen Wertschöpfung ein signifikanter strategischer Stellenwert beigemessen. Die FSTS- und FATA-Werte beweisen diese Annahmen. Ferner wird die ISE-Kennzahl in Abschnitt 4.4. auf ihre statistische Robustheit im Vergleich zu den bewährten Internationalisierungsva-

riablen getestet. Auf Basis mehrerer statistischer Erfolgsgrößen wird konstatiert, dass die FSTS- und FATA-Modelle 12, 13 und 14 keine Vorteile gegenüber Modell 15 zeigen, in dem die ISE-Variable integriert wird. ISE repräsentiert demzufolge ein neues geeignetes Internationalisierungsmaß und ergänzt das bisherige Variablenset der Internationalisierungsliteratur.

In der dritten Forschungsfrage wird der Einfluss des internationalen Strategie-Trade-offs auf den Shareholder Value thematisiert. Die Forschungsfrage stellt damit den Kern der Untersuchung dar. Im Hauptmodell dieser Studie kann kein signifikanter Effekt der ISE-Kennzahl auf die abnormale Aktienrendite oder das idiosynkratische Risiko festgestellt werden. Diese Erkenntnis ist konsistent mit den Resultaten der Studien von Morck und Yeung (1991) und Christophe (1997) (vgl. Morck und Yeung, 1991, S. 185; Christophe, 1997, S. 460). Die Vermutung liegt nahe, dass die Investoren einerseits keine Vorteile in internationalen Trade-off-Entscheidungen identifizieren. Andererseits löst die Problematik der Ressourcenallokation auch keine negative Wahrnehmung des internationalen Strategie-Trade-offs aus. So kann geschlossen werden, dass die alleinige Betrachtung des Trade-offs irrelevant für die Investmententscheidungen der Shareholder ist. Weitere Ergebnisse der Studie zeigen, dass der Trade-off erst bei der Interaktion mit Marketing Capabilities von Shareholdern wahrgenommen wird. Diese Wirkungsbeziehung spiegelt sich in der vierten Forschungsfrage wider.

Wie in den Hypothesen H2(a) und H2(b) postuliert, bewirkt die Innovationsfähigkeit in der Beziehung zwischen ISE und Shareholder Value einen Anstieg der abnormalen Aktienrendite und eine Senkung des idiosynkratischen Risikos. Der positive Einfluss der Innovationsfähigkeit geht bereits aus der Marketing-Finance-Literatur hervor (vgl. Rubera und Kirca, 2017, S. 744). Eckert et al. (2010) zeigen die hohe Relevanz der Innovationsfähigkeit zudem im Internationalisierungskontext. Die Autoren konkludieren aus ihren Untersuchungen, dass der Shareholder Value auf internationaler Ebene maßgeblich von der Innovationsfähigkeit des Unternehmens abhängt (vgl. Eckert et al., 2010, S. 573). Diese Erkenntnis kann von der vorliegenden Studie bestätigt werden. Dabei ist die Innovationsfähigkeit in das Konzept der dynamischen Fähigkeiten einzuordnen. Insbesondere die Strategieoption der internationalen Wertgenerierung kann von Investoren destruktiv bewertet werden (vgl. Christophe und Lee, 2005, S. 642; Click und Harrison, 2000, S. 12). Das Potenzial von wertgenerierenden Ressourcen kann durch Innovationsfähigkeit international besser ausgeschöpft werden (vgl. Yildiz, 2013, S. 339). Die Shareholder bewerten den internationalen Strategie-Trade-off aufgrund dieser Fähigkeit positiv.

Für den Moderationseffekt der Vermarktungsfähigkeit werden zunächst ähnliche Annahmen getroffen. Auch hier wird unterstellt, dass die dynamische Fähigkeit zu einer synergetischen Interaktion mit den Ressourcen führt und den Shareholder Value erhöht (vgl. Yildiz, 2013, S. 339). Die Vermarktungsfähigkeit führt in der Beziehung zwischen ISE und Shareholder Value jedoch zu einer Reduktion der abnormalen Aktienrendite und zu einer Erhöhung des idio-

synkratischen Risikos. Mehrere Erklärungsansätze sind für diese Ergebnisse in Betracht zu ziehen. Zum einen ist anzunehmen, dass die Vorteile der Vermarktungsfähigkeit aus dem Heimatmarkt nicht vollständig auf ausländische Märkte übertragen werden können. Die Shareholder nehmen daher an, dass die Liabilities of Foreignness überwiegen und das multinationale Unternehmen sich nicht gegen lokale Konkurrenten durchsetzen kann (vgl. Bae et al., 2008, S. 57). Zum anderen ergeben sich die Vorteile der Vermarktungsfähigkeit auf internationaler Ebene aus der Nutzung von Standardisierungsprozessen. So können multinationale Unternehmen beispielsweise standardisierte Marketingprogramme entwickeln, um diese auf internationale Märkte zu übertragen (vgl. Helsen et al., 1993, S. 60). Folglich kann die Annahme getroffen werden, dass Standardisierungsvorteile aus Investorensicht nicht ausreichen, um den internationalen Strategie-Trade-off erfolgreich zu managen. Um neben wertschöpfenden auch wertgenerierende Ressourcen zu verstärken, muss eine dynamische Fähigkeit zusätzlich die lokale Adaption in einem ausländischen Markt fördern können. Wie im Unterabschnitt 3.4.2 erläutert, sind diese Eigenschaften bei der Innovationsfähigkeit gegeben (vgl. Kotabe et al., 2002, S. 83; Ghoshal, 1987, S. 431).

