

# CORPORATE FINANCE 11

5. Jahrgang  
November 2014  
453-500

www.cf-fachportal.de

Finanzmanagement • Bewertung • Kapitalmarkt • Mergers & Acquisitions

Herausgeber: Prof. Dr. Christian Aders, Prof. Dr. Alexander Bassen, Dr. Michael Gschrei, Dr. Elisabeth Hehn, Prof. Dr. Dirk Honold (Schriftleitung), Prof. Dr. Christoph Kaserer, Dr. Hans-Dieter Klein, Dr. Eike Knolle, Prof. Dr. Jens Leker, Prof. Dr. Reinhard Meckl, Dr. Klaus-Michael Menz, Dr. Ingo Natusch, Prof. Dr. Klaus Röder, Prof. Dr. Dirk Schiereck, Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Dr. Michael Wiesbrock, Dr. Sven Zeller

## AGENDA

Dr. Simon Elsner	Kapitalmarktorientierte Bewertung von Wachstumsstrategien: Theoretischer Rahmen	453
Sven Koch	Finetrading versus Reverse Factoring: Fremdfinanzierungsinstrumente zur Working Capital-Optimierung	460

## TOOLS

Prof. Dr. Stephan Schöning	Risikoadäquate Verzinsung von Mittelstandsanleihen - Eine exemplarische Analyse für das bondm-Segment der Boerse Stuttgart AG	470
Aline Hartmann / Prof. Dr. Christian Möbius	Emittenten von Mittelstandsanleihen - Eine empirische Analyse anhand bondspezifischer Kennzahlen	482

## OUTLOOK

Mario Zakrewski / Dr. Andreas Humpe	Der CoT-Report – ein Hilfsmittel für die Prognose von Agrarrohstoffpreisen und das Finanzmanagement in der Agrarindustrie?	496
-------------------------------------	--	-----

# Kapitalmarktorientierte Bewertung von Wachstumsstrategien: Theoretischer Rahmen

von Dr. Simon Elsner

▶ CF0681350

## » Executive Summary

» Sofern der Kapitalmarkt erwartet, dass sich ein Unternehmen sowohl kurz- als auch langfristig im Vergleich zum Markt unterdurchschnittlich entwickelt, stellt sich für das Management die Frage, ob es sich zunächst auf den Ausbau des bereits bestehenden Geschäfts fokussieren oder langfristige Wachstumsoptionen entwickeln sollte, die bisher noch nicht in Erwägung gezogen wurden. Die Literatur zur Unternehmensstrategie liefert jedoch keinen Anhaltspunkt hinsichtlich einer möglichen Quantifizierung der Auswirkungen der Strategiewahl auf den Marktwert eines Unternehmens. An dieser Stelle knüpft der vorliegende Beitrag an und untersucht die Rolle kurz- und langfristiger Wachstumserwartungen auf die Marktbewertung in Form des Kurs-Gewinn-Verhältnisses sowie dessen Veränderung, die mit Veränderungen der kurzfristigen Wachstumserwartungen einhergehen. Zudem werden weitere Faktoren betrachtet, wie etwa allgemeine Markterwartungen, welche zwar den Marktwert treiben, jedoch außerhalb des Einflussbereichs des Managements liegen. Infolgedessen ist eine Beurteilung potentiell möglich, inwiefern Bestrebungen des Managements zur Anerkennung dessen Strategiewahl durch den Kapitalmarkt honoriert werden. Der vorliegende Beitrag zeigt einen ersten Orientierungspunkt für die Strategiewahl des Managements auf und liefert eine Unterstützung der Investoren bei ihrer Investitionsentscheidung.

» If the capital market expects that a company underperforms in the short- and long-term compared to the market, the management is challenged whether to improve the existing business first or to develop long-term growth options that are associated with latent uncertainty. However, the literature on corporate strategy does not provide an orientation regarding the quantification of the consequences of a strategy choice on the market value of the respective company. This paper explores the role of short- and long-term growth expectations on the market value, measured by the price-earnings ratio. Additionally, further factors are considered, e.g., general market expectations that are beyond the management's control. The results suggest how much the management's efforts regarding its strategy choice will be recognised by the capital market. The paper provides a first point of orientation for the management on the choice of a particular growth strategy and gives support for investors regarding their investment decision.

## » AUTOR Dr. Simon Elsner

Dr. Simon Elsner ist bei Duff & Phelps im Bereich Corporate Finance mit dem Schwerpunkt M&A sowie Transaction Opinions in München tätig. Der vorliegende Beitrag gibt die Auffassung des Autors wieder und repräsentiert nicht notwendigerweise die Position seines Arbeitgebers. Ich danke an dieser Stelle meinem Doktorvater und langjährigen Förderer, Prof. Dr. Frank Richter, für seine Unterstützung und seine Weitsicht bei der Erstellung dieses Beitrags. Dieser Themenkomplex war einer der Schwerpunkte der gemeinsamen Forschungsarbeit am Institut für Strategische Unternehmensführung und Finanzierung der Universität Ulm. Des Weiteren danke ich an dieser Stelle insbesondere meinem ehemaligen Lehrstuhl-Kollegen Dr. Hans-Christian Krumholz und den Gutachtern für fruchtbare Anregungen und Verbesserungsvorschläge.

eine Veräußerung entscheiden in Abhängigkeit von Änderungen der Wachstumserwartungen.

In der Literatur zu Wachstumsstrategien auf Ebene des Gesamtunternehmens richten beispielsweise *Baghai/Coley/White* (1999)<sup>1</sup>, *Day* (2004)<sup>2</sup> und *Zook* (2004)<sup>3</sup> den Fokus primär auf die Beschreibung und Abgrenzung verschiedenartiger Wachstumsstrategien und der mit diesen unmittelbar verbundenen Herausforderungen. Allerdings mangelt es diesem Literaturstrang an der Quantifizierung der Auswirkungen auf den Marktwert eines Unternehmens. Ein zweiter Literaturstrang untersucht den Zusammenhang von Wachstumserwartungen und Marktwerten. Dies erfolgt regelmäßig auf Basis von Multiplikatoren, meist in Form des Kurs-Gewinn-Verhältnisses. Die Beziehung zwischen Multiplikatoren und Wachstumserwartungen wird etwa von *Zarowin* (1990)<sup>4</sup>, *Alford* (1992)<sup>5</sup>, *Liu/Nissim/Thomas* (2002)<sup>6</sup> und *Herrmann/Richter* (2003)<sup>7</sup> analysiert. Alternativ greifen beispielsweise *Barth/Elliott/Finn* (1999)<sup>8</sup>, *Damodaran* (2001)<sup>9</sup> und *Herrmann* (2002)<sup>10</sup> auf einen Regressionsansatz zurück, um den Zusammenhang zwischen dem Kurs-Gewinn-Verhältnis und Wachstumserwartungen sowie anderen Faktoren aufzudecken. Dieser Ansatz ist jedoch eher explorativer Natur.

