Aktuelle Fragen zur Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis

WK RECH 2016, Universität Passau

Prof. Dr. Andreas Schüler
Universität der Bundeswehr München
andreas.schueler@unibw.de

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Agenda

1. Einführung
2. Aktuelle Beiträge in
   a) …T-Zeitschriften
   b) …P-Zeitschriften
3. Zwischenergebnisse
4. Disziplinabhängige Lösungsvorschläge in W-Zeitschriften – Eigenkapitalkosten
5. Theorieverarbeitung in P-Zeitschriften – Bewertung bei ausfallbedrohtem Fremdkapital
6. Folgerungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Zur Relevanz des Unternehmenswerts

- Maximierung des Unternehmenswerts als Zielsetzung von auf Gewinnerzielung ausgerichteten Unternehmen
- Referenzpunkt für
  - Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungsentscheidungen,
  - die Kontrolle der Zielerreichung
  - und der Belohnung
  - in jeder Phase des Unternehmenslebens.
- Unternehmenswert:
  - Grenzpreise für Käufer und Verkäufer
  - Schiedspreise
  - Marktpreise, geprägt vom Grad der Informationseffizienz, dem Informationsstand und der Informationsverarbeitungskapazität der Kapitalmarktteilnehmer, und deren Erwartungen

  Folge: Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen bzw. Empfehlungen von Managern, Eigentümern und potentiellen Eigentümern (Investoren), Beratern und Analysten; Abfindungshöhe…

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Forschungsfelder

Managemententscheidungen und -kontrolle

Investition:

- U. a. empirische Forschung zu Identifizierung und Umgang mit drohenden Abweichungen von der Leitlinie Wertmaximierung (Other people's money, Agency-Theorie, Corporate Governance),

Finanzierung & Ausschüttung

- s. o.
- Normative Forschung zum Umgang mit den Ursachen für die Relevanz (z. B. Steuern, Ausfallrisiko)
- Modelltheoretische Definition des optimalen Verschuldungsgrades & des optimalen Volumens und Kanals der Ausschüttung,
- Empirische Forschung zur Umsetzung und zu den relevanten Einflussfaktoren

Informationsbereitstellung und –verarbeitung

Abbildung der Managemententscheidungen im Marktwert:

- Informationsausstattung und Informationsverarbeitung der Kapitalmarktteilnehmer (Informationseffizienz);
- Rationalität der Kapitalmarktteilnehmer (Behavioral Finance)
- Wertrelevanz von Rechnungslegungsdaten

Ableitung von Erwartungen und Einschätzungen der Kapitalmarktteilnehmer aus Marktpreisen

…

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Praxis – Klärungsbedarf resultiert aus den Bewertungsanlässen

Krise
Bewertung von Liquidationsoptionen
Bewertung im Rahmen von finanziellen Restrukturierungen (z. B. Sanierungskredite, Debt-Equity-Swaps, Neugestaltungen der Kapitalstrukturen)

Expansion & Restrukturierung
Bewertung von Wachstumsoptionen
Bepreisung neuer Anteile (IPO, Kapitalerhöhungen)
Aufkäufe, Verkäufe von Teilbereichen, Verschmelzung, Abspaltung, Ausgliederung

Laufende Bewertungsanlässe
Unternehmensintern:
Wertorientierte Unternehmenssteuerung
Rechnungslegung nach IFRS/US-GAAP
Impairment Tests
Purchase Price Allocation
Änderungen in der Eigentümerstruktur (z.B. Einstieg eines Großaktionärs bzw. privaten Investors, Squeeze-out, Abschluss von Beherrschungsverträgen) evtl. ergänzt um Fairness Opinions
Abfindung von Minderheiten
Steuerliche Anlässe
Unternehmensextern:
Kauf- und Verkaufsempfehlungen von Finanzanalysten
Vorbereitung von Übernahmeangeboten oder Vorschlägen zur Verschmelzung

Gründung
Bewertung durch Gründer
Bewertung durch Kapitalgeber (z. B. Venture Capital, Private Equity)
Gestaltung neuer Finanzierungsrunden

Drukarczyk/Schüler (2016), S. 2.

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Literaturrecherche: Aktuelle Beiträge in Zeitschriften

Grenzziehung nicht zwischen den Autoren (Theoretiker, Praktiker, Hybride), sondern der Ausrichtung bzw. der Leserschaft. Also: Auf der einen Seite wissenschaftliche, theorieorientierte Zeitschriften (T-Zeitschriften) und auf der anderen Seite überwiegend praxisorientierte, praxisnahe Zeitschriften (P-Zeitschriften).

Ab Anfang 2015 bis jetzt

- T: Accounting Review (AR), Journal of Accounting & Economics (JAE), Journal of Accounting Research (JAR), Review of Accounting Studies (RAST), Management Accounting Research (MAR)
- T: Journal of Finance (JF), Journal of Financial Economics (JFE), Review of Financial Studies (RFS)
- T: Journal of Business Finance & Accounting (JBFA)
- P: Financial Management (FM), Journal of Applied Corporate Finance (JACF), Financial Analysts Journal (FAJ), Value Examiner (VE)
- T: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP); P: Corporate Finance (CF), Die Wirtschaftsprüfung (WPg), BewertungsPraktiker (BP).