Dieser Erklärungsansatz lässt den Schluss zu, dass die Vermarktungsfähigkeit Vorteile für Unternehmen schafft, welche einen starken Fokus auf die internationale Wertschöpfung legen. Diese Strategieoption ist erfolgreich, wenn ein hoher Standardisierungsnutzen entsteht (Meyer und Estrin, 2014, S. 3; Zaheer, 1995, S. 343). Ein solcher kann durch eine ausgeprägte Vermarktungsfähigkeit auf internationalen Märkten ausgeschöpft werden (vgl. Kotabe et al., 2002, S. 82; Hitt et al., 1997, S. 771). Letztgenannte Annahme wird empirisch durch die Studie von Oh (2010) bestätigt. Hier wird ein positiver Moderationseffekt der Vermarktungsfähigkeit für die Beziehung zwischen dem FSTS-Verhältnis und dem Shareholder Value festgestellt (vgl. Oh, 2010, S. 37 ff.).

5.2. Limitationen und weiterer Forschungsbedarf

Ein mögliches Bias der vorliegenden Studie hängt mit dem Aktienindex Wilshire 5000 zusammen, aus dem die für die Untersuchung benötigten Unternehmen entnommen werden. Laut der Angaben von Wilshire Associates (2014) besteht die Aufgabe des Wilshire 5000 darin, die aktuelle Performance des US-amerikanischen Aktienmarktes wiederzugeben. Um dies zu gewährleisten, muss der Index kontinuierlich angepasst werden. Unternehmen können im Laufe der Zeit einen finanziellen Zusammenbruch erleiden oder von anderen Unternehmen gänzlich akquiriert werden. Konträr finden gleichermaßen Börsengänge statt, wodurch neue Aktien im Markt vorhanden sind. Der Index wird demnach fortlaufend durch neue Aktien ergänzt oder um inaktive Aktien bereinigt (vgl. Wilshire Associates Inc., 2014, S. 2). Hieraus ergibt sich für jedes Jahr des Untersuchungszeitraums von 1982 bis 2016 eine unterschiedliche Unternehmensanzahl im Sample. Die Daten solcher Unternehmen, die nur eine bestimmte Zeit des Untersuchungszeitraums vorhanden sind, werden in der aktuellen Studie dennoch nicht entfernt. Alle

Unternehmen, die mindestens für ein Jahr zwölf monatliche Observationen des Aktienpreises aufweisen, werden berücksichtigt. Ferner werden die Unternehmen des Wilshire 5000 anhand einer online zur Verfügung gestellten Liste ausgewählt. Hierbei können einige Identifizierungs-codes in Datastream nicht lokalisiert werden. Zudem handelt es sich bei einigen Codes um Duplikate. Um diese Fehler zu beheben, kann die zukünftige Forschung monetäre Investitionen in vollständigeren Datensets erwägen. Das Ziel dieser Arbeit ist es, erste Untersuchungen zur Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und dem Shareholder Value durchzuführen. Für dieses Anliegen wird ein möglichst langer Untersuchungszeitraum mit möglichst vielen Untersuchungsobjekten angestrebt. Die erläuterte Vorgehensweise wird, auf Basis der zur Verfügung stehenden Mittel, als eine erfolgreiche Annäherung an die neue Thematik wahrgenommen.

Eine weitere Limitation kann in der Operationalisierung der unabhängigen Variable vermutet werden. Einige Studien empfehlen die Nutzung von Entropiemaßen, um die Internationalisierung eines Unternehmens zu messen. Die Autoren argumentieren, dass der Umfang der Internationalisierung in den jeweiligen Märkten in Relation zueinander untersucht werden muss. Hierzu können zum Beispiel die im Ausland erwirtschafteten Umsätze nach den Marktregionen Afrika, Asien/Pazifik, Europa und Amerika gewichtet werden (vgl. Hitt et al., 1997, S. 780). Zukünftige Studien können diesen Ansatz bei der weiteren Erforschung der Beziehung zwischen ISE und Shareholder Value implementieren. In der vorliegenden Arbeit werden Entropiemaße aus mehreren Gründen nicht in Betracht gezogen. In Worldscope liegen zunächst für eine Vielzahl von Unternehmen keine Daten zu den Umsätzen in den jeweiligen geografischen Segmenten vor (vgl. Wan und Hoskisson, 2003, S. 36). Zwischen Studien, die Entropie-Maße verwenden und solchen, die ausschließlich Scale-Maße nutzen, wird ferner ein Vergleich vorgenommen. Die Studien von Hitt et al. (1997) und Chang und Wang (2007) verwenden eine nach geographischen Regionen gewichtete FSTS-Kennzahl. Beide Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die Beziehung zwischen Internationalisierung und Performance einen positiv linearen Verlauf darstellt (vgl. Hitt et al., 1997, S. 788; Chang und Wang, 2007, S. 71 f.). Die Autoren Capar und Kotabe (2003) sowie Elango und Sethi (2007) messen die Internationalisierung über die FSTS-Kennzahl, ohne Entropie-Maße einzubeziehen. In beiden Untersuchungen werden ebenfalls positiv lineare Internationalisierung-Performance-Beziehungen aufgezeigt (vgl. Capar und Kotabe, 2003, S. 351; Elango und Sethi, 2007, S. 381 f.). Aufgrund der Konsistenz in den Ergebnissen der Studien wurde in dieser Arbeit die Annahme getroffen, dass die Einbeziehung von Entropie-Maßen nicht zu signifikanten Unterschieden in den empirischen Resultaten führt. Weiterhin wird in dieser Studie die internationale strategische Ausrichtung eines Unternehmens untersucht. Die strategische Wichtigkeit der Bearbeitung ausländischer Märkte wird durch Scale-Maße, wie FSTS und FATA, wiedergegeben (vgl. Marano et al., 2016, 1080). Aus diesem Grund wird die ISE-Kennzahl durch die Relation von Scale-Maßen