Vor dem Hintergrund der Strategiewahl kombiniert der vorliegende Beitrag diese beiden Literaturstränge, indem die zeit-

## I. Einleitung

Inwieweit kurz- und langfristige Wachstumserwartungen seitens des Kapitalmarkts den Marktwert von Unternehmen beeinflussen, ist sowohl für das Management als auch für Investoren gleichwohl interessant: Dem Management würde es einen ersten Orientierungspunkt bieten, auf welche Aspekte es seine Aufmerksamkeit und den Einsatz von Ressourcen richten sollte. Insbesondere vor dem Hintergrund der zeitlichen Komponente ist es fraglich, ob der Fokus eher auf kurzfristige operative Verbesserungen des bereits bestehenden Geschäfts oder auf die Generierung langfristiger Wachstumsoptionen, die bisher noch nicht kommuniziert wurden und die durch zusätzliche Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte entwickelt werden. Andererseits hätten die Investoren einen potentiellen Anhaltspunkt in Bezug auf die Auswahl von Investitionen, ob sie Anteile an einem Unternehmen kaufen beziehungsweise sich für oder gegen

- 1 Baghai/Coley/White, *The Alchemy of Growth*, 1999.
- 2 Day, *Which Way Should You Grow?*, *Harvard Business Review* 2004 S. 24 (26).
- 3 Zook, *Beyond the core: expand your market without abandoning your roots*, 2004.
- 4 Zarowin, *What determines Earnings-Price Ratios: Revisited*, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 1990 S. 439 (454).
- 5 Alford, *The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method*, *Journal of Accounting Research* 1992 S. 94 (108).
- 6 Liu/Nissim/Thomas, *Equity Valuation Using Multiples*, *Journal of Accounting Research* 2002 S. 135 (172).
- 7 Herrmann/Richter, *Pricing with Performance Controlled Multiples*, *Schmalenbach Business Review* 2003 S. 194 (219).
- 8 Barth/Elliott/Finn, *Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings*, *Journal of Accounting Research* 1999 S. 387 (413).
- 9 Damodaran, *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, 2001.
- 10 Herrmann, *Marktpreisschätzung mit kontrollierten Multiplikatoren*, 2002.

liche Differenzierung in eine kurz- und langfristige Perspektive mit der kapitalmarktorientierten Bewertung zusammengeführt wird, um damit eine quantitative Bewertung von Wachstumsstrategien zu erreichen. Darin setzt sich der Marktwert des Eigenkapitals vereinfachend aus zwei Komponenten zusammen<sup>11</sup>: zum einen aus dem Wert der Detailplanungsphase, welcher im Wesentlichen den Zeitraum der Fokussierung auf das bestehende Geschäft widerspiegelt, das heißt dem Barwert kurzfristiger Cash Flows, die explizit geplant werden können, und zum anderen dem Endwert, der den Wert der Optionen auf langfristige Cash Flows darstellt. Meist übersteigt der Wert, welcher mit langfristigen Wachstumserwartungen verbunden ist, den Wert kurzfristiger Cash Flow-Erwartungen bei weitem<sup>12</sup>. Demzufolge könnte davon ausgegangen werden, dass langfristige Wachstumserwartungen wichtiger sind als kurzfristige Wachstumserwartungen und daher der strategische Fokus verstärkt auf die Entwicklung langfristiger Wachstumsoptionen zu richten ist. Jedoch ist bei der Ermittlung des Endwerts zu berücksichtigen, dass durch die Aufteilung in zwei Phasen der Endwert für gewöhnlich auf der Cash Flow-Erwartung der Detailplanungsphase basiert und damit die Detailplanungsphase nicht außer Acht gelassen werden sollte. Folglich führt ein Anstieg kurzfristiger Wachstumserwartungen ceteris paribus nicht nur zu einer Erhöhung des Werts der Detailplanungsphase, sondern auch zu einem Anstieg des Endwerts.

Das Ziel des vorliegenden Beitrags besteht darin, den theoretischen Rahmen vorzugeben und dabei die Auswirkungen von Veränderungen der kurzfristigen Wachstumserwartungen auf den Marktwert des Eigenkapitals aus einer konzeptionellen Sichtweise heraus zu beleuchten. Ein darauf aufbauender Beitrag umfasst eine empirische Untersuchung, in der die Auswirkungen von Veränderungen der kurzfristigen Wachstumserwartungen auf den Marktwert des Eigenkapitals und die Implikationen für die Entscheidungsfindung über potentielle Wachstumsstrategien beleuchtet und quantifiziert werden.

Der vorliegende Beitrag ist wie folgt aufgebaut: Im nächsten Abschnitt werden die konzeptionellen Grundlagen zur Verknüpfung von Unternehmensstrategie und Wachstum im Einzelnen vorgestellt und vier Hypothesen abgeleitet. In dritten Abschnitt wird die formale Ausgangsbasis zur Einteilung von Unternehmen in Wachstumskategorien und zur Analyse der Veränderungen von Wachstumserwartungen auf die Marktbewertung gelegt. Abschließend erfolgen eine kurze Zusammenfassung und der Ausblick auf die empirische Untersuchung.

Die Ergebnisse dieser empirischen Untersuchung wie auch eine zusammenfassende Würdigung folgen in einem separaten Beitrag: Kapitalmarktorientierte Bewertung von Wachstumsstrategien: Empirische Evidenz. Die Untersuchung erfolgt auf Basis einer breiten Datengrundlage europäischer Unternehmen für die Jahre 2006 bis 2014.

11 Vgl. stellvertretend Koller/Goedhart/Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5. Aufl. 2010, S. 211; Penman, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 4. Aufl. 2010, S. 116 (117); Ballwieser/Hachmeister, *Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme*, 4. Aufl. 2013, S. 66 (68).

12 Vgl. etwa Amram, *Bewertung von Wachstum*, 2003, S. 60; Koller/Goedhart/Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5. Aufl. 2010, S. 211 (212).

## II. Konzeptionelle Grundlagen und Hypothesenableitung

### 1. Unternehmensstrategie und Wachstumserwartungen

Ein zentrales Ziel einerseits bei der Formulierung von Unternehmensstrategien, andererseits bei der Definition von Investitionskriterien seitens der Investoren besteht darin, dass das entsprechende Unternehmen ein nachhaltig profitables Wachstum anstrebt<sup>13</sup>. Um nachhaltig profitables Wachstum zu generieren, sind die zukünftigen Free Cash Flows und damit der Unternehmenswert insgesamt zu steigern und nicht nur die Umsatzerlöse oder der Jahresüberschuss. Der aus dem operativen Geschäftsbetrieb erwirtschaftete Cash Flow nach Verwendung für Investitionen in materielle und immaterielle Vermögenswerte stellt den Free Cash Flow dar, der zur freien Bedienung der Ansprüche der Kapitalgeber zur Verfügung steht. Eine Beschränkung von Investitionen führt zwar zu einer kurzfristigen Erhöhung der Free Cash Flows, jedoch zu einer Beeinträchtigung der Möglichkeit auf langfristige Wachstumsoptionen. In diesem Zusammenhang sollte sich das Management mit der Fragestellung auseinandersetzen, ob es eine Steigerung der kurzfristigen Free Cash Flows präferiert, beispielsweise durch die Beschränkung der Investitionen in vorhandene beziehungsweise neue Ressourcen, oder ob es in ebensolche investiert, um damit langfristige Wachstumsoptionen zu schaffen. Die Schwierigkeit für das Management besteht darin, die richtige Balance auszuloten.

