

Christina Carlsen

Leistungsfähigkeit von Unternehmens- bewertungsmodellen

Eine theoretische
und empirische Analyse

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Hartmut Schmidt

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XVII
Verzeichnis Gesetzesfassungen, Artikelgesetze und Richtlinien	XIX
Symbolverzeichnis	XXIII
Abbildungsverzeichnis	XXVII
Tabellenverzeichnis	XXIX
Einleitung	1
Teil 1	
Unternehmenswerte und die Notwendigkeit, sie zu ermitteln	5
A. Was man über den Wert und Preis von Unternehmen und Unternehmensanteilen wissen sollte	6
I. Unternehmensgesamtwert und Wert eines Unternehmensanteils	6
II. Transaktionen bedingen Unterschiede zwischen Wert und Preis	7
III. Werte von Unternehmensanteilen sind nicht gleich Anteilen am Unternehmensgesamtwert	10
B. Wann man von einem Marktwert sprechen kann	13
C. Warum man Unternehmen bewerten können sollte – selbst wenn ein funktionierender Markt für ihre Anteile existiert	17
D. Wie man die auf einem funktionierenden Markt gehandelten Anteile bewertet – und welche Herausforderungen sich anderenfalls stellen	20
Teil 2	
Was können Modelle zur Unternehmensbewertung leisten – Kritische Annahmen und Prognoseschwierigkeiten	25
A. Bewerten heißt Vergleichen: Strom- und bestandsgrößenbasierte Modelle	26
B. Jedes Modell beruht auf Annahmen	34
I. Barwert als Ausgangspunkt	34
1. Unternehmenserwerb als Geldanlage: Investitionstheoretische Grundlagen	34
a) Beschränkung auf finanzielle Erfolge heißt Beschränkung auf Zahlungsströme	35
b) Bewertung von Zahlungsströmen heißt Diskontierung	36
2. Exkurs: Unterschiedliche Präferenzen, heterogene Erwartungen, individuelle Fähigkeiten und Möglichkeiten – und ein Marktwert	40
3. Unterscheidung von Forderungs- und Beteiligungstiteln	43

4.	Dividendendiskontierungsmodell und Wert des Eigenkapitals	44
5.	Wert des Fremdkapitals und Unternehmensgesamtwert	46
6.	Würdigung	49
II.	Integration einer Kapitalstrukturtheorie	50
1.	Von Dividenden und Zinsen zum entziehbaren Zahlungsüberschuß	50
2.	Irrelevanz der Kapitalstruktur für den Unternehmenswert	52
3.	Modigliani/Miller [1963] und die Kapitalkomponentenmodelle (Discounted-Cash-Flow-Modelle)	56
4.	Eigenkapitalbewertungsansatz (Flow-to-Equity-Ansatz)	60
5.	Gesamtkapitalbewertungsansätze	61
a)	Angepaßter Barwert (Adjusted-Present-Value-Ansatz)	61
b)	Verwendung der durchschnittlichen Renditeforderung (Total-Cash-Flow-Ansatz)	62
c)	Verwendung der gewogenen Kapitalkosten (Weighted-Average-Cost-of-Capital-Ansatz)	64
6.	Einordnung und Würdigung	68
III.	Integration einer Bilanztheorie	73
1.	Irrelevanz der Rechnungslegung für den Unternehmenswert	73
2.	Von Dividenden- und Zinszahlung zum verbuchten Gewinn und Schuldendienst oder: das Konzept der umfassenden Ergebnisermittlung	75
3.	Preinreich [1938], Lücke [1955] und die Residualeinkommensmodelle	78
4.	Eigenkapitalbewertungsansatz (Übergewinnmodell)	79
5.	Gesamtkapitalbewertungsansatz (Residualeinkommensmodell)	81
6.	Einordnung und Würdigung	84
IV.	Abschließende Würdigung der drei Modelle zur Unternehmensbewertung und ihrer Anwendbarkeit	90
C.	Jede Bewertung basiert auf Prognosen	92
I.	Unvollkommene Information und begrenzte Prognosefähigkeit	92
II.	Welche Bedeutung hat der Horizontwert	95
1.	Aufteilung des Prognosezeitraums in Intervalle (Phasenmethode)	95
2.	Beschneidung des Prognosezeitraums und Bewertungsfehler	96
a)	Dividendendiskontierungsmodell	97
b)	Übergewinnmodell	98
c)	Flow-to-Equity-Ansatz der Kapitalkomponentenmodelle	100
d)	Interpretation	103
III.	Wie einfach lassen sich die Unternehmenserfolge prognostizieren	106
1.	Prognose mittels mechanischer Modelle	106