gebildet.

Abschließend tritt bei der Berechnung der Mehrgleichungsmodelle in Unterabschnitt 4.4.2. eine Limitation auf. In dieser Studie werden sechs Mehrgleichungsmodelle geschätzt, in denen jeweils die abnormale Aktienrendite und das idiosynkratische Risiko als abhängige Variablen implementiert werden. Studien aus dem Marketing-Finance-Interface zeigen, dass mehr als zwei abhängige Variablen erfolgreich in ein Mehrgleichungsmodell integriert werden können (vgl. Morgan und Rego, 2009, S. 65; Dotzel et al., 2013, S. 267 ff.). Hierdurch können wechselseitige Wirkungsbeziehungen zwischen unabhängigen, moderierenden und abhängigen Variablen untersucht werden (vgl. Vorhies et al., 2011, S. 746). Berry und Sakakibara (2008) beweisen ferner, dass solche wechselseitigen Beziehungen zwischen Marketingvariablen und Internationalisierungsvariablen vorliegen (vgl. Berry und Sakakibara, 2008, S. 293). Mit diesen Erkenntnissen kann die aktuelle Studie empirisch sowie inhaltlich ausgeweitet werden. Es besteht die Möglichkeit das Mehrgleichungsmodell um R&D-, SGA- und ISE-Kennzahlen als abhängige Variablen zu erweitern, um somit das Gesamtkonstrukt besser zu verstehen.

5.3. Forschungsimplicationen

In der vorliegenden Studie wird erstmalig die Beziehung zwischen dem internationalen Strategie-Trade-off und der Performance eines multinationalen Unternehmens untersucht. Damit knüpft die Studie an die Ausführungen von Bartlett und Ghoshal (1987) an. Die Gründer des Integration/Responsiveness-Frameworks weisen bereits auf die Relevanz des Trade-offs zwischen internationaler Wertgenerierung und internationaler Wertschöpfung hin (vgl. Bartlett und Ghoshal, 1987, S. 43). Obwohl diese Thematik in der Internationalisierungsforschung über Jahrzehnte hinweg Anerkennung findet, werden die Performanceimplikationen des Trade-offs bislang nicht untersucht (vgl. Meyer und Estrin, 2014, S. 9). Die aktuelle Studie führt hier die Integration/Responsiveness-Literatur mit der Forschung zur Beziehung zwischen Internationalisierung und Shareholder Value zusammen. Für den letztgenannten Literatur-Stream eröffnet sich damit die Möglichkeit, auf eine neue Internationalisierungsvariable zurückzugreifen. Zudem reiht sich diese Arbeit in die Studien von Hughes et al. (1975) und Michel und Shaked (1986) ein. Die Autoren implementieren in ihren Studien die in der Internationalisierungsforschung unterrepräsentierten Variablen der Aktienrendite und des Risikos (vgl. Hughes et al., 1975, S. 630; Michel und Shaked, 1986, S. 93 f.). Die aktuelle Arbeit schließt sich dieser Vorgehensweise an. Durch die Berücksichtigung der abnormalen Aktienrendite und des idiosynkratischen Risikos fließen ferner bewährte Performancekennzahlen aus dem Marketing-Finance-Interface ein (vgl. Luo et al., 2013b, S. 152).

Die Ergebnisse dieser Studie verweisen darüber hinaus auf die übergeordnete Rolle der Marketing Capabilities im Internationalisierungskontext. Dittfeld (2017) und Eckert et al. (2010) bestätigen die Relevanz des Marketings in der Beziehung zwischen Internationalisierung und Shareholder Value.

Hier wird die positive Wirkung von Marketing Capabilities auf die Beziehung zwischen FSTS- sowie FATA-Kennzahlen und dem Shareholder Value festgestellt (Dittfeld, 2017, S. 26; Eckert et al., 2010, S. 571). Die vorliegende Studie kann diese Wirkungsbeziehung für die ISE-Kennzahl als unabhängige und die Innovationsfähigkeit als moderierende Variable bestätigen. Zudem wird die Marketingliteratur durch diese Ergebnisse ergänzt. Morgan und Rego (2009) stellen etwa die Relevanz von Marketing Capabilities für die vollständige Ausschöpfung von Ressourcen heraus (vgl. Morgan und Rego, 2009, S. 290 f.). In der vorliegenden Arbeit werden diese Erkenntnisse bestätigt. Marketing Capability, in Form von Innovationsfähigkeit, erlaubt es einem multinationalen Unternehmen, seine internationalen Ressourcen optimal zu nutzen und Shareholder Value zu generieren. Das Konzept des Resource-Based-Views und die Theorie der Dynamic Capabilities können daher als ein zusammenhängendes Framework verstanden werden (vgl. Peteraf und Barney, 2003, S. 321 f.). Das Framework wird in der aktuellen Studie als ein geeigneter Erklärungsansatz für die Beziehung zwischen Internationalisierung und Shareholder Value präsentiert.