Sofern das Management die Sichtweise von Investoren als relevant erachtet, kann es diese als Orientierung zur Ableitung ihrer Unternehmensstrategie heranziehen. Dies verlangt zunächst das Verständnis hinsichtlich der Erwartungen von Investoren, da deren Entscheidung für oder gegen die Investition in ein Unternehmen unter anderem auf Basis deren unternehmensspezifischen Wachstumserwartungen getroffen wird. Dabei werden die Wachstumserwartungen der Investoren durch die Kommunikation des Managements über strategische Initiativen, operative Projekte und erreichte Erfolge beeinflusst. Vor dem Hintergrund formuliert das Management die Unternehmensstrategie, um Vertrauen am Kapitalmarkt zu schaffen und so den Zugang zu Kapital aufrecht zu erhalten sowie die eigene Position und Anstellung zu sichern.

Aus Sicht der am Kapitalmarkt aktiven Investoren fungiert der Markt (etwa repräsentiert durch alle Unternehmen in einem breiten Marktindex) als Bezugsgröße, da dieser alternative Investitionsanlagen offeriert. Folglich wird der Markt zur Abgrenzung des Wachstumsprofils eines Unternehmens in Bezug auf kurz- und langfristige Wachstumserwartungen herangezogen<sup>14</sup>. *Abb. 1* auf S. 455 zeigt die alternativen Kategorien der unterschiedlichen Wachstumsprofile relativ zum Marktdurchschnitt.

Basierend auf der Differenzierung in kurz- und langfristige Wachstumserwartungen ergeben sich folgende vier Kategorien [– –], [– +], [+ –] und [+ +]:

13 Vgl. für eine diesbezügliche Zusammenfassung zu Unternehmenswachstum etwa Koller/Goedhart/Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5. Aufl. 2010, S. 79 (98).

14 Vgl. Baghai/Coley/White, die einen Ansatz eines ausgewogenen Portfolios über drei Wachstumshorizonte vorstellen. Im vorliegenden Beitrag erfolgt die Reduktion auf zwei. Darin handelt es sich zum einen um das bestehende Geschäft und zum anderen um langfristige Wachstumsoptionen, vgl. Baghai/Coley/White, *The Alchemy of Growth*, 1999.

Kurzfristige Wachstumserwartungen	[+ -]	[+ +]
	[- -]	[- +]
	Langfristige Wachstumserwartungen	

Abb. 1: Wachstumsprofile auf Basis kurz- und langfristiger Wachstumserwartungen relativ zum Marktdurchschnitt

Kategorie [- -] charakterisiert Unternehmen, die durch unterdurchschnittliche kurz- und langfristige Wachstumserwartungen relativ zum Markt gekennzeichnet sind. Unternehmen dieser Kategorie stehen ggf. unter erhöhtem Druck, kurzfristige Defizite über den Zeitraum einer detaillierten Planungsmöglichkeit wie auch Defizite in der Generierung langfristiger Wachstumsoptionen im Anschluss daran zu beheben. Die derzeitige unterdurchschnittliche Leistung könnte eine Konsequenz schneller und unerwarteter Veränderungen der Geschäftsgrundlage beispielsweise durch regulatorische Veränderungen sein. Die Kritik der Investoren könnte dabei etwa auf die unterdurchschnittliche Leistung fokussieren: potentiell nicht ausreichend getroffene Maßnahmenbündel im bestehenden Geschäft in Verbindung mit nicht vorhandenen oder nicht glaubhaft aufgezeigten Wachstumsoptionen<sup>15</sup>.

Kategorie [- +] charakterisiert Unternehmen, die ihr bestehendes (planbares) Geschäft vernachlässigen bzw. innerhalb der Detailplanungsphase eine unterdurchschnittliche Performance aufweisen, jedoch über reichhaltige langfristige Wachstumsoptionen verfügen. Die Unternehmen dieser Kategorie sind demnach auf die Umsetzung ihrer langfristigen Wachstumsoptionen konzentriert, die unter Vernachlässigung des bestehenden Geschäfts intensiv vorangetrieben werden. Die kurzfristig erwirtschafteten Überschüsse werden größtenteils für hohe Investitionen in (aussichtsreiche) langfristige Wachstumsoptionen verwendet, um zukünftige Absatzmöglichkeiten zu entwickeln und um dadurch einen wesentlichen Anteil an einem ggf. neu entwickelten Marktsegment zu erreichen. An dieser Stelle könnten die Investoren ggf. den hohen Kapitalbedarf für Investitionen in langfristige Wachstumsoptionen kritisieren und sie könnten den Wunsch nach höheren Ausschüttungen artikulieren sowie die gegenwärtige Unterneh-

mensleistung in Anbetracht der kurzfristig unterdurchschnittlichen Performance hinterfragen.

Kategorie [+ -] charakterisiert Unternehmen, welche auf den Ausbau ihres bereits bestehenden, planbaren Geschäfts fokussiert sind; das Management hebt sich dabei etwa durch operative Verbesserungen, Prozessoptimierungen und hohe Kapitaleffizienz vom Wettbewerb ab, wohingegen die Entwicklung langfristiger Wachstumsoptionen eher vernachlässigt wird. Obwohl Unternehmen dieser Kategorie für die nahe Zukunft überdurchschnittlich positioniert zu sein scheinen, riskieren sie, neue und zukünftig ggf. entscheidende Technologien zu übersehen oder dass diese bereits durch die Konkurrenz entwickelt werden. Infolgedessen könnten Wertsteigerungen nur durch weitere Effizienzsteigerung oder das Erreichen eines höheren Marktanteils des bestehenden Geschäfts erreicht werden. Die Investoren könnten hierbei kritisieren, dass langfristige Wachstumsoptionen fehlen und der bestehende Geschäftsplan möglicherweise wenig ansprechend erscheint, solange noch nicht eindeutig hervorgeht, wie lange das Unternehmen seine aktuelle auf die nahe Zukunft fokussierte Erfolgsbilanz nachhaltig fortschreiben kann.

Kategorie [+ +] charakterisiert Unternehmen, die ein ideales Wachstumsprofil besitzen: Unternehmen dieser Kategorie weisen sowohl überdurchschnittliche kurz- als auch überdurchschnittliche langfristige Wachstumserwartungen auf. Durch ihre operative Exzellenz im bestehenden Geschäft, d.h. innerhalb der Detailplanungsphase, einerseits und andererseits durch eine ausreichende Anzahl langfristiger Wachstumsoptionen heben sie sich vom Wettbewerb ab. Investoren kritisieren daher möglicherweise kaum, dass das Unternehmen potentiell hohe Investitionen in sowohl Marketing als auch Forschung und Entwicklung tätigt. Kapital ist vor dem Hintergrund der finanziellen Aussichten zu relativ günstigen Konditionen beschaffbar, wodurch dem Unternehmen Mittel zur Finanzierung weiteren Wachstums zur Verfügung stehen.

## 2. Hypothesenableitung

Im Vergleich zu Unternehmen mit einem idealen Wachstumsprofil ist zu erwarten, dass Unternehmen, die sowohl kurz- als auch langfristig unterdurchschnittliche Wachstumserwartungen haben, vom Kapitalmarkt mit entsprechenden Wertabschlägen versehen werden, so dass sich die folgende Hypothese ableiten lässt:

**Hypothese 1:** Unternehmen, die sich in der Kategorie [+ +] befinden und demnach überdurchschnittliche kurz- und langfristige Wachstumserwartungen aufweisen, sind höher bewertet als Unternehmen der Kategorie [- -], die sowohl kurz- als auch langfristig unterdurchschnittliche Wachstumserwartungen besitzen.

