

Sven Jähnchen

Kapitalkosten von Versicherungsunternehmen

Fundamentale Betafaktoren als ein
Erklärungsbeitrag zur Erfassung der
Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Heinz Rehkugler

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XIII
Literaturabkürzungen	XV
Symbolverzeichnis	XVII
Abbildungsverzeichnis	XIX
Tabellenverzeichnis	XXI
1. Einleitung	
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Gang der Untersuchung	5
2. Kapitalkosten in der Versicherungswirtschaft	
2.1 Versicherungsunternehmen als Untersuchungsobjekt	7
2.1.1 Begriffliche Abgrenzung	7
2.1.2 Geschäftstätigkeit von Versicherungsunternehmen	8
2.1.2.1 Versicherungsgeschäft	8
2.1.2.2 Kapitalanlagegeschäft	11
2.1.2.3 Rückversicherungsgeschäft und sonstige Geschäfte	12
2.1.3 Versicherungsunternehmen als Finanzintermediäre	13
2.2 Kapitalkosten in der ökonomischen Theorie	16
2.2.1 Konzept der Kapitalkosten	16
2.2.2 Klassische Kapitalkostenkonzepte	20
2.2.3 Kapitalkostenkonzepte auf Grundlage der Kapitalmarkttheorie	22
2.2.3.1 Marktmodell	23
2.2.3.2 Capital-Asset-Pricing Model	24
2.2.3.3 Empirische Bewährung des Kapitalmarktmodells	27
2.3 Zusammenfassung	30
3. Historische Prognose von Betafaktoren	
3.1. Prognose von Betafaktoren mit dem Marktmodell	31
3.1.1. Marktmodell als einfaches Regressionsmodell	31
3.1.2. Schätzung der Regressionskoeffizienten mit dem OLS-Verfahren	33
3.1.3. Beurteilungsgrößen der OLS-Schätzung	34
3.2. Statistische Anwendungsvoraussetzungen	35
3.2.1. Erwartungstreue Schätzung	36
3.2.2. Homoskedastizität	36
3.2.3. Freiheit von Autokorrelation	37
3.2.4. Freiheit von Korrelation zwischen Regressor und Störgröße	37
3.2.5. Normalverteilung	38
3.3. Spezifikationsprobleme	39
3.3.1. Indexwahl	39
3.3.2. Renditeintervall	40
3.3.3. Beobachtungszeitraum	41
3.3.4. Renditedefinition	42
3.3.5. Regressionsausreißer	43
3.4. Zusammenfassung	44

4.	Ausgewählte Problemfelder	47
4.1	Betafaktor als Risikomaß	47
4.1.1	Unbestimmtheit des Betafaktors	47
4.1.2	Betafaktor und Konkursrisiken	50
4.1.3	Zusammenfassung	53
4.2	Stabilität der Betafaktoren	54
4.2.1	Gründe der zeitlichen Instabilität der Betafaktoren	54
4.2.2	Empirische Ergebnisse über die Stabilität der Betafaktoren	55
4.2.3	Autoregressive Tendenz von Betafaktoren	58
4.2.4	Technische Prognoseverfahren	59
4.2.5	Zusammenfassung	62
4.3	Thin-Trading	63
4.3.1	Auswirkungen von Thin-Trading	63
4.3.2	Korrekturverfahren und ihre Wirkungsweise	65
4.3.3	Zusammenfassung	69
4.4	Fehlende Börsennotierung	70
4.4.1	Analogieansätze	70
4.4.1.1	Methodik	70
4.4.1.2	Berücksichtigung unterschiedlicher Verschuldungsgrade	73
4.4.1.3	Full-Information-Beta Approach	74
4.4.2	Empirische Ergebnisse	76
4.4.2.1	Untersuchung von <i>Fuller/Kerr</i>	76
4.4.2.2	Untersuchung von <i>Cox/Griepentrog</i>	77
4.4.2.3	Vergleich der Untersuchungsergebnisse	78
4.4.3	Zusammenfassung	80
4.5	Kritische Würdigung	81
5.	Fundamentale Betafaktoren	
5.1.	Konzeption des fundamentalen Betafaktors	83
5.2.	Betafaktor und seine Einflussfaktoren	85
5.2.1.	Finanzierungsrisiko	85
5.2.2.	Geschäftsrisiko	87
5.2.3.	Accounting Beta	88
5.2.4.	Sonstige Risikofaktoren	89
5.2.4.1.	Unternehmensgröße	89
5.2.4.2.	Dividendenpolitik	90
5.2.4.3.	Unternehmenswachstums	91
5.2.4.4.	Diversifikationsgrad	92
5.2.4.5.	Weitere Risikokennzahlen	93
5.3	Kombinierter Einfluss der Risikokennzahlen	95
5.4	Fundamentale Prognose von Betafaktoren	98
5.4.1.	Wirkungsweise der fundamentalen Prognose	98
5.4.2	Instrument-Variablen Ansatz	99
5.4.3	Zeitversetztes Prognosemodell	101
5.4.4	Kombination der technischen und fundamentalen Prognose	102
5.4.5	Zusammenfassung	102
5.5	Kritische Würdigung	103