5.4. Managementimplikationen

Aus den Praxisstudien, welche zu Beginn dieser Arbeit diskutiert werden, ist abzuleiten, dass der Einfluss von internationalen Trade-off-Entscheidungen auf den Shareholder Value ein relevantes Thema in Managementkreisen darstellt (vgl. McKinsey & Company, 2012; Oliver Wyman, 2017, S. 3 ff.). Bezüglich dieser Thematik können aus der vorliegenden Studie praxisrelevante Implikationen gegeben werden. Zunächst kann kein direkter Einfluss des internationalen Strategie-Trade-offs auf den Shareholder Value festgestellt werden. Aus Managementsicht haben internationale Ressourcenallokationen zwischen den Strategieoptionen daher weder positive noch negative Effekte auf Investoren. Entscheidend für den Erfolg von internationalen Trade-off-Entscheidungen ist der Einsatz von Marketing Capabilities. Hierbei sollten Marketing Manager und internationale Manager sowohl den positiven Effekt der Innovationsfähigkeit als auch den negativen Effekt der Vermarktungsfähigkeit in Betracht ziehen.

Die Innovationsfähigkeit wird in dieser Studie durch die Forschungs- und Entwicklungskosten der Vorperiode gemessen. Der Kostenpunkt wird jeweils in der Bilanz der multinationalen Unternehmen kommuniziert (vgl. Servaes und Tamayo, 2013, S. 1051). Sofern internationale Trade-off-Entscheidungen angestrebt werden, sollten die Forschungs- und Entwicklungsausgaben daher in der letzten aufgestellten Bilanz kommuniziert werden. Die Ausführungen von Chen und Hsu (2010) bestätigen diese Empfehlung. Shareholder bewerten die Kosten für Forschung und Entwicklung als strategische Investitionen, welche erst über einen langfristigen Zeithorizont wirksam werden (vgl. Chen und Hsu, 2010, S. 1105).

Die Vermarktungsfähigkeit von multinationalen Unternehmen weist hingegen einen negativen Effekt auf die Beziehung zwischen internationalem Strategie-Trade-off und

Shareholder Value auf. Die Vermarktungsfähigkeit wird in Form von Vertriebs-, Verwaltungs- und Gemeinkosten der Vorperiode gemessen. Die Kosten werden ebenfalls in den Bilanzen der Unternehmen kommuniziert (vgl. Kurt und Hulland, 2013, S. 64). Bei anstehenden internationalen Trade-off-Entscheidungen ist es daher nicht ratsam, die Vertriebs-, Verwaltungs- und Gemeinkosten als separaten Kostenpunkt offenzulegen. Diese Implikation wird von Kurt und Hulland (2013) gestützt. Die Autoren stellen heraus, dass der Shareholder Value bei falscher Kommunikation der Vermarktungsfähigkeit gemindert oder gänzlich aufgelöst wird (vgl. Kurt und Hulland, 2013, S. 72). Dennoch ist es für multinationale Unternehmen mit ausgeprägter Vermarktungsfähigkeit empfehlenswert, diese auszuschöpfen (vgl. Nath et al., 2010, S. 326). Folglich können andere Kommunikationswege, wie Roadshows oder Aktionärsversammlungen, gewählt werden (vgl. Xiong und Bharadwaj, 2013, S. 712). Das Unternehmen Unilever kommunizierte seine Vermarktungsfähigkeit zum Beispiel anhand einer Präsentation des Marketingvorstands auf einem „Investor Relations Seminar“ (vgl. Unilever, 2007). Diese Art der Kommunikation kann für den Erfolg von internationalen Trade-off-Entscheidungen vom Management ebenfalls in Betracht gezogen werden.