*Hypothese 1* erscheint offensichtlich; trotzdem ist es interessant zu untersuchen, wie hoch das Ausmaß des Unterschieds der Bewertungen ausfällt. Dies gibt einen Einblick, welche Bedeutung Wachstumserwartungen wertmäßig beigemessen wird.

Es ist anzunehmen, dass Unternehmen, die unterdurchschnittliche kurz- und langfristige Wachstumserwartungen aufweisen, das Bestreben haben, ihre Positionierung am idealen Wachstumsprofil auszurichten. Dabei steht das Management vor der Fragestellung, ob dafür zunächst der Fokus auf die

<sup>15</sup> Vgl. hierzu Eichner, Restructuring and Turnaround of Distressed Manufacturing Firms, 2010, S. 212 (220) und S. 268 (275), der den Extremfall von Unternehmen der Kategorie [- -], das heißt solche die sich in einer Notlage (distress) befinden, untersucht.

Entwicklung und den Ausbau der nahen Zukunft (Fokus auf die Detailplanungsphase) oder der langfristigen mit latenter Unsicherheit verbundenen Wachstumsoptionen gerichtet werden sollte. Die Entwicklung langfristiger Wachstumsoptionen durch etwaige neue Geschäftsideen und/oder Expansionspläne in andere Marktsegmente zielt auf nachhaltige Wertschaffung ab. Jedoch benötigt die Wahl einer solchen Strategie zusätzliches Kapital, beispielsweise um gewisse Standards zu etablieren oder um derzeitig entwickelte Technologien zu schützen. Daher droht die Gefahr, Werteinbußen hinnehmen zu müssen, wenn Investoren nicht länger bereit sind, langfristige Wachstumsoptionen zu finanzieren, und das bestehende Geschäft nicht ausreichend verbessert beziehungsweise ausgebaut wird. In diesem Fall könnten Investoren die Fähigkeiten des Managements in Frage stellen, wage Ideen in konkrete Geschäftschancen zu überführen. Die Folge wäre ein Unternehmen mit unfertigen und eingeschränkt vermarktungsfähigen Projekten in Verbindung mit einem schwachen bestehenden Geschäft. Eine Verbesserung in Verbindung mit der anschließenden Einhaltung der verbesserten Erwartungen ermöglicht dem Management, das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Dies kann das Management erreichen, indem es das bestehende, planbare Geschäft fokussiert und entwickelt mit dem Ziel einen vertrauensschaffenden Beleg innerhalb des Zeitraums einer detaillierten Planungsmöglichkeit zu liefern. Sofern das Vertrauen durch das derzeitige Management nicht zurückgewonnen werden kann, könnten Investoren Optionen wie die Desinvestition, einen Austausch des Managements oder die Zerschlagung des Unternehmens in Erwägung ziehen.

Aus diesen Gründen erscheint der Fokus zunächst auf die Steigerung kurzfristiger Wachstumserwartungen werthaltiger, als die der langfristigen ohne eine Verbesserung der kurzfristigen Wachstumserwartungen. Demnach lässt sich die folgende Hypothese ableiten:

**Hypothese 2:** Überdurchschnittliche kurzfristige Wachstumserwartungen sind wertvoller als überdurchschnittliche langfristige Wachstumserwartungen: Unternehmen der Kategorie [+ -] weisen im Vergleich zu Unternehmen der Kategorie [- +] höhere Bewertungen auf.

Die Ergebnisse könnten für das Management einen neuen Orientierungspunkt zur Ausrichtung ihrer Wachstumsstrategie liefern und aufzuzeigen, ob sich das Management zuerst auf die Steigerung kurzfristiger Erwartungen oder den Auf beziehungsweise Ausbau der langfristigen Wachstumsoptionen fokussieren sollte.

Neben dieser statischen Betrachtungsweise ist der Einfluss der Veränderungen von Wachstumserwartungen durch die Maßnahmen des Managements und die Umsetzung einer Wachstumsstrategie im Zeitablauf interessant.

**Hypothese 3:** Veränderungen kurzfristiger Wachstumserwartungen erklären Veränderungen der Bewertung.

Darüber hinaus wird das Management nur dann entsprechende Strategien anstreben und an die Investoren kommunizieren, wenn es sicher sein kann, dass seine Bestrebungen tatsächlich die Marktbewertung beeinflussen. Dies prüft die folgende Hypothese ab:

**Hypothese 4:** Veränderungen der Bewertung sind nicht auf Veränderungen der allgemeinen Markterwartungen zurückzuführen.

Im Vorfeld zur Prüfung der vier Hypothesen wird das Bewertungsmodell, das die Investitionsentscheidung von Investoren vereinfacht widerspiegeln soll, abgeleitet und in eine überprüfbare Form transformiert.

### III. Modell zur quantitativen Bewertung kurz- und langfristiger Wachstumserwartungen

#### 1. Bewertungsgrundlagen

Die am Kapitalmarkt beobachtbaren Marktwerte ergeben sich als Konsequenz aus dem Handel von Unternehmensanteilen durch Investoren. Dabei wird angenommen, dass die Marktwerte durch das folgende Modell beschrieben werden:

$$0 = \alpha \left( -m_t G_t + \sum_{\tau=1}^T \frac{(1 - \theta_\tau) E_t[\tilde{G}_{t+\tau}]}{(1+k)^\tau} + \frac{m_{t+T} E_t[\tilde{G}_{t+T}]}{(1+k)^T} \right) \quad (1)$$

Ein Investor erwirbt zum Zeitpunkt  $t$  einen Anteil zwischen  $0 < \alpha \leq 1$  an einem Unternehmen, welches den Marktwert  $P_t$  hat. Der Marktwert des Unternehmens wird auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses  $m_t$  und des Jahresüberschusses  $G_t$  ausgedrückt, das heißt  $P_t = m_t G_t$ . Aus dem Eigentum am Unternehmen erwachsen Ansprüche auf zukünftige Cash Flows, die als Anteil  $(1 - \theta_\tau)$  des jeweiligen erwarteten Jahresüberschusses  $E_t[\tilde{G}_{t+\tau}]$  ausgeschüttet werden. Die seitens des Investors erwarteten Cash Flows können allerdings nur über einen verhältnismäßig kurzen Zeitraum ( $\tau = 1, 2, \dots, T$ ) detailliert prognostiziert werden<sup>16</sup>. Die Erwartungen hinsichtlich der Cash Flows jenseits dieser Detailplanungsphase aggregiert das Kurs-Gewinn-Verhältnis  $m_{t+T}$ <sup>17</sup>. Durch Multiplikation mit dem erwarteten Jahresüberschuss  $E_t[\tilde{G}_{t+T}]$  resultiert der für den Zeitpunkt  $t + T$  erwartete Marktwert. Daraus ergibt sich der Betrag, den der Investor bei Veräußerung seines Anteils zu diesem Zeitpunkt erhalten würde. Die zur Diskontierung benötigten Eigenkapitalkosten  $k$  sind aus Vereinfachungsgründen deterministisch sowie konstant und lassen sich beispielsweise über das Capital Asset Pricing Model (CAPM) ermitteln<sup>18</sup>. Sofern die Gleichung (1) gilt, wird ein In-

16 Die Detailplanungsphase umfasst regelmäßig einen Zeitraum von drei bis fünf Geschäftsjahre, in Ausnahmefällen auch länger, siehe dazu stellvertretend IDW, IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) (Stand: 02.04.2008), Die Wirtschaftsprüfung 2008 Supplement 3 S. 68 (89), Tz. 76–77. Zum Vorgehen der detaillierten Prognose Richter, Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, 2. Aufl. 1999, S. 71 (115); Nieswandt/Seibert, Prognose der bewertungsrelevanten Cash Flows, in: Richter/Timmreck (Hrsg.), Unternehmensbewertung: Moderne Instrumente und Lösungsansätze, 2004, S. 21 (39).

