

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	11
Tabellenverzeichnis	13
Abkürzungsverzeichnis	15
Verzeichnis mathematischer Symbole.....	17
1 Einführung	21
1.1 Problemstellung und Ziel der Arbeit.....	21
1.2 Forschungsmethodik	22
1.3 Vorgehen und Aufbau.....	23
1.3.1 Bedeutung von Kapitalmarktsignalen	23
1.3.2 Theoretische Herleitung und empirischer Vergleich relevanter Modelle	24
1.3.3 Entwicklung eines Bezugsrahmens zur Analyse von Kapitalmarkterwartungen	25
2 Bedeutung von Kapitalmarktsignalen für die Führung von Unternehmen.....	27
2.1 Definition und Abgrenzung der wertorientierten Unternehmensführung.....	27
2.1.1 Wertbegriff	27
2.1.2 Wertorientierung als Leitlinie für eine zielgerichtete Unternehmensführung im Sinne der Eigentümer	28
2.2 Verständnis des Kapitalmarkts als Voraussetzung wertorientierter Unternehmensführung.....	31
2.2.1 Prozess der Signalisierung und Überwachung zwischen Unternehmen und Aktienmärkten	32
2.2.1.1 Erstellung der Unternehmensplanung und -strategie	33
2.2.1.2 Kommunikation der Unternehmen gegenüber dem Kapitalmarkt	34
2.2.1.3 Bewertung durch den Kapitalmarkt auf der Basis von Erwartungen	35
2.2.1.4 Analyse der Kapitalmarkterwartungen zur Ermittlung des Handlungsbedarfs	36

2.2.2	Analyse der Kapitalmarkt看wertung als Ansatzpunkt zur Untersuchung von Eigentümererwartungen	38
2.2.3	Würdigung der Verwendung von Kapitalmarktsignalen zur Analyse der Erwartungen	40
2.2.3.1	Kurzfristigkeit des Markts	41
2.2.3.2	Schwächen der Bewertung	41
2.3	Darstellung und Vergleich der Ansätze zur Analyse von Kapitalmarkterwartungen	43
2.3.1	Competitive Advantage Period	45
2.3.2	Ansatz der Boston Consulting Group	46
2.3.3	McKinsey&Company-Ansatz zur Kapitalmarktdiagnose	48
2.3.4	Implizite Wachstumsraten auf der Basis des Dividenden-Modells	51
2.3.5	Ansätze zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten	51
2.3.6	Würdigung der bisherigen Ansätze zur Analyse von Kapitalmarkterwartungen	52
3	Theoretische Grundlagen eines Analysemodells für Kapitalmarkterwartungen	55
3.1	Kapitalmarktforschung der Rechnungslegung als theoretischer Ansatz	55
3.1.1	Kapitalmarktforschung der Rechnungslegung im Spannungsfeld von Fundamentalanalyse und Kapitalmarkteffizienz	55
3.1.1.1	Effizienz der Kapitalmärkte	58
3.1.1.2	Fundamentalbewertung	60
3.1.2	Zusammenhang zwischen Kapitalmarktforschung der Rechnungslegung und Identifikation von Kapitalmarkterwartungen	61
3.1.3	Stand der Forschung bezüglich der Theorie von Bewertungsmodellen	62
3.1.4	Stand der Forschung beim empirischen Vergleich von Bewertungsmodellen	63
3.2	Herleitung der untersuchten Bewertungsmodelle	65
3.2.1	Auswahl der Bewertungsmodelle	65
3.2.2	Dividenden-Modell	67
3.2.2.1	CAPM und Renditeerwartungen	68
3.2.2.2	Herleitung des Dividenden-Modells	69
3.2.3	Residualgewinn-Modell	72
3.2.3.1	Herleitung des Residualgewinn-Modells	72