Literatur

- Amit, R. und Schoemaker, P. J. Strategic assets and organizational rent. *Strategic Management Journal*, 14(1):33–46, 1993.
- Anderson, E. W. Linking service and finance. *Marketing Science*, 25(6):587–589, 2006.
- Augier, M. und Teece, D. J. Dynamic capabilities and multinational enterprise: Penrosean insights and omissions. *Management International Review*, 47(2):175–192, 2007.
- Backhaus, K., Erichson, B., Plinke, W., Schuchard-Fischer, C., und Weiber, R. *Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung*. Springer-Verlag, Heidelberg, 14. edition, 2013.
- Bae, S. C., Park, B. J., und Wang, X. Multinationality, R&D intensity, and firm performance: evidence from US manufacturing firms. *Multinational Business Review*, 16(1):53–78, 2008.
- Bahadir, S. C., Bharadwaj, S. G., und Srivastava, R. K. Financial value of brands in mergers and acquisitions: is value in the eye of the beholder? *Journal of Marketing*, 72(6):49–64, 2008.
- Barber, B. M. und Lyon, J. D. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43(3):341–372, 1997.
- Barney, J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1):99–120, 1991.
- Bartlett, C. A. und Ghoshal, S. Managing across borders: New organizational responses. *Sloan Management Review*, 29(1):43–53, 1987.
- Benson, B. W. und Davidson, W. N. The relation between stakeholder management, firm value, and CEO compensation: A test of enlightened value maximization. *Financial Management*, 39(3):929–964, 2010.
- Berry, H. Do foreign assets harm stock prices? In *Academy of Management Proceedings*, volume 2001, pages A1–A6. Academy of Management Briarcliff Manor, NY 10510, 2001.
- Berry, H. Shareholder valuation of foreign investment and expansion. *Strategic Management Journal*, 27(12):1123–1140, 2006.
- Berry, H. und Kaul, A. Replicating the multinationality-performance relationship: Is there an S-curve? *Strategic Management Journal*, 37(11):2275–2290, 2016.
- Berry, H. und Sakakibara, M. Resource accumulation and overseas expansion by Japanese multinationals. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 65(2):277–302, 2008.
- Bharadwaj, S., Bharadwaj, A., und Bendoly, E. The performance effects of complementarities between information systems, marketing, manufacturing, and supply chain processes. *Information Systems Research*, 18(4):437–453, 2007.
- Birkinshaw, J. und Hood, N. Multinational subsidiary evolution: Capability and charter change in foreign-owned subsidiary companies. *Academy of Management Review*, 23(4):773–795, 1998.
- Björkman, I. und Osland, G. E. Multinational corporations in China: responding to government pressures. *Long Range Planning*, 31(3):436–445, 1998.
- Boston Consulting Group. Competing for advantage: How to succeed in the new global reality, 2010. URL <https://www.bcg.com/documents/file37656.pdf>. Abgerufen am 08. April 2018.
- Capar, N. und Kotabe, M. The relationship between international diversification and performance in service firms. *Journal of Business Studies*, 34(4):345–355, 2003.
- Chang, S.-C. und Wang, C.-F. The effect of product diversification strategies on the relationship between international diversification and firm performance. *Journal of World Business*, 42(1):61–79, 2007.
- Chari, M. D., Devaraj, S., und David, P. International diversification and firm performance: Role of information technology investments. *Journal of World Business*, 42(2):184–197, 2007.
- Chen, H., Griffith, D. A., und Hu, M. Y. The influence of liability of foreignness on market entry strategies: An illustration of market entry in China. *International Marketing Review*, 23(6):636–649, 2006.
- Chen, H. und Hsu, C.-W. Internationalization, resource allocation and firm performance. *Industrial Marketing Management*, 39(7):1103–1110, 2010.
- Christophe, S. E. Hysteresis and the value of the US multinational corporation. *The Journal of Business*, 70(3):435–462, 1997.
- Christophe, S. E. und Lee, H. What matters about internationalization: A market-based assessment. *Journal of Business Research*, 58(5):636–643, 2005.
- Click, R. und Harrison, P. Does multinationality matter? evidence of value destruction in US multinational corporations. *Finance and Economics Discussion Series*, 2000.