17 Siehe zu Multiplikatoren als Aggregat fundamentaler Faktoren, stellvertretend: Herrmann/Richter, Pricing with Performance Controlled Multiples, Schmalenbach Business Review 2003 S. 199 (200); Schreiner, Equity Valuation Using Multiples, 2007, 32 (33).

18 Für die Detailplanungsphase kann die Annahme konstanter Eigenkapitalkosten leicht aufgehoben werden. Das CAPM gilt im Rahmen der Unternehmensbewertung als Standardmodell zur Ermittlung von Eigenkapitalkosten, vgl. etwa Bruner/Eades/Harris/Higgins, Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis, Financial Practice and Education 1998 S. 17; Pellens/Tomaszewski/Weber, Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland – Eine empirische Untersuchung der DAX-100-Unternehmen, DB 2000 S. 1828; Timmreck, Bestimmung der Eigenkapitalkosten, in: Richter/Timmreck (Hrsg.), Unternehmensbewertung: Moderne Instrumente und Lösungsansätze, 2004, S. 61; Daske/Gebhardt, Zukunftsorientierte Bestimmung von Risikoprämien und Eigenkapitalkosten für die Unternehmensbewertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2006 S. 531; Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 4. Aufl. 2013, S. 99.

vestor indifferent sein, die Transaktion durchzuführen oder nicht. Durch Umstellen der Gleichung (1) nach  $m_t$  ergibt sich:

$$m_t = \sum_{\tau=1}^T \frac{(1-\theta_\tau)}{(1+k)^\tau} \cdot \frac{E_t[\tilde{G}_{t+\tau}]}{G_t} + \frac{m_{t+T}}{(1+k)^T} \cdot \frac{E_t[\tilde{G}_{t+T}]}{G_t} \quad (2)$$

Darin entspricht  $E_t[\tilde{G}_{t+\tau}]/G_t$  dem Aggregat kurzfristiger Wachstumserwartungen. Aus Gleichung (2) geht hervor, dass diese kurzfristigen Wachstumserwartungen sowohl für den Wert der Detailplanungsphase als auch für den Endwert relevant sind. Zugleich führt eine Veränderung der kurzfristigen Wachstumserwartungen zu einer Veränderung der Gewichtung des Werts der Detailplanungsphase und des Endwerts am Gesamtwert. Dies lässt sich mit zwei vereinfachenden Annahmen wie folgt illustrieren: Sofern die durchschnittlichen kurzfristigen Wachstumserwartungen  $g_k$  eines Unternehmens konstant sind, mit  $E_t[\tilde{G}_{t+\tau}]/G_t = (1+g_k)^\tau$ , und die Thesaurierungsquote  $\theta_\tau$  ebenfalls konstant bleibt, das heißt  $\theta_\tau = \theta$ , dann lässt sich die Gleichung (2) in die folgenden Darstellung überführen:

$$m_t = \frac{1-\theta}{k-g_k} \left( 1 - \left( \frac{1+g_k}{1+k} \right)^T \right) + m_{t+T} \left( \frac{1+g_k}{1+k} \right)^T \quad (3)$$

Der Ausdruck  $(1-\theta)/(k-g_k)$  kann als hypothetisches Kurs-Gewinn-Verhältnis interpretiert werden, sofern  $g_k$  dauerhaft erzielt werden könnte. Im Gegensatz dazu entspricht  $m_{t+T}$  dem hypothetischen Kurs-Gewinn-Verhältnis für den Fall, dass ausschließlich langfristige Wachstumserwartungen relevant sind. Somit bildet das tatsächliche Kurs-Gewinn-Verhältnis  $m_t$  einen gewichteten Durchschnitt aus den beiden hypothetischen Kurs-Gewinn-Verhältnissen. Der Gewichtsanteil für das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis ausschließlich kurzfristiger Wachstumserwartungen entspricht dabei  $1-\gamma := 1 - \left( \frac{1+g_k}{1+k} \right)^T$  und der der langfristigen Wachstumserwartungen  $\gamma = \left( \frac{1+g_k}{1+k} \right)^T$ . Demnach führt eine Erhöhung kurzfristiger Wachstumserwartungen zwar zu einem Anstieg des Werts  $(1-\theta)/(k-g_k)$ , jedoch reduziert sich gleichzeitig dessen Gewichtsanteil am Gesamtwert. Um diese Wechselwirkung und den letztlich resultierenden Werteffekt analysieren zu können, sind zunächst die kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen zu bestimmen.

## 2. Stichtagsbezogene und informationskongruente Bestimmung kurz- und langfristiger Wachstumserwartungen

Die Bestimmung kurz- und langfristiger Wachstumserwartungen erfolgt stichtagsbezogen und informationskongruent, das heißt zu einem beliebigen Bewertungszeitpunkt  $t$  auf Basis öffentlich verfügbarer Parameter, die denselben Informationsstand aufweisen. Dazu sind die folgenden Parameter stichtagsbezogen verfügbar: Börsenkurs, Eigenkapitalkosten, veröffentlichter Jahresüberschuss des vorangegangenen Geschäftsjahres, Analystenerwartungen zu Cash Flows (Dividenden) und Jahresüberschüssen<sup>19</sup>. Darin beziehen sich die

19 Da üblicherweise keine explizite Planung zukünftiger Kapitalanpassungen erfolgt, werden I/B/E/S-DPS-Prognosen als Konsensuserwartungen der Cash Flows herangezogen. Für die Jahresüberschüsse sind ebenso Konsensuserwartungen in Form von I/B/E/S-EPS-Prognosen verfügbar. Sowohl die Analystenerwartungen als auch der Börsenkurs liegen auf Anteilbasis (per share) vor, demnach sind alle weiteren Parameter ebenso auf Anteilbasis heranzuziehen. Alternativ sind die Analystenerwartungen und der Börsenkurs mit der Anzahl an Anteilen zum Bewertungszeitpunkt zu multiplizieren. Bei konsistentem Ansatz führen beide Vorgehen zu demselben Ergebnis.

