

Indexierte Leistungsmessung in empirischen Bewertungsmodellen

Bachelorarbeit

**Institut Banking und Finance
der Universität Zürich**

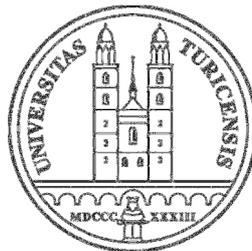
bei

Prof. Dr. Alexander Wagner
Assistent Michael Reichenecker

Verfasserin: Sandra Brechbühl

Studienrichtung: Banking und Finance

Abgabedatum: 20. August 2011



Executive Summary

Die Leistungsmessung ist nicht nur für die Unternehmung wichtig, sondern auch für weitere Anspruchsgruppen wie die Mitarbeiter oder die Aktionäre. Der gewählte Ansatz der Leistungsmessung muss also einer Menge von Ansprüchen genügen und gleichzeitig die finanzielle Leistung der Unternehmung messen. Die Praxis hat schon eine Vielzahl an verschiedenen Ansätzen hervorgebracht, die jedoch alle einem wichtigen Problem nicht genügend Beachtung schenken: dem Wirtschaftszyklus.

Die indexierte operative Leistungsmessung ist ein Ansatz, der die wahre operative Leistung einer Unternehmung im Vergleich zu ihrem Index misst und somit externe Effekte (positive oder negative) neutralisiert. Als Basis für den Index wird ein Peer Universum nach einem definierten Standard erstellt. Anhand des operativen Alphas lässt sich sogar die Out- oder Underperformance eines Unternehmens bestimmen.

Eine weitere Methode zur relativen Bewertung von Unternehmen stellt die Multiple Methode dar. Die Multiple Methode setzt eine Marktgrösse ins Verhältnis zu einer Unternehmensgrösse und vergleicht den Multiple ebenfalls mit einer Peer Gruppe. Ein zu hoher Multiple im Vergleich zur Peer Gruppe deutet auf eine Überbewertung hin, ein zu tiefer Wert auf eine Unterbewertung der Unternehmung. Der wohl bekannteste Multiple ist die P/E Ratio. Diese Marktmultiples werden auch von Investoren, Analysten und der Finanzpresse verwendet, um den Wert einer Unternehmung zu beurteilen.

Beide Verfahren beziehen den Markt in ihre Bewertung mit ein. Daher wird vermutet, dass die Multiples und das operative Alpha einen Zusammenhang zum Return des Investors aufweisen, da für Investoren ein Unternehmen mit einer Outperformance eine attraktive Investition sein müsste.

Um diesen Zusammenhang zu prüfen, wurden zuerst insgesamt acht Peer Universen für verschiedene Branchen erstellt. Für diese acht Peer Universen wurden jeweils zwei multiple Regressionsanalysen durchgeführt, einmal mit den normalen Kennzahlen und einmal mit indexierten Kennzahlen. Als abhängige, zu erklärende Variable wurde der Total Investment Return (TIR) gewählt.

Zusätzlich zur Regressionsanalyse wurde noch ein J-Test durchgeführt, um die beiden nicht genesteten Modelle miteinander vergleichen zu können.

Die Daten für die Analyse wurden von der Finanzdatenbank Thomson Reuters bezogen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass kein Zusammenhang zwischen dem operativen Alpha, dem Marktmultiple EV/EBITDA und dem TIR gefunden werden konnte. Die unabhängigen Variablen vermochten jeweils nur einen sehr geringen Anteil in der Streuung im TIR zu erklären. Ausserdem war die Korrelation zwischen den Variablen jeweils sehr schwach, so dass keine signifikante Beziehung bestätigt werden konnte.

Der J- Test ermöglicht den Vergleich zwei nicht genesteter Modelle. Der J- Test bestätigte, dass die gewählten Regressionsmodelle nicht geeignet sind um den Zusammenhang erklären zu können. In der Hälfte der Fälle wurden sogar beide Modelle verworfen.

Dies bedeutet, dass es keinen Zusammenhang zwischen dem TIR und der indexierten Leistungsmessung gibt, da für den Investor ein hohes operatives Alpha zwar interessant sein kann, aber nicht zwingend attraktiv.