- Contractor, F. J., Kundu, S. K., und Hsu, C.-C. A three-stage theory of international expansion: The link between multinationality and performance in the service sector. *Academy of Management Review*, 34(1):5–18, 2003.
- Day, G. und Fahey, L. Valuing market strategies. *The Journal of Marketing*, 52(3):45–57, 1988.
- Day, G. S. The capabilities of market-driven organizations. *the Journal of Marketing*, pages 37–52, 1994.
- Day, G. S. Closing the marketing capabilities gap. *Journal of Marketing*, 75(4):183–195, 2011.
- Denis, D. J., Denis, D. K., und Yost, K. Global diversification, industrial diversification, and firm value. *The Journal of Finance*, 57(5):1951–1979, 2002.
- Dess, G. G., Gupta, A., Hennart, J.-F., und Hill, C. W. Conducting and integrating strategy research at the international, corporate, and business levels: Issues and directions. *Journal of Management*, 21(3):357–393, 1995.
- Devinney, T. M., Midgley, D. F., und Venaik, S. The optimal performance of the global firm: Formalizing and extending the integration-responsiveness framework. *Organization Science*, 11(6):674–695, 2000.
- Diggle, P. J., Heagerty, P. J., Liang, K.-Y., und Zeger, S. *Analysis of longitudinal data*. Oxford University Press, 2013.
- Dittfeld, M. Multinationality and performance: a context-specific analysis for German firms. *Management International Review*, 57(1):1–35, 2017.
- Dotzel, T., Shankar, V., und Berry, L. L. Service innovativeness and firm value. *Journal of Marketing Research*, 50(2):259–276, 2013.
- Doukas, J. A. und Lang, L. H. Foreign direct investment, diversification and firm performance. *Journal of International Business Studies*, 34(2):153–172, 2003.
- Dutta, S., Narasimhan, O., und Rajiv, S. Success in high-technology markets: Is marketing capability critical? *Marketing Science*, 18(4):547–568, 1999.
- Eckert, S., Dittfeld, M., Muche, T., und Rässler, S. Does multinationality lead to value enhancement? an empirical examination of publicly listed corporations from Germany. *International Business Review*, 19(6):562–574, 2010.
- Elango, B. und Sethi, S. P. An exploration of the relationship between country of origin (COE) and the internationalization-performance paradigm. *Management International Review*, 47(3):369–392, 2007.
- Fama, E. F. und French, K. R. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2):427–465, 1992.
- Florida, R. The globalization of R&D: Results of a survey of foreign-affiliated R&D laboratories in the USA. *Research Policy*, 26(1):85–103, 1997.
- French, K. R. U.S. research returns data, 2017. URL http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html. Abgerufen am 30. November 2017.
- Ghoshal, S. und Nohria, N. Horses for courses: Organizational forms for multinational corporations. *Sloan Management Review*, 34(2):23–35, 1993.
- Ghoshal, S. Global strategy: An organizing framework. *Strategic Management Journal*, 8(5):425–440, 1987.
- Goldman, A. The transfer of retail formats into developing economies: The example of China. *Journal of Retailing*, 77(2):221–242, 2001.
- Gomes, L. und Ramaswamy, K. An empirical examination of the form of the relationship between multinationality and performance. *Journal of International Business Studies*, 30(1):173–187, 1999.
- Goyal, A. und Santa-Clara, P. Idiosyncratic risk matters! *The Journal of Finance*, 58(3):975–1007, 2003.
- Griffith, D. A. und Harvey, M. G. A resource perspective of global dynamic capabilities. *Journal of International Business Studies*, 32(3):597–606, 2001.
- Groening, C., Mittal, V., und Zhang, Y. Cross-validation of customer and employee signals and firm valuation. *Journal of Marketing Research*, 53(1):61–76, 2016.
- Hamel, G. und Prahalad, C. K. Do you really have a global strategy? *The International Executive*, 27(3):13–14, 1985.
- Hanssens, D. M., Rust, R. T., und Srivastava, R. K. Marketing strategy and Wall Street: nailing down marketing's impact. *Journal of Marketing*, 73(6):115–118, 2009.
- Helsen, K., Jedidi, K., und DeSarbo, W. S. A new approach to country segmentation utilizing multinational diffusion patterns. *Journal of Marketing*, pages 60–71, 1993.

- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., und Kim, H. International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. *Academy of Management Journal*, 40(4):767–798, 1997.
- Hitt, M. A., Bierman, L., Uhlenbruck, K., und Shimizu, K. The importance of resources in the internationalization of professional service firms: The good, the bad, and the ugly. *Academy of Management Journal*, 49(6): 1137–1157, 2006.
- Hughes, J. S., Logue, D. E., und Sweeney, R. J. Corporate international diversification and market assigned measures of risk and diversification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10(4):627–637, 1975.
- Jonsson, A. und Foss, N. J. International expansion through flexible replication: Learning from the internationalization experience of IKEA. *Journal of International Business Studies*, 42(9):1079–1102, 2011.
- Kang, C., Germann, F., und Grewal, R. Washing away your sins? corporate social responsibility, corporate social irresponsibility, and firm performance. *Journal of Marketing*, 80(2):59–79, 2016.
- Kim, N., Mahajan, V., und Srivastava, R. K. Determining the going market value of a business in an emerging information technology industry: The case of the cellular communications industry. *Technological Forecasting and Social Change*, 49(3):257–279, 1995.
- Kim, W. C., Hwang, P., und Burgers, W. P. Multinationals' diversification and the risk-return trade-off. *Strategic Management Journal*, 14(4):275–286, 1993.
- Kogut, B. Normative observations on the international value-added chain and strategic groups. *Journal of International Business Studies*, 15(2): 151–167, 1984.
- Kogut, B. Designing global strategies: Profiting from operational flexibility. *Sloan Management Review*, 27(1):27–38, 1985.
- Kotabe, M., Srinivasan, S. S., und Aulakh, P. S. Multinationality and firm performance: The moderating role of R&D and marketing capabilities. *Journal of International Business Studies*, 33(1):79–97, 2002.
- Kozlenkova, I. V., Samaha, S. A., und Palmatier, R. W. Resource-based theory in marketing. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 42(1):1–21, 2014.
- Kurt, D. und Hulland, J. Aggressive marketing strategy following equity offerings and firm value: the role of relative strategic flexibility. *Journal of Marketing*, 77(5):57–74, 2013.
- Landwehr, J. R., Herrmann, A., und Heitmann, M. Linear Mixed Models – Grundidee, Methodik und Anwendung. *Marketing*, 30(3):175–190, 2008.
- Li, L. Multinationality and performance: A synthetic review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 9(2):117–139, 2007.
- Lu, J. W. und Beamish, P. W. The internationalization and performance of SMEs. *Strategic Management Journal*, 22(6-7):565–586, 2001.
- Lu, J. W. und Beamish, P. W. International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis. *Academy of Management Journal*, 47(4): 598–609, 2004.
- Luo, X. Quantifying the long-term impact of negative word of mouth on cash flows and stock prices. *Marketing Science*, 28(1):148–165, 2009.
- Luo, X. und Bhattacharya, C. B. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4):1–18, 2006.
- Luo, X. und Bhattacharya, C. B. The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6):198–213, 2009.
- Luo, X., Homburg, C., und Wieseke, J. Customer satisfaction, analyst stock recommendations, and firm value. *Journal of Marketing Research*, 47(6): 1041–1058, 2010.
- Luo, X., Raithel, S., und Wiles, M. A. The impact of brand rating dispersion on firm value. *Journal of Marketing Research*, 50(3):399–415, 2013a.
- Luo, X., Zhang, J., und Duan, W. Social media and firm equity value. *Information Systems Research*, 24(1):146–163, 2013b.
- Makadok, R. Toward a synthesis of the resource-based and dynamic-capability views of rent creation. *Strategic Management Journal*, 22(5): 387–401, 2001.
- Marano, V., Arregle, J.-L., Hitt, M. A., Spadafora, E., und van Essen, M. Home country institutions and the internationalization-performance relationship: A meta-analytic review. *Journal of Management*, 42(5):1075–1110, 2016.
- Mauri, A. J. und Neiva de Figueiredo, J. Strategic patterns of internationalization and performance variability: effects of US-based MNC cross-border dispersion, integration, and outsourcing. *Journal of International Management*, 18(1):38–51, 2012.
- Mayrhofer, U. International market entry: does the home country affect entry-mode decisions? *Journal of International Marketing*, 12(4):71–96, 2004.
- McAlister, L., Srinivasan, R., und Kim, M. Advertising, research and development, and systematic risk of the firm. *Journal of Marketing*, 71(1):35–48, 2007.
- McKinsey & Company. Managing at global scale: McKinsey Global Survey results, 2012. URL <https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/managing-at-global-scale-mckinsey-global-survey-results>. Abgerufen am 08. April 2018.
- Meyer, K. E. und Estrin, S. Local context and global strategy: extending the integration responsiveness framework to subsidiary strategy. *Global Strategy Journal*, 4(1):1–19, 2014.
- Michel, A. und Shaked, I. Multinational corporations vs. domestic corporations: Financial performance and characteristics. *Journal of International Business Studies*, 17(3):89–100, 1986.
- Mishra, S. und Modi, S. B. Corporate social responsibility and shareholder wealth: The role of marketing capability. *Journal of Marketing*, 80(1): 26–46, 2016.
- Mittal, V., Anderson, E. W., Sayrak, A., und Tadikamalla, P. Dual emphasis and the long-term financial impact of customer satisfaction. *Marketing Science*, 24(4):544–555, 2005.
- Mizik, N. und Jacobson, R. Trading off between value creation and value appropriation: The financial implications of shifts in strategic emphasis. *Journal of Marketing*, 67(1):63–76, 2003.
- Morck, R. und Yeung, B. Why investors value multinationality. *Journal of Business*, 64(2):165–187, 1991.
- Morgan, N. A. und Rego, L. L. Brand portfolio strategy and firm performance. *Journal of Marketing*, 73(1):59–74, 2009.
- Morgan, N. A., Slotegraaf, R. J., und Vorhies, D. W. Linking marketing capabilities with profit growth. *International Journal of Research in Marketing*, 26(4):284–293, 2009.
- Murthi, B., Srinivasan, K., und Kalyanaram, G. Controlling for observed and unobserved managerial skills in determining first-mover market share advantages. *Journal of Marketing Research*, pages 329–336, 1996.
- Nam, H. und Kannan, P. K. The informational value of social tagging networks. *Journal of Marketing*, 78(4):21–40, 2014.
- Narasimhan, O., Rajiv, S., und Dutta, S. Absorptive capacity in high-technology markets: The competitive advantage of the haves. *Marketing Science*, 25(5):510–524, 2006.
- Nath, P., Nachiappan, S., und Ramanathan, R. The impact of marketing capability, operations capability and diversification strategy on performance: A resource-based view. *Industrial Marketing Management*, 39(2):317–329, 2010.
- Nguyen, Q. T. Multinationality and performance literature: A critical review and future research agenda. *Management International Review*, 57(3): 311–347, 2017.
- Oh, C. H. Value creation and home region internationalization of US MNEs. *Multinational Business Review*, 18(4):23–50, 2010.
- Oliver Wyman. How multinational operations can thrive in the new world order, 2017. URL http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2017/may/Oliver_Wyman_New_World_Order_Working_Paper.pdf. Abgerufen am 08. April 2018.
- Palmer, M. Retail multinational learning: a case study of Tesco. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 33(1):23–48, 2005.
- Peteraf, M. A. und Barney, J. B. Unraveling the resource-based tangle. *Managerial and Decision Economics*, 24(4):309–323, 2003.
- Rabe-Hesketh, S. und Skrondal, A. *Multilevel and longitudinal modeling using Stata*. STATA press, Texas, 3 edition, 2008.
- Rappaport, A. Corporate performance standards and shareholder value. *Journal of Business Strategy*, 3(4):28–38, 1983.
- Rappaport, A. Linking competitive strategy and shareholder value analysis. *Journal of Business Strategy*, 7(4):58–67, 1987.
- Rašković, M., Makovec Brenčič, M., und Jaklič, M. Antecedents and evolution of the Bartlett and Ghoshal transnational typology. *Multinational Business Review*, 21(2):148–173, 2013.
- Reuters, T. Worldscope database: Data definitions guide (issue 14.2), 2013. URL <https://blogs.cul.columbia.edu/business/files/2014/02/Worldscope-Data-Definition-Guide-Issue-14.2.pdf>.