Analystenerwartungen jeweils auf das Ende eines Geschäftsjahrs  $n$ . Die zur Bewertung benötigten Eigenkapitalkosten werden auf Basis des CAPM aus realisierten Kapitalmarktdaten stichtagsbezogen abgeleitet<sup>20</sup>. Die Informationskongruenz ist jedoch nicht für den Jahresüberschuss zum Bewertungszeitpunkt gegeben, denn dieser weist im Vergleich zu den anderen Parametern stets einen abweichenden Informationsstand auf<sup>21</sup>. Zur informationskongruenten Anpassung des Jahresüberschusses auf einen beliebigen Bewertungszeitpunkt ist ein differenziertes Vorgehen in Abhängigkeit vom Bewertungszeitpunkt und dem Zeitpunkt der Veröffentlichung des Geschäftsberichts des vorangegangenen Geschäftsjahrs notwendig<sup>22</sup>: Zum Bewertungszeitpunkt wird ein Jahresüberschuss benötigt, der einen retrospektiven Zeitraum von einem Jahr umfasst, dies bedeutet vom Bewertungszeitpunkt aus gesehen ein Jahr zurück. Falls der Geschäftsbericht zum Bewertungszeitpunkt bereits veröffentlicht ist, setzt sich der stichtagsbezogene Jahresüberschuss  $G_t$  aus dem anteilsgewichteten Jahresüberschuss des vorangegangenen Geschäftsjahrs  $G_0 \left( 1 - \frac{d}{365} \right)$  und dem für das gegenwärtige Geschäftsjahr erwarteten Jahresüberschuss  $E_t[\tilde{G}_1] \frac{d}{365}$  zusammen<sup>23</sup>:

$$G_t = G_0 \left( 1 - \frac{d}{365} \right) + E_t[\tilde{G}_1] \frac{d}{365} \quad (4)$$

- 20 Vgl. zur Anwendung des CAPM im Rahmen der Unternehmensbewertung und einer detaillierten Beschreibung des Vorgehens zur Ableitung von Eigenkapitalkosten etwa Timmreck, Bestimmung der Eigenkapitalkosten, in: Richter/Timmreck (Hrsg.), Unternehmensbewertung: Moderne Instrumente und Lösungsansätze, 2004, S. 61 (67); Daske/Gebhardt, Zukunftsorientierte Bestimmung von Risikoprämien und Eigenkapitalkosten für die Unternehmensbewertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2006 S. 531 (536); Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2009, S. 55 (57); Koller/Goedhart/Wessels, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5. Aufl. 2010, S. 235 (239); Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 4. Aufl. 2013, S. 99 (108).
- 21 Dies ist kein Phänomen des vorliegenden Beitrags, sondern ein allgemeines Problem beim Ansatz von Rechnungslegungsgrößen, vgl. Daske/Gebhardt/Klein, Estimating the Expected Cost of Equity Capital using Analysts' Consensus Forecasts, Schmalenbach Business Review 2006 S. 10. Als Schätzer wird deshalb regelmäßig auf bereits veröffentlichte Finanzkennzahlen des vorangegangenen Geschäftsjahrs zurückgegriffen, vgl. etwa Bhojraj/Lee, Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms, Journal of Accounting Research 2002 S. 416; Herrmann, Marktpreissschätzung mit kontrollierten Multiplikatoren, 2002, S. 192; Herrmann/Richter, Pricing with Performance Controlled Multiples, Schmalenbach Business Review 2003 S. 202. Wahlweise erfolgt der Rückgriff auf veröffentlichte Quartalszahlen der dem Bewertungszeitpunkt vorangegangene vier Quartale oder Analystenerwartungen zukünftiger Jahresüberschüsse, vgl. z.B. Alford, The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method, Journal of Accounting Research 1992 S. 97 (98), für den Ansatz aggregierter Jahresüberschüsse der letzten vier Quartale; Kim/Ritter, Valuing IPOs, Journal of Financial Economics 1999 S. 409 (437) und Liu/Nissim/Thomas, Equity Valuation Using Multiples, Journal of Accounting Research 2002 S. 135 (172) für den Ansatz erwarteter Rechnungslegungsgrößen, wobei darin bereits kurzfristige Wachstumserwartungen enthalten sind.
- 22 Vgl. etwa Gebhardt/Lee/Swaminathan, Toward an Implied Cost of Capital, Journal of Accounting Research 2001 S. 143 (144). Zu einer zeitlichen Anpassung von Rechnungslegungsgrößen bei der Bestimmung impliziter Eigenkapitalkosten mit Hilfe des Residualgewinnverfahrens bereits Daske/Gebhardt/Klein, Estimating the Expected Cost of Equity Capital using Analysts' Consensus Forecasts, Schmalenbach Business Review 2006 S. 10 (12); Gsell, Estimation of the Expected Market Risk Premium for Corporate Valuations: Methodologies and Empirical Evidence for Equity Markets in Key Countries, 2011, S. 178 (180).
- 23 Ebenso könnte die Zusammensetzung auch auf Quartalsbasis erfolgen, jedoch ist die Informationsverfügbarkeit hinsichtlich Analystenerwartungen auf Quartalsbasis eingeschränkt. Die Anpassungen erfolgen deshalb auf Jahresbasis. Vgl. dazu auch Daske/Gebhardt/Klein, Estimating the Expected Cost of Equity Capital using Analysts' Consensus Forecasts, Schmalenbach Business Review 2006 S. 11 (12).

Sofern der Geschäftsbericht noch nicht veröffentlicht ist, wird der erwartete Jahresüberschuss des vorangegangenen Geschäftsjahres  $E_t[\tilde{G}_0]$  anstelle von  $G_0$  herangezogen:

$$G_t = E_t[\tilde{G}_0] \left(1 - \frac{d}{365}\right) + E_t[\tilde{G}_1] \frac{d}{365} \quad (5)$$

Damit stehen nun alle Parameter in einer stichtagsbezogenen und informationskongruenten Form zur Verfügung, um die kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen zu bestimmen.

Die kurzfristigen (aggregierten) Wachstumserwartungen  $W_t$  über die Detailplanungsphase werden wie folgt definiert:

$$W_t := E_t[\tilde{C}_{n+T}] / G_t \quad (6)$$

Dazu wird der erwartete Jahresüberschuss (Analystenerwartungen)  $E_t[\tilde{C}_{n+T}]$  zum Geschäftsjahresende in  $n + T$  herangezogen und durch den Jahresüberschuss zum Bewertungszeitpunkt  $G_t$  dividiert. Um die kurzfristigen Wachstumserwartungen auf Jahresbasis zu erhalten, ausgedrückt durch  $g_k$ , sind die aggregierten Wachstumserwartungen wie folgt umzurechnen, wobei eine unterjährige Anpassung um  $d$  Tage zu berücksichtigen ist, sofern der Bewertungszeitpunkt  $t$  ( $= n + d/365$ ) nicht dem Geschäftsjahresende  $n$  entspricht, das heißt  $t \neq n$ :

$$g_k = (W_t)^{\frac{1}{(n+T)-t}} \quad (7)$$

Zur Bestimmung der langfristigen Wachstumserwartungen wird auf den bereits etablierten theoretischen Rahmen der Bestimmung impliziter Eigenkapitalkosten unter Einbezug aktueller Rechnungslegungs- und Kapitalmarktinformationen sowie Analystenerwartungen zurückgegriffen<sup>24</sup>. Die Grundidee besteht in der Inversion eines fundamentalen Bewertungsmodells zur Bestimmung der zugrunde liegenden Eigenkapitalkosten in Form des internen Zinsfußes. Annahmegemäß ist dabei der Unternehmenswert in Form des Marktwerts gegeben. Der Unterschied bei der Bestimmung impliziter langfristiger Wachstumserwartungen besteht darin, dass nun die langfristigen Wachstumserwartungen den gesuchten Parameter darstellen und nicht mehr die Eigenkapitalkosten, welche mit Hilfe des CAPM ermittelt werden.

