

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften
Reihe: Finanzwirtschaft und Kapitalmärkte

Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten für kapitalmarktorientierte Unternehmen vor dem Hintergrund der Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise

Julia Mattheis

Abstract

„**Bewerten heißt Vergleichen**“ - so beschrieb Alfred Moxter im Jahr 1983 die Unternehmensbewertung in seinem Buch „Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung“.

Werden Unternehmenswerte im Rahmen des Ertragswertverfahrens oder des Discounted-Cash-Flow-Verfahrens berechnet, so werden konzeptionell die künftigen Überschüsse mit einem Kapitalisierungszinssatz diskontiert und zu einem Barwert addiert.¹ Der Kapitalisierungszinssatz stellt dabei die Renditeforderungen der Kapitalgeber dar. Fließen die Überschüsse nur an die Eigenkapitalgeber, so wird bei dem Zinssatz auch von Eigenkapitalkosten gesprochen. Ganz im Sinne von Moxters Vergleichsprinzip bilden diese Eigenkapitalkosten den Zinssatz der beste Handlungsalternative zum Unternehmenserwerb ab. Zur Ermittlung der Höhe der Renditeforderungen, d.h. der Eigenkapitalkosten, wird zumeist auf das marktorientierte Capital Asset Pricing Modell (CAPM) zurückgegriffen. Demnach ergeben sich die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber aus dem zu erwartenden risikolosen Zins r_f zuzüglich einer Risikoprämie RP . Diese Risikoprämie berechnet sich aus der Differenz zwischen der zu erwartenden Marktrendite und dem zu erwartenden risikolosen Zins r_f (Marktrisikoprämie MRP) multipliziert mit dem zu erwartenden Beta² β .

$$EKK = r_f + RP = r_f + MRP \cdot \beta = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

Soll dieses theoretische Modell in die Bewertungspraxis übertragen werden, so gilt es den Modellparametern Werte zuzuordnen. Dabei existiert eine Fülle an Methoden, um die Variablen zu ermitteln. Es wird sich herausstellen, dass lediglich die risikolosen Zinsen zukunftsorientiert ermittelt werden. Hierfür wird auf laufzeitabhängige spot rates der stichtags-aktuellen Zinsstrukturkurve abgestellt, welche aus Renditen deutscher Bundeilanleihen abgeleitet werden. Aus Mangel an ausgereiften bzw. noch nicht durchgesetzten Methoden zur Schätzung der Marktrisikoprämie (MRP) und des Betas wird in der gängigen Bewertungspraxis auf historische Renditendurchschnitte zurückgegriffen.

¹ In diesem Abstract werden die im eigentlichen Textteil der Arbeit genannten Fakten und Zusammenhänge lediglich zusammengefasst. Alle relevanten Quellen sind deshalb im Hauptteil der Arbeit markiert.

² Die Begriffe Beta, Beta-Faktor und Beta-Wert werden im Folgenden synonym verwendet.

Da das Capital Asset Pricing Modell einen marktorientierten Ansatz zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten darstellt, können alle Werte aus Kapitalmarktdaten abgeleitet werden.

Im Jahr 2007 setzte eine Finanzkrise ein, welche eine Wirtschaftskrise hervorrief. Zusätzlich trat im Jahr 2010 eine Staatschuldenkrise ein. Es wird sich zeigen, dass diese Krisen erhebliche Einflüsse auf den Kapitalmarkt haben, was vor allem den mit den Krisen einhergehenden Unsicherheiten und der gestiegenen Risikoaversion geschuldet ist. Infolge dessen sanken die Renditen deutscher Bundesanleihen erheblich und befinden sich auf einem historischen Tiefststand. Außerdem riefen die Krisen verschiedene Aktienkurseinbrüche hervor, was zu starken Schwankungen der Kurse führte. Bei der Untersuchung der krisenbedingten Einflüsse auf die Parameter des CAPM kann beobachtet werden, dass die vom Markt abgeleiteten risikolosen Zinsen ebenfalls stark gesunken sind. Einige Autoren kommen dabei zu dem Ergebnis, dass die beobachtbare Zinsstruktur nicht in der Lage sei, die tatsächlichen Renditeforderungen der Investoren abzubilden. Begründet wird dies mit der verzweifelten Suche der Investoren nach sicheren Anlagemöglichkeiten. Darüber hinaus wird aufgezeigt, dass die MRP nach den Vorstellungen des CAPM gestiegen sein sollte. Da jedoch ein historischer Durchschnitt (u.a.) von Marktrenditen herangezogen wird, welche durch die Kurseinbrüche gesunken sind, sinkt auch die Höhe des historischen Durchschnitts der MRP. Folglich zeigt sich, dass die historische MRP nicht in der Lage ist, die tatsächlich von dem Eigenkapitalgeber geforderte MRP abzubilden. Bei der Untersuchung der Branchenbetas stellt sich heraus, dass keine eindeutige Aussage getroffen werden kann.

Werden die niedrigen Zinsen, welche nach herrschender Meinung nicht die aktuellen Renditeforderungen darstellen, in die Bewertung einbezogen, so sind die Eigenkapitalkosten fälschlicher Weise zu niedrig. Wird parallel die historische MRP einbezogen, die ebenfalls nicht die tatsächlich höhere MRP abbilden kann, so sind die Eigenkapitalkosten fälschlicherweise noch niedriger. Folge beider Vorgehensweisen ist, dass die zu niedrigen Kapitalkosten zu erhöhten und nach oben verzerrten Unternehmenswerten führen. Aus diesem Grund empfiehlt die Literatur eine Korrektur der ermittelten Werte. Dabei wird sich gegen die Anpassung der vom Markt bestimmten risikolosen Zinsen und für eine Anpassung der Risikoprämie ausgesprochen. Beide Standpunkte werden näher beleuchtet. Vor dem Hintergrund der Finanz-/Wirtschafts- und Staatschuldenkrise kann das CAPM daher nicht wie üblich angewandt werden. Vielmehr ist eine Anpassung der ermittelten Eigenkapitalkosten notwendig, um im nächsten Schritt zu sinnvollen Unternehmenswerten zu gelangen.

Schlagwörter: Eigenkapitalkosten, CAPM, risikoloser Zins, Marktrisiko­prämie, Beta

E-Mail: Mattheis.julia@gmail.com