- Abgerufen am 10. April 2018.
- Reuters, T. Thomson reuters datastream. overview., o. Jg. URL <https://financial.thomsonreuters.com/en/products/tools-applications/trading-investment-tools/datastream-macro-economic-analysis.html>. Abgerufen am 10. April 2018.
- Rubera, G. und Kirca, A. H. You gotta serve somebody: the effects of firm innovation on customer satisfaction and firm value. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(5):741–761, 2017.
- Rugman, A. M. und Oh, C. H. Does the regional nature of multinationals affect the multinationality and performance relationship? *International Business Review*, 19(5):479–488, 2010.
- Servaes, H. und Tamayo, A. The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5): 1045–1061, 2013.
- Simpson, A. Voluntary disclosure of advertising expenditures. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3):403–436, 2007.
- Sood, A. und Tellis, G. J. Do innovations really pay off? total stock market returns to innovation. *Marketing Science*, 28(3):442–456, 2009.
- Srinivasan, S. und Hanssens, D. M. Marketing and firm value: Metrics, methods, findings, and future directions. *Journal of Marketing Research*, 46(3):293–312, 2009.
- Srinivasan, S., Pauwels, K., Silva-Risso, J., und Hanssens, D. M. Product innovations, advertising, and stock returns. *Journal of Marketing*, 73(1): 24–43, 2009.
- Srivastava, R. K., Shervani, T. A., und Fahey, L. Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis. *Journal of Marketing*, pages 2–18, 1998.
- Stalk, G., Evans, P., und Shulman, L. E. Competing on capabilities: The new rules of corporate strategy. *Harvard Business Review*, 70(2):57–69, 1992.
- Swoboda, B., Elsner, S., und Morschett, D. Preferences and performance of international strategies in retail sectors: An empirical study. *Long Range Planning*, 47(6):319–336, 2014.
- Tallman, S. und Li, J. Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms. *Academy of Management Journal*, 39(1):179–196, 1996.
- Tang, Z., Hull, C. E., und Rothenberg, S. How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR–financial performance relationship. *Journal of Management Studies*, 49(7):1274–1303, 2012.
- Teece, D. J., Pisano, G., und Shuen, A. Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7):509–533, 1997.
- Thomas, D. E. und Eden, L. What is the shape of the multinationality–performance relationship? *Multinational Business Review*, 12(1):89–110, 2004.
- Tseng, C.-H., Tansuhaj, P., Hallagan, W., und McCullough, J. Effects of firm resources on growth in multinationality. *Journal of International Business Studies*, 38(6):961–974, 2007.
- UNCTAD. Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock, 2016a. URL <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740>. Abgerufen am 08. April 2018.
- Unilever. Building marketing capability, 2007. URL https://www.unilever.com/Images/2007-investor-seminar-building-marketing-capability-simon-clift-cmo_tcm244-422216_en.pdf. Abgerufen am 13. April 2018.
- Upadhyayula, R. S., Dhandapani, K., und Karna, A. The role of cluster presence and quality certification in internationalization and performance of offshore service providers. *Journal of International Management*, 23(1): 72–86, 2017.
- Urban, D. und Mayerl, J. Regressionsanalyse: Theorie, Technik und Anwendung. *VS Verlag für Sozialwissenschaften*, 2006. 2. Auflage, Wiesbaden.
- Vahlne, J.-E. und Ivarsson, I. The globalization of Swedish MNEs: Empirical evidence and theoretical explanations. *Journal of International Business Studies*, 45(3):227–247, 2014.
- Vorhies, D. W. und Morgan, N. A. Benchmarking marketing capabilities for sustainable competitive advantage. *Journal of Marketing*, 69(1):80–94, 2005.
- Vorhies, D. W., Orr, L. M., und Bush, V. D. Improving customer-focused marketing capabilities and firm financial performance via marketing exploration and exploitation. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 39(5):736–756, 2011.
- Wan, W. P. und Hoskisson, R. E. Home country environments, corporate diversification strategies, and firm performance. *Academy of Management Journal*, 46(1):27–45, 2003.
- Wang, H. und Qian, C. A new look at the corporate social–financial performance relationship. *Journal of Management*, 39(2):416–441, 2011.
- Wernerfelt, B. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2):171–180, 1984.
- Wiles, M. A., Morgan, N. A., und Rego, L. L. The effect of brand acquisition and disposal on stock returns. *Journal of Marketing*, 76(1):38–58, 2012.
- Wilshire Associates Incorporated. Wilshire 5000: Myths and misconceptions, 2014. URL <https://wilshire.com/Portals/0/analytics/research/wp/wilshire5000myths.pdf>. Abgerufen am 10. April 2018.
- Wilshire Associates Incorporated. Wilshire broad market indexes. membership, 2016. URL <https://wilshire.com/Portals/0/analytics/indexes/membership/wilshire-5000-index-membership.pdf>. Abgerufen am 15. April 2018.
- Wilshire Associates Incorporated. Wilshire broad market indexes. fundamental characteristics, 2017. URL <https://wilshire.com/Portals/0/analytics/indexes/characteristics/wilshire-5000-characteristics.pdf>. Abgerufen am 15. April 2018.
- Xiong, G. und Bharadwaj, S. Asymmetric roles of advertising and marketing capability in financial returns to news: Turning bad into good and good into great. *Journal of Marketing Research*, 50(6):706–724, 2013.
- Yildiz, H. E. Performance implications of multinationality: moderating role of foreign market entry mode. *Multinational Business Review*, 21(4):334–357, 2013.
- Zaheer, S. Overcoming the liability of foreignness. *Academy of Management Journal*, 38(2):341–363, 1995.