Die Ausgangsbasis zur Bestimmung der impliziten langfristigen Wachstumserwartungen bildet Gleichung (2), die stichtagsbezogen und informationskongruent angepasst wird, so dass die Gleichung zu einem beliebigen Bewertungszeitpunkt auf Basis öffentlich verfügbarer Parameter anwendbar ist. Dazu wird das Kurs-Gewinn-Verhältnis zu Beginn der Endwertphase einem Modell der ewigen Rente gleichgesetzt, so dass sich die Gleichung anschließend nach den langfristigen Wachstumserwartungen  $g_l$  freistellen lässt (siehe zur Herleitung *Anhang*)<sup>25</sup>:

24 Vgl. stellvertretend Claus/Thomas, Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets, Journal of Finance 2001 S. 1629 (1666); Gebhardt/Lee/Swaminathan, Toward an Implied Cost of Capital, Journal of Accounting Research 2001 S. 135 (176); Easton/Taylor/Shroff/Sougiannis, Using Forecasts of earnings to Simultaneously Estimate Growth and the Rate of Return on Equity Investment, Journal of Accounting Research 2002 S. 657 (676); Daske/Gebhardt, Zukunftsorientierte Bestimmung von Risikoprämien und Eigenkapitalkosten für die Unternehmensbewertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2006 S. 530 (551); Daske/Gebhardt/Klein, Estimating the Expected Cost of Equity Capital using Analysts' Consensus Forecasts, Schmalenbach Business Review 2006 S. 2 (36); Gsell, Estimation of the Expected Market Risk Premium for Corporate Valuations: Methodologies and Empirical Evidence for Equity Markets in Key Countries, 2011.

$$g_l = \frac{\left( \left( m_t^* \cdot (1+k)^{(T-\frac{d}{365})} \cdot \frac{G_t}{E_t[\tilde{C}_{n+T}]} \right) \cdot k \right) - 1}{1 + \left( m_t^* \cdot (1+k)^{(T-\frac{d}{365})} \cdot \frac{G_t}{E_t[\tilde{C}_{n+T}]} \right)} \quad (8)$$

mit:

- $g_l$  = implizite langfristige Wachstumserwartungen
- $m_t^*$  = Um den Wert der Detailplanungsphase angepasstes Kurs-Gewinn-Verhältnis zum Bewertungszeitpunkt  $t$
- $E_t[\cdot]$  = Erwartungswertoperator für den Bewertungszeitpunkt  $t$
- $k$  = Eigenkapitalkosten
- $G_t$  = Jahresüberschuss zum Bewertungszeitpunkt  $t$
- $\tilde{C}_{n+T}$  = Cash Flow für das gesamte Geschäftsjahr zum Geschäftsjahresende  $n + T$
- $n$  = Geschäftsjahresende;  $n = t - \frac{d}{365}$
- $d$  = Tage zwischen Bewertungszeitpunkt  $t$  und dem vorangegangenen Geschäftsjahresende
- $\tau$  = Laufindex;  $\tau = 1, 2, \dots, T$

Für börsennotierte Unternehmen stehen damit zu einem beliebigen Bewertungszeitpunkt sowohl kurz- als auch langfristige Wachstumserwartungen zur Verfügung.

### 3. Einfluss der kurzfristigen Wachstumserwartungen

Auf den Wert der Detailplanungsphase wirken ausschließlich die kurzfristigen Wachstumserwartungen; der Endwert wird hingegen von den kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen beeinflusst. Um die Wechselwirkung der kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen analysieren zu können, wird der Barwert der Cash Flows über  $\tau = 1, 2, \dots, T$  auf beiden Seiten der Gleichung (2) abgezogen, welche in der stichtagsbezogenen und informationskongruenten Form herangezogen wird, so dass das angepasste Kurs-Gewinn-Verhältnis  $m_t^*$  resultiert:

$$m_t^* = \frac{m_{n+T}}{(1+k)^{(T-\frac{d}{365})}} \cdot W_t \quad (9)$$

Darin entspricht  $m_t^*$  dem diskontierten zukünftigen Kurs-Gewinn-Verhältnis  $m_{n+T}$  multipliziert mit den (aggregierten) kurzfristigen Wachstumserwartungen. Durch Logarithmieren wird der multiplikative Zusammenhang aus (9) in einen additiven Zusammenhang transformiert:

$$\ln(m_t^*) = \ln\left( \frac{m_{n+T}}{(1+k)^{(T-\frac{d}{365})}} \right) + \ln(W_t) \quad (10)$$

Der Logarithmus des angepassten Kurs-Gewinn-Verhältnisses  $\ln(m_t^*)$  entspricht der Summe aus dem logarithmierten diskontierten zukünftigen Kurs-Gewinn-Verhältnis  $\ln\left(\frac{m_{n+T}}{(1+k)^{(T-\frac{d}{365})}}\right)$  und den logarithmierten kurzfristigen Wachstumserwartungen  $\ln(W_t)$ . Diese Spezifikation führt auf die folgende Regressionsgleichung:

$$\ln(m_t^*) = a_t + b_t \ln(W_t) + \varepsilon_t \quad (11)$$

Mit Ausnahme der Regressionsparameter  $a_t$  und  $b_t$  sowie der Residuen  $\varepsilon_t$  sind alle Parameter verfügbar. In Verbindung mit der Struktur der theoretischen Beziehung aus (10) sollte  $b_t$  nahe dem Wert von Eins liegen.

Im Anschluss an die zeitpunktbezogene Analyse lassen sich auf Basis einer Sequenz von Regressionen die Quellen auf-

25 Sofern  $t = n$  gilt, demnach der Bewertungszeitpunkt  $t$  auf das Geschäftsjahresende  $n$  fällt, ist keine unterjährige Diskontierung notwendig.

zeigen, die zu einer Veränderung der Marktbewertung (source of change analysis) führen – gemessen durch  $\ln(m_t^*)$ :

$$\begin{aligned} \ln(m_t^*) - \ln(m_{t-1}^*) &= a_t - a_{t-1} + b_t \ln(W_t) \\ &\quad - b_{t-1} \ln(W_{t-1}) + \varepsilon_t - \varepsilon_{t-1} \quad (12) \\ \Delta_t \ln(m^*) &= \Delta_t a + \Delta_t b \ln(W) + \Delta_t \varepsilon \end{aligned}$$