3.2.3.1.1	Clean-Surplus-Accounting als grundlegende Annahme.....	72
3.2.3.1.2	Herleitung des Residualgewinn-Modells.....	75
3.2.3.1.3	Konservative Rechnungslegung	77
3.2.3.2	Erweiterung zum Capitalized-Value-Modell	78
3.2.4	Book-to-Market-Modell	79
3.2.5	BCD-Modell	80
3.2.5.1	Ziel des BCD-Modells	80
3.2.5.2	Vergleich mit den Dividenden- und Residualgewinn-Modellen.....	81
3.2.5.3	Modellierung der Bewertungsformel	82
3.2.5.3.1	Modellierung der Gewinne pro Aktie.....	82
3.2.5.3.2	Modellierung des Zinssatzes.....	84
3.2.5.3.3	Herleitung des inneren Werts	86
3.2.6	Bakshi/Ju-Modell.....	88
3.2.6.1	Ziel des Bakshi/Ju-Modells.....	88
3.2.6.2	Modellierung des Grundmodells.....	89
3.2.6.3	Modellierung des erweiterten Modells.....	92
3.2.7	Würdigung der untersuchten Bewertungsmodelle	94
3.3	Empirische Operationalisierung der Bewertungsmodelle	95
3.3.1	Implementierung.....	96
3.3.1.1	Schätzung der notwendigen Parameter	96
3.3.1.1.1	Parameterschätzung auf der Basis historischer Ausprägungen	96
3.3.1.1.2	Implizite Parameterschätzung.....	97
3.3.1.2	Operationalisierung der Bewertungsmodelle.....	98
3.3.1.2.1	Deterministische Modelle.....	98
3.3.1.2.2	Stochastische Modelle	102
3.3.2	Datenerhebung und Bereinigung.....	102
3.3.2.1	Charakterisierung des Untersuchungszeitraums und -umfangs.....	102
3.3.2.1.1	Analystenprognosen als Proxy für Markterwartungen	103
3.3.2.1.2	Gewählter Zeitraum der Untersuchung	103
3.3.2.1.3	Untersuchungsumfang	103
3.3.2.1.4	Korrekturen durch I/B/E/S.....	105
3.3.2.2	Definition der Variablen und Parameter	106
3.3.2.2.1	Aktienkurse.....	106
3.3.2.2.2	Gewinn pro Aktie.....	106
3.3.2.2.3	Wachstumsrate der Gewinne	108

3.3.2.2.4	Buchwerte der Aktie	108
3.3.2.2.5	Kapitalkosten	108
3.3.2.2.6	Dividenden pro Aktie.....	110
3.3.3	Deskriptive Statistik der vorhandenen Daten	110
3.3.3.1	Zusammenfassung der deskriptiven Auswertung	111
3.3.3.1.1	Median, Mittelwert und Standardabweichung der Daten	111
3.3.3.1.2	Autokorrelation der Renditen	112
3.3.3.2	Stationarität einer Zeitreihe.....	113
3.3.3.2.1	Bedeutung der Stationarität	113
3.3.3.2.2	Test auf Stationarität.....	114
3.4	Empirische Untersuchung zur Signifikanz der Bewertungsmodelle ..	116
3.4.1	Verwendete Methodik zur Beurteilung der Bewertungsmodelle	116
3.4.2	Leistungsfähigkeit der Erklärung der Aktienkurse.....	120
3.4.2.1	Graphische Analyse der Bewertungsergebnisse	120
3.4.2.2	Graphische Analyse der Bewertungsfehler	124
3.4.2.3	Deskriptive Statistik der Modellwerte.....	125
3.4.2.4	Deskriptive Statistik und Verteilung der Bewertungsfehler	127
3.4.2.5	Autokorrelation der Bewertungsfehler.....	130
3.4.2.6	Korrelation zwischen Bewertungsfehlern und anderen Bewertungsmaßstäben.....	131
3.4.2.7	Zusammenfassende Beurteilung	133
3.4.3	Schätzung zukünftiger Renditen.....	133
3.4.3.1	Renditen auf der Basis einer Klassifizierung durch den Bewertungsfehler.....	134
3.4.3.2	Fama-MacBeth-Rendite-Regressionen	138
3.4.3.3	Multivariate Regression der Bewertungsmodelle	142
3.4.4	Würdigung der Ergebnisse der empirischen Untersuchung	143
4	Entwicklung eines Bezugsrahmens zur Analyse von Kapitalmarkterwartungen	147
4.1	Systematik der Analysen.....	147
4.1.1	Relative Bewertung	148
4.1.2	Absolute Bewertung	148
4.1.3	Untersuchungszeitraum	148
4.1.4	Darstellung der Kapitalmarktdiagnose am Beispiel der BMW-Gruppe.....	150
4.1.4.1	Kurze Beschreibung der BMW-Gruppe.....	150