Ab Anfang 2013 bis jetzt (T)

- ZfbF/sbr
- JBE/ZfB
- DBW

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Agenda

1. Einführung
2. Aktuelle Beiträge in
   a) …T-Zeitschriften
   b) …P-Zeitschriften
3. Zwischenergebnisse
4. Disziplinabhängige Lösungsvorschläge in W-Zeitschriften – Eigenkapitalkosten
5. Theorieverarbeitung in P-Zeitschriften – Bewertung bei ausfallbedrohtem Fremdkapital
6. Folgerungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Beiträge in T-Zeitschriften (1/6)

Bewertungsmethoden

- Chullen/Kaltenbrunner/Schwetzler, JBE (ZfB) 2015: Konsistent definierte Multiplikatoren erklären Marktwerte besser als inkonsistente.
- Courteau/Kap/Tian, JBFA 2015: Methoden im Wettstreit – RIM vs. DCF bei „Accrual Manipulation“ vor und nach SOX
- Klobucnik/Sievers, JBE (ZfB) 2013: Empirische Prüfung des Bewertungsansatzes von Schwartz/Moon zur Bewertung von High-Tech-Wachstumsunternehmen
- Schotter/Grottke, ZfbF 2013: Literaturüberblick zur „nutzengestützten“ Unternehmensbewertung

Rechnungslegung, Regulierung und Marktpreise

Wertrelevanz

- Ciftci/Darrough, JBFA 2015: Wertrelevanz von immateriellem Vermögen und F&E bei Aktivierung vs. bei Erfassung als Aufwand für verlust- vs. gewinngenerierende Unternehmen
- Israeli, RAST 2015: Zur Wertrelevanz von der Aktivierung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zum Fair Value vs. Ausweis des Fair Values in den Fußnoten und Aktivierung von Anschaffungskosten
- Kühnberger, ZfbF 2014: Überblick zum Stand der Forschung u. a. zur Wertrelevanz von Fair Values
- McNichols/Stubben, RAST 2015: Qualitativ hochwertige Rechnungslegung beim Zielunternehmen erhöht die Aktienrendite für den Erwerber bei Ankündigung

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Beiträge in T-Zeitschriften (2/6)

Wertrelevanz (Fortsetzung)

- Meser/Veith/Zimmermann, SBR 2015: Wertrelevanz von Regulierungsmaßnahmen (Disclosure & Enforcement)
- Müller/Riedl/Sellhorn, AR 2015: Zur Wertrelevanz von der Aktivierung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zum Fair Value vs. Ausweis des Fair Values in den Fußnoten und Aktivierung zu Anschaffungskosten
- Patatoukas/Sloan/Zha, AR 2015: Veröffentlichte DCF-Bewertung von Assets wertrelevant, aber von Investoren tendenziell nicht genug gewürdigt
- Sridharan, AR 2015: Jahresabschlussdaten und daraus abgeleitete Volatilitätsprognosen
- Willenborg/Wu/Yang, JAR 2015: Relevanz der operativen Performance vor einem IPO für die Abweichung des Emissionskurses vom Mittelwert der anfänglichen Preisspanne auf die Preisentwicklung beim IPO
- Young/Zeng, AR 2015: Erhöhte Vergleichbarkeit von Jahresabschlussdaten verbessert Bewertungsleistung von Marktwert-/Buchwert-Ratios
- Kirsch/Dettenrieder/Ewelt-Knauer/Köhling, BFuP 2015: Relevanz der Fair Value-Bewertung für die DAX30 in 2010
- Zülch/Stork genannt Wersborg/Detzen, BFuP 2015: Plausibilisierungsmöglichkeiten einer Kaufpreisallokation

Informationsverarbeitung durch Finanzanalysten

- Campbell/Downes/Schwartz, RAST 2015: Finanzanalysten preisen unrealisierte Gewinne auf Cashflow-Hedges nicht korrekt ein
- Magnan/Menini/Parbonetti, RAST 2015: Fair Value Accounting bei Banken und der Einfluss auf Genauigkeit und Streuung von Analystenschätzungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Beiträge in T-Zeitschriften (3/6)

Diskontierungssatz

Methode

- Berk/van Binsbergen, JFE 2015: Identifizierung der von Investoren eingesetzten Methode zur Eigenkapitalkostenermittlung (CAPM, Fama/French-3Faktorenmodell, FFCarhart-4Fakt. u. a.)
- Elsner/Krumholz, JBE (ZfB) 2013: Vorschlag zur Korrektur von Schätzfehlern im Diskontierungssatz beim Terminal Value
- Fama/French, JFE (2015), RFS 2016: 5-Faktorenmodell „…the most serious problems of asset pricing models are in small stocks."
- Frank/Shen, JFE 2016: Investitionsvolumen in Abhängigkeit von alternativen Definition der Eigenkapitalkosten (CAPM, Implizite EKK, Fama/French 3-Faktorenmodell, (FF)Carhart 4-Faktorenmodell)