Die Veränderung des logarithmierten angepassten Kurs-Gewinn-Verhältnis  $\Delta_t \ln(m^*)$  ist die Summe aus der Veränderung des logarithmierten diskontierten zukünftigen Kurs-Gewinn-Verhältnis  $\Delta_t a$ , der Veränderung der kurzfristigen (aggregierten) Wachstumserwartungen  $\Delta_t b \ln(W)$  und der Veränderung der Residuen  $\Delta_t \varepsilon$ . Die Veränderung langfristiger Wachstumserwartungen ist in der Summe  $\Delta_t a + \Delta_t \varepsilon$  repräsentiert. Dabei sind im Faktor  $a_t$  alle Einflussfaktoren, welche sich auf die Kurs-Gewinn-Verhältnisse aller Unternehmen gleichermaßen auswirken, aufgenommen. Im Gegensatz dazu werden alle unternehmensspezifischen Faktoren durch die Residuen aufgegriffen. Das bedeutet, dass zwischen allgemeinen und unternehmensspezifischen Veränderungen der langfristigen Erwartungen unterschieden werden kann. Somit bestehen drei Quellen, welche die Veränderung der Marktbewertung erklären:

1. Veränderung kurzfristiger (unternehmensspezifischer) Wachstumserwartungen:  
 $\Delta_t b \ln(W) = b_t \ln(W_t) - b_{t-1} \ln(W_{t-1})$ ,
2. Veränderung langfristiger allgemeiner Markterwartungen:  
 $\Delta_t a = a_t - a_{t-1}$  sowie
3. Veränderung langfristiger unternehmensspezifischer Erwartungen:  $\Delta_t \varepsilon = \varepsilon_t - \varepsilon_{t-1}$ . Darin lässt sich die Veränderung der Residuen als unternehmensspezifische Abweichung von den allgemeinen Markterwartungen interpretieren.

Diese Interpretation der Quellen der Veränderung gilt, sofern Gleichung (1) für alle Unternehmen des Markts gleichermaßen erfüllt ist.

#### IV. Zusammenfassung

Nachdem im Rahmen dieses Beitrags eine Einführung in den theoretischen Rahmen einer möglichen Kategorisierung von Unternehmen entsprechend ihrer kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen relativ zum Markt (etwa repräsentiert durch alle Unternehmen in einem breiten Marktindex) dargestellt wird, ist im Weiteren die Präferenz von Investoren anhand realer Kapitalmarktdaten zu überprüfen. Insbesondere ist zu beleuchten, ob Investoren auf dem Weg zu einem idealen Wachstumsprofil (Unternehmen der Kategorie [+ +], d.h. kurz- und langfristig überdurchschnittliche Wachstumserwartungen) in einem ersten Schritt eher zur Steigerung der kurzfristigen oder aber den langfristigen überdurchschnittlichen Wachstumserwartungen tendieren. Diese Pfadentscheidung scheint vor dem Hintergrund wiederkehrender Restrukturierungsentscheidungen nicht uninteressant. Aus theoretischer Sicht scheinen überdurchschnittliche langfristige Wachstumsoptionen, welche sich formal in der langfristigen Wachstumsrate der Gordon-Growth-Formel (Ewigen Rente) zeigen, wertmäßig relativ wichtig. Die Frage ist jedoch, ob Investoren zuerst einen „Vertrauensbeweis“ Seitens des Managements benötigen, der durch eine überdurchschnittliche kurzfristige Leistung im bestehenden Geschäft (d.h. über die Detailplanungsphase) erbracht werden kann, bevor sie den mit latenter Unsicherheit verbundenen Aufbau langfristiger Wachstumsoptionen entsprechend einpreisen. Als weiterer Aspekt ist die Ausrichtung der Strategiewahl des

Managements zu betrachten und welchen Einfluss kurzfristige Wachstumserwartungen auf die Veränderung der Bewertung besitzen. Um Veränderungen der Bewertung zu erreichen, sollte die Strategie des Managements demnach auf die Erhöhung kurzfristiger Ergebnisse (Jahresüberschüsse beziehungsweise Cash Flows) ausgerichtet werden, welche die aktuellen Erwartungen seitens des Kapitalmarkts übersteigen.

Mittels des aufgezeigten Modells und der Darstellung der Operationalisierung erfolgt die Klärung der aufgeworfenen Fragen und Quantifizierung empirisch auf Basis einer breiten Datengrundlage europäischer Unternehmen für die Jahre 2006 bis 2014. Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung wie auch eine zusammenfassende Würdigung folgen im Beitrag Kapitalmarktorientierte Bewertung von Wachstumsstrategien: Empirische Evidenz in CF 12/2014.

#### V. Anhang

Herleitung der Gleichung zur Bestimmung impliziter langfristiger Wachstumserwartungen

Die Ausgangsbasis bildet die Gleichung (2), die stichtagsbezogen und informationskongruent angepasst wird, so dass die Gleichung zu einem beliebigen Bewertungszeitpunkt und unter Ansatz öffentlich verfügbarer Parameter anwendbar ist:

$$m_t = \sum_{\tau=1}^T \frac{E_t[\tilde{C}_{n+\tau}]}{(1+k)^{\tau-d/365}} \cdot \frac{1}{G_t} + \frac{m_{n+T}}{(1+k)^{T-d/365}} \cdot \frac{E_t[\tilde{G}_{n+T}]}{G_t}$$

Auf beiden Seiten der Gleichung wird der Wert der Detailplanungsphase  $\sum_{\tau=1}^T \frac{E_t[\tilde{C}_{n+\tau}]}{(1+k)^{\tau-d/365}} \cdot \frac{1}{G_t}$  entfernt, so dass sich das um diesen Wert angepasste Kurs-Gewinn-Verhältnis  $m_t^*$  wie folgt ergibt:

$$m_t^* = \frac{m_{n+T}}{(1+k)^{T-d/365}} \cdot \frac{E_t[\tilde{G}_{n+T}]}{G_t}$$

mit:

$$m_{n+T} := \frac{E_t[\tilde{C}_{n+T}](1+g_l)}{k-g_l} \cdot \frac{1}{E_t[\tilde{G}_{n+T}]}$$

Durch Gleichsetzen des  $m_{n+T}$  mit dem Modell der ewigen Rente kann die Gleichung nach den langfristigen Wachstumserwartungen  $g_l$  wie folgt aufgelöst werden:

$$\begin{aligned} \frac{E_t[\tilde{C}_{n+T}](1+g_l)}{k-g_l} \cdot \frac{1}{E_t[\tilde{G}_{n+T}]} &= m_t^*(1+k)^T \cdot \frac{G_t}{E_t[\tilde{G}_{n+T}]} \\ \frac{1+g_l}{k-g_l} &= m_t^*(1+k)^{T-\frac{d}{365}} \cdot \frac{G_t}{E_t[\tilde{C}_{n+T}]} \end{aligned}$$

Mit der der Definition:

$$x := m_t^*(1+k)^{T-d/365} \cdot \frac{G_t}{E_t[\tilde{C}_{n+T}]}$$

folgt:

$$\begin{aligned} \frac{1+g_l}{k-g_l} &= x \\ g_l &= \frac{xk-1}{1+x} \end{aligned}$$

Nach Rücksubstitution von  $x$  ergibt sich die Gleichung für  $g_l$ , in einer stichtagsbezogenen und informationskongruenten Form, wie folgt:

$$g_l = \frac{\left( \left( m_t^* \cdot (1+k)^{\left(T-\frac{d}{365}\right)} \cdot \frac{G_t}{E_t[\tilde{C}_{n+T}]} \right) \cdot k \right) - 1}{1 + \left( m_t^* \cdot (1+k)^{\left(T-\frac{d}{365}\right)} \cdot \frac{G_t}{E_t[\tilde{C}_{n+T}]} \right)}$$