

Joachim Koch

# **Rechnungswesenbasierte Verfahren der Aktienbewertung**

Theoretische und empirische Untersuchung  
des Residualgewinnmodells

Deutscher Universitäts-Verlag

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b>		<b>V</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b>		<b>VII</b>
<b>Symbolverzeichnis</b>		<b>XI</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>		<b>XV</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>		<b>XIX</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>		<b>XXI</b>
<b>Einleitung</b>		<b>1</b>
<b>Kapitel 1</b>	<b>Traditionelle Modelle der Aktienbewertung</b>	<b>5</b>
1.1	Grundlagen der Aktienbewertung	5
1.1.1	Grundlegende Verfahren der Aktienanalyse und -auswahl	5
1.1.2	Abgrenzung von Aktienwert und Aktienkurs	8
1.2	Darstellung der zahlungsstrombasierten Modelle der Aktienbewertung	12
1.2.1	Das Dividendendiskontierungsmodell	12
1.2.2	<i>Discounted Cash Flow</i> -Verfahren	14
1.2.3	Rationale Bewertung von Wachstumsunternehmen	20
1.2.4	Würdigung der zahlungsstrombasierten Bewertungsmodelle	20
1.3	<i>Value Added</i> -Bewertungsmodelle	22
1.3.1	Der <i>Economic Value Added</i> -Ansatz	23
1.3.2	Kurzdarstellung weiterer <i>Value Added</i> -Bewertungsmodelle	25

1.3.3	Würdigung der <i>Value Added</i> -Bewertungsmodelle	26
1.4	Bestimmung der Kapitalkosten	26
1.4.1	Grundlagen der Portfoliotheorie	27
1.4.2	Eindimensionale Faktormodelle – <i>CAPM</i>	28
1.4.3	Mehrdimensionale Modelle – <i>APT</i>	33
1.4.4	Bestimmung der Risikoprämie	35
1.5	Das Multiplikatorverfahren	36
1.5.1	Die Logik des Multiplikatorverfahrens	37
1.5.2	Darstellung der wichtigsten Multiplikatoren	39
1.5.3	Auswahl der Vergleichsunternehmen	40
1.5.4	Würdigung des Multiplikatorverfahrens	41
1.6	Zusammenfassung	42
<b>Kapitel 2</b>	<b>Rechnungswesenbasierte Modelle der Aktienbewertung</b>	<b>45</b>
2.1	Rechnungslegung und Aktienbewertung	45
2.1.1	Wertrelevanz der Rechnungslegung	45
2.1.2	Ökonomische Interpretation der Bilanzierungsgrundsätze	47
2.1.3	Bewertung des Vermögens nach HGB, IAS und US-GAAP	49
2.2	Rechnungswesenbasierte Bewertungsmodelle	52
2.2.1	Residualgewinnmodell aufgrund der Diskontierung zukünftiger Residualgewinne	54
2.2.2	Separate Bewertung des operativen und finanziellen Vermögens	62
2.2.3	Residualgewinnmodell aufgrund von gegenwärtigen Informationsgrößen	67
2.3	Zusammenhang zwischen dem Residualgewinnmodell und dem <i>Price/Book</i> - und <i>Price/Earnings</i> -Multiplikator	73
2.3.1	<i>PB</i> - und <i>PE</i> -Multiplikator im Zusammenhang mit dem <i>Gordon Growth Model</i>	74
2.3.2	<i>PB</i> - und <i>PE</i> -Multiplikator im Zusammenhang mit dem Residualgewinnmodell	75
2.4	Zusammenfassung	80

<b>Kapitel 3</b>	<b>Untersuchung der Bewertungseignung des Residualgewinnmodells</b>	<b>83</b>
3.1	Grundlagen der empirischen Untersuchung	85
3.1.1	Implementation des Residualgewinnmodells	86
3.1.2	Beschreibung der Datengewinnung	89
3.1.3	Deskriptive Datenstatistik	90
3.2	Wertkomponenten des Residualgewinnmodells	94
3.2.1	Sensitivitätsanalyse ausgewählter Bewertungsparameter	94
3.2.2	Relativer Anteil der einzelnen Wertkomponenten	97
3.2.3	Buchwert des Eigenkapitals	98
3.2.4	Gegenwartswert der zukünftigen Residualgewinne	98
3.2.5	Der Fortführungswert	100
3.3	Ergebnisse der empirischen Untersuchungen zur Bewertungsperformance	101
3.3.1	Zeitreiheneigenschaften der Bewertungsmultiplikatoren	102
3.3.2	Prognose der zukünftigen Renditen	114
3.4	Zusammenfassung	118
Anhang des dritten Kapitels		120
A3.1	Unternehmen des gesamten Samples	120
A3.2	Entwicklung der Durchschnittsquartile der einzelnen Multiplikatoren	122
<b>Kapitel 4</b>	<b>Untersuchung der impliziten Risikoprämien</b>	<b>125</b>
4.1	Ermittlung der Eigenkapitalkosten	126
4.1.1	Traditionelle Ansätze zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten	126
4.1.2	Ansätze zur Ermittlung der impliziten Kapitalkosten	127
4.2	Höhe der Risikoprämie	133
4.2.1	Bisherige Untersuchungen	133
4.2.2	Implizite Risikoprämien für die Eurozone und für einzelne Länder	136
4.2.3	Industriespezifische implizite Risikoprämien	144
4.3	Zusammenhang zwischen impliziten Risikoprämien und ausgewählten Risikofaktoren	153
4.3.1	Darstellung der unternehmensspezifischen Risikofaktoren	153

4.3.2	Ergebnisse der Regressionsanalysen	155
4.4	Zusammenfassung	158
	<b>Zusammenfassung</b>	<b>161</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>163</b>