a) Gewinne	107
b) Entziehbare Zahlungsüberschüsse	111
c) Dividenden	114
2. Langfristiges Wachstum	116
3. Zusammenfassung	118
IV. Kennzahlenmodelle	120
V. Zusammenfassende Beurteilung der Anwenderfreundlichkeit	123
D. Zusammenfassung des zweiten Teils und Hypothesen	125
Teil 3	
Wie läßt sich die Leistungsfähigkeit beurteilen – Ermittlung von Wertschätzern und Vergleichsmaßstäbe	131
A. Wie läßt sich die Leistungsfähigkeit beurteilen?	132
I. Eine erste Abgrenzung	132
II. Marktpreis als Vergleichsmaßstab für den Wertschätzer	137
1. Börse als Zwei-Güter-Markt	138
2. Arbeitshypothesen zur Funktionsfähigkeit der Börse	139
III. Erklärungskraft, Genauigkeit und systematischer Fehler	142
IV. Spürkraft und Prognosefähigkeit	147
V. Zusammenfassung und Würdigung	152
B. Wie können die Markterwartungen approximiert werden?	158
I. Erwartete Unternehmenserfolge	159
1. Realisationen der Erfolgsgröße	159
2. Zeitreihenanalysen und andere mechanische Prognosemodelle	161
3. Analystenprognosen	163
4. Prognosen der Unternehmensleitung	166
5. Zusammenfassung und Beurteilung	170
II. Erwartete Rendite der Alternativanlage	175
1. Eigenkapitalanteile	175
a) Ex post via Renditemodell	176
b) Ex ante via Bewertungsmodell	178
2. Risikofreie Anlage	181
3. Zusammenfassung und Beurteilung	182
III. Anpassung an Erwartungsänderungen	185
C. Wie sind die Wertschätzer zu ermitteln?	187
I. Von ganzjähriger zu unterjähriger Bewertung	187

1. Spezifikation der Bewertungsmodelle	188
2. Bedeutung der Anpassung	193
II. Auseinanderfallen von Bilanzstichtag, Zeitpunkt der Jahresabschlußfeststellung und Ausschüttungstermin	194
1. Zeitpunkt, zu dem sich ein Erfolg realisiert	195
2. Konsequenzen für die Spezifikation der Bewertungsmodelle	201
3. Bedeutung der Anpassung	204
III. Verwendung unkonsolidierter Daten	206
D. Zusammenfassung des dritten Teils	208
Teil 4	
Was leisten die Bewertungsmodelle – Ergebnisse bisheriger Untersuchungen und eigene Zeitreihenanalyse für den deutschen Aktienmarkt	211
A. Bisherige Ergebnisse zur Leistungsfähigkeit von Unternehmensbewertungsmodellen	213
I. Kaplan/Ruback [1995]	214
II. Penman/Sougiannis [1998], Francis/Olsson/Oswald [2000] und Courteau/Kao/Richardson [2001]	215
III. Frankel/Lee [1998] und Frankel/Lee [1999]	220
IV. Lee/Myers/Swaminathan [1999]	223
V. Zusammenfassung und verbleibender Forschungsbedarf	226
B. Gegenstand der Untersuchung und Grundsätzliches zur Untersuchungsmethode	234
I. Art der Analyse und Datenaggregation	234
II. Auswahl der Bewertungsmodelle	234
III. Nähere Spezifikation der Hypothesen	235
C. Stichprobe	236
I. Auswahl der Unternehmen	236
II. Eingrenzung des Zeitraums	238
D. Modellspezifikation	244
I. Prognose	244
1. Erwartete Höhe der Unternehmenserfolge	244
2. Erwarteter Zeitpunkt der Erfolgsrealisierung	249
3. Anpassung der Erwartungen an die tatsächlichen Unternehmenserfolge	249
4. Detailprognosezeitraum und Wachstumsannahmen	250

5. Opportunitätskosten der Aktionäre	251
II. Bewertung	253
III. Vergleich von Wertschätzer und Preis	257
E. Daten	258
I. Datenquellen für die Bewertung und Aufbereitung	258
1. Jahresabschlußdaten der Stichprobenunternehmen und Bilanzstichtage	258
2. Beteiligungsfinanzierung, Erhöhung des Eigenkapitalbuchwerts und Gewinnprognose (I)	262
3. Ausschüttungen, Verminderungen des Eigenkapitalbuchwerts und Dividendenprognose	267
4. Nach Branchen differenzierte gesamtwirtschaftliche Jahresabschlußdaten und Gewinnprognose (II)	271
5. Branchenzuordnung der Stichprobenunternehmen	281
6. Zinssätze auf risikofreie Anlagen und Risikoprämien	283
II. Datenquellen für die Beurteilung und Aufbereitung	283
1. Aktienkurse	284
a) Annäherung des Gleichgewichtskurses	284
b) Kein Kurs für eine Aktienform oder -gattung	285
2. Anzahl der Aktien und Änderungszeitpunkte	292
F. Untersuchungsmethode und Ergebnisse	297
I. Methodische Vorüberlegungen	297
II. Prüfung der Stationarität	302
1. Existenz eines Trends und Dickey-Fuller-Test	303
2. Problem der Trennschärfe von Einheitswurzeltests	305
3. Problem der Parameterauswahl im (Augmented) Dickey-Fuller-Test	306
4. Konsequenzen für die Prüfung der Stationarität	307
5. Spezifikation der Regressionsmodelle für den ADF-Test	308
6. Ergebnisse zur Marktkapitalisierung	315
7. Ergebnisse zu den Wertschätzern	317
8. Zusammenfassende Übersicht und Interpretation der Stationaritätseigenschaften	319
III. Prüfung der Kointegration	321
1. Finale Spezifikation der Hypothesen	321
2. Existenz einer Gleichgewichtsbeziehung und Dickey-Fuller-Test	321
3. Spezifikation der Testgleichung	323
4. Ergebnisse zum Wertschätzer-Preis-Verhältnis	327

5. Interpretation der Kointegrationsbeziehung	330
IV. Interpretation der Ergebnisse	332
G. Zusammenfassung des vierten Teils	336
Schlußbetrachtung und Ausblick	339
Anhang	343
Literaturverzeichnis	365