6.	Theoretische Analyse der fundamentalen Einflussfaktoren	107
6.1.	Markt- und Erfolgsfaktoren des Versicherungsgeschäfts	107
6.1.1.	Determinanten des europäischen Versicherungsmarktes	107
6.1.1.1.	Deregulierung des europäischen Versicherungsmarktes	110
6.1.1.2.	Kapitalmarktentwicklung	110
6.1.1.3.	Versicherungstechnische Risiken	112
6.1.2.	Erfolgsfaktoren von Versicherungsunternehmen	114
6.1.2.1.	Jahresabschlusskennzahlen als Erfolgsfaktoren	114
6.1.2.2.	Darstellung der versicherungsspezifischen Erfolgsfaktoren	115
6.1.2.3.	Zusammenfassung	118
6.2.	Fundamentale Analyse des Aktienkursrisikos	120
6.2.1.	Ausgangsüberlegungen zur Kapitalmarkttheorie	120
6.2.2.	Analyse der versicherungsspezifischen Risikofaktoren	122
6.2.3.	Interpretation und Operationalisierung der Ergebnisse	125
6.2.3.1.	Kapitalanlagerisiko	125
6.2.3.2.	Versicherungstechnisches Risiko	126
6.2.3.3.	Branchenspezifische Risikokomponente	129
6.3.	Entwicklung von Untersuchungshypothesen	130
6.3.1.	Kapitalanlagerisiko	130
6.3.2.	Versicherungstechnisches Risiko	131
6.3.3.	Eigenkapitalausstattung und Verschuldungsgrad	131
6.3.4.	Operative Risiken	132
6.3.5.	Unternehmensgröße und Liquidität	134
7.	Empirische Untersuchung	
7.1	Untersuchungsdesign	135
7.1.1	Untersuchungssample	135
7.1.2	Fundamentaldaten	137
7.1.3	Ermittlung der Betafaktoren	141
7.2	FIB Approach	144
7.2.1	Untersuchungsaufbau	144
7.2.2	Untersuchungsergebnisse	144
7.3	Regressionsanalyse	146
7.3.1	Univariate Untersuchung	146
7.3.2	Multivariate Untersuchung	150
7.3.3	Verifizierung der Untersuchungshypothesen	153
7.3.3.1	Kapitalanlagerisiko	153
7.3.3.2	Versicherungstechnisches Risiko	154
7.3.3.3	Eigenkapital und Verschuldungsgrad	155
7.3.3.4	Operative Risiken	156
7.3.3.5	Unternehmensgröße und Liquidität	157
7.4	Prognose von Betafaktoren	159
7.4.1	Untersuchungsaufbau	159
7.4.2	Prognose I: Instrument-Variablen Ansatz	161
7.4.2.1	Untersuchungsaufbau	161
7.4.2.2	Untersuchungsergebnisse	161
7.4.3	Prognose II: Zeitversetzte Regression	163
7.4.3.1	Untersuchungsaufbau	163
7.4.3.2	Untersuchungsergebnisse	163

7.4.4	Prognose III : Perfekte Prognose von Fundamentaldaten	164
7.4.4.1	Untersuchungsaufbau	164
7.4.4.2	Untersuchungsergebnisse	165
7.4.5	Zusammenfassung der Ergebnisse	166
7.5	Fundamentale Betaschätzung	167
7.5.1	Untersuchungsaufbau	167
7.5.2	Untersuchungsergebnisse	168
8.	Schlussbetrachtung	169
Anhang		173
Literaturverzeichnis		193