4.1.4.1.1	Chancen der BMW-Gruppe	150
4.1.4.1.2	Herausforderungen der BMW-Gruppe	150
4.1.4.2	Wettbewerbsumfeld der BMW-Gruppe	151
4.2	Analyse der relativen Bewertung	152
4.2.1	Vergleich der Entwicklung der Gesamtrendite: Wie hat sich die Kapitalmarktrendite des Unternehmens im Vergleich zu Wettbewerbern entwickelt?	152
4.2.1.1	Konzept	152
4.2.1.2	Interpretation	153
4.2.1.3	Methodik	154
4.2.2	Zerlegung der Gesamtrendite: Welche Faktoren haben die Entwicklung der Gesamtrendite beeinflusst?	154
4.2.2.1	Konzept	154
4.2.2.2	Interpretation	155
4.2.2.3	Methodik	156
4.2.2.3.1	Aufteilung in einen unternehmensspezifischen und einen sektoralen Anteil	156
4.2.2.3.2	Aufteilung der Erwartungen in einen kurz- und einen langfristigen Anteil.....	158
4.2.3	Entwicklung der Analystenschätzungen: Wie bewerten Analysten das Unternehmen im Vergleich zu seinen Konkurrenten?	160
4.2.3.1	Konzept	160
4.2.3.2	Interpretation	161
4.2.3.3	Methodik	161
4.2.4	Strategic Control Map: Wie schätzt der Markt die strategische Positionierung eines Unternehmens ein?.....	162
4.2.4.1	Konzept	162
4.2.4.2	Interpretation	162
4.2.4.3	Methodik	164
4.3	Analyse der absoluten Bewertung	165
4.3.1	Wachstumserwartungen des Markts: Entspricht das geplante Wachstum der vom Markt unterstellten Wachstumsrate?.....	166
4.3.1.1	Konzept	166
4.3.1.2	Interpretation	167
4.3.1.2.1	Umsatzwachstum vs. Rendite: Welche Optionen für die Werthebel stehen dem Unternehmen offen?.....	168

4.3.1.2.2	Kurz- vs. langfristige Erwartungen: Wie sieht der Markt die Wachstumsaussichten der Wettbewerber?	169
4.3.1.3	Methodik	170
4.3.1.3.1	Explizite Analystenprognose	171
4.3.1.3.2	Zeitliche Dauer des Wettbewerbsvorteils	172
4.3.1.3.3	Continuing Value Period	173
4.3.2	Volatilität der Kapitalmarkterwartungen: Wie sicher ist der Kapitalmarkt in seinen Erwartungen?	173
4.3.2.1	Konzept	173
4.3.2.2	Interpretation	173
4.3.2.3	Methodik	175
4.3.3	Historischer Vergleich von Kapitalmarkterwartungen: Besteht ein Einklang zwischen der Erwartung des Markts und der historischen Entwicklung?.....	176
4.3.3.1	Konzept	176
4.3.3.2	Interpretation	176
4.3.3.3	Methodik	177
4.4	Identifikation eines Anpassungsbedarfs bei der internen Strategie....	178
5	Zusammenfassung	183
5.1	Untersuchungsergebnisse.....	183
5.2	Zukünftiger Forschungsbedarf.....	184
6	Anhang.....	187
6.1	Herleitung des Residualgewinn-Modells.....	187
6.2	Herleitung des Capitalized-Value-Modells	188
6.3	Herleitung des Book-to-Market-Modells.....	189
6.4	Herleitung des BCD-Modells	191
6.5	Herleitung des Bakshi/Ju-Modells.....	193
6.5.1.1	Herleitung des Grundmodells.....	193
6.5.1.2	Herleitung des erweiterten Bakshi/Ju-Modells	193
	Literaturverzeichnis.....	197