Risikolose Rendite

- Lobe, BFuP 2015: Arbitragegelegenheiten auf der Zinsstrukturkurve

Risikozuschlag beim Eigenkapitalkostensatz

- Bernstein, FAJ 2015: Renditen bei Aktien und Anleihen bei Neuordnung der Zeitfenster
- Branger/Kraft/Meinerding, RFS 2016: Modellierung von Marktrisikoprämien bei Konsumeinbrüchen
- Echerling/Eierle, JBE (ZfB) 2015: Kritische Analyse des sog. „Adjusted Betas", das die Praxis mit dem Verweis auf Blume einsetzt.
- Hachmeister/Ruthardt/Autenrieth, DBW 2015: Ermittlung von Marktrisikoprämien nach einem Vorschlag von Ibbotson/Morningstar bzw. Mroczek, VE 2012

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Beiträge in T-Zeitschriften (4/6)

Diskontierungssatz (Fortsetzung)

Einflussfaktoren auf die Höhe der Eigenkapitalkosten

- Paugam/Ramond, JBFA 2015: Informationen zu Impairment Tests senken die Eigenkapitalkosten
- Cao/Myers/Myers/Omer, RAST 2015: Gute Reputation senkt die Eigenkapitalkosten
- Blanco/Garcia Lara/Tribo, JBFA 2015: Segmentinformationen senken die Eigenkapitalkosten
- Chen/Truong/Veeraraghavan, JBFA 2015: Je höher die Kurssensitivität des CEO-Portfolios hinsichtlich einer Kursänderung bzw. der Volatilität (Delta bzw. Vega) desto niedriger bzw. höher die Eigenkapitalkosten.
- Li, JBFA 2015: Konservative Rechnungslegung und deren (senkender) Einfluss auf Eigen- und Fremdkapitalkosten im Ländervergleich

Empirische und praktische Umsetzung

- Hachmeister/Ruthardt/Mager, ZfbF 2014: Risikozuschlag in Bewertungsgutachten zu gesellschaftsrechtl. Strukturmaßnahmen
- Krotter/Schüler, ZfbF 2013: Empirische Ermittlung von Kapitalkosten
- Krüger/Landier/Thesmar, JF 2015: Verwendung eines einheitlichen und nicht eines segementspzeifischen WACC führt zu empirisch belegten Fehlentscheidungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Beiträge in T-Zeitschriften (5/6)

Ausfallrisiko

- Erel/Myers/Read, JFE 2015: APV-Ansatz für Investitionsentscheidungen bei Banken unter Beachtung von Kosten des Risikokapitals und des Ausfallrisikos
- Friewald/Wagner/Zechner, JF 2014: Zusammenhang zwischen den Risikozuschlägen bei Eigen- und Fremdkapital
- Glover, JFE 2016: Ausfallkosten für ein Durchschnittsunternehmen sind höher als die empirisch beobachtbaren Werte für insolvente Unternehmen, da besonders gefährdete Unternehmen die Verschuldung niedrig halten.
- Hackbarth/Haselmann/Schoenherr, RFS 2015: Geringere Risikozuschläge bei Eigenkapital und höhere bei Fremdkapital nach einer die Eigentümer stärkenden/Gläubiger schwächenden Reform des Insolvenzrechts

Bewertungsrelevante Überschüsse

- Altschuler/Chen/Zhou, RAST 2015: Bedingungen, zu denen Analysten mehr private Informationen vor der Veröffentlichung einer Managementprognose sammeln.
- Caylor et al., JBFA 2015: Zur Verarbeitung von revidierten Gewinnerwartungen und Gewinnüberraschungen durch Analysten und Investoren
- Lai, RAST 2015: Zur Abbildung von Wachstum in RI-Modellen
- Mao/Yu, RAST 2015: Aufnahme von Cashflow-Prognosen von Analysten führt zu geringeren Prüfungskosten und geringerer Verzögerung bei der Erstellung von Prüfungsberichten

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Beiträge in T-Zeitschriften (6/6)

Steuern

- Diller/Theelen, DBW 2014: Relevanz rechtsformabhängiger Steuereffekte bei Akquisitionszielen in Deutschland
- Doidge/Dyck, JF 2015: Einfluss einer unerwarteten Besteuerung auf den Marktwert und Finanzierungs- und Ausschüttungsentscheidung „Halloween Massacre“.
- Heider/Ljungqvist, JFE 2015: Steuervorteile (Tax Shields) – Reaktion auf Steueränderungen; Bestätigung dynamische Tradeoff-Theorie
- Ott, DBW 2013: Steuerwirkungen alternativer Quellen der Unternehmensfinanzierung im langfristigen Vergleich

Branchen

- Abel/Moog/van Riesen & Matschke, BFuP 2015: Beiträge der forstwirtschaftlichen Literatur & Bewertung von Forstwirtschaften
- Jegadeesh/Kräussl/Pollet, RFS 2015: Erwartete Renditen und Risikomaße für Private Equity Fonds
- Sander, BFuP 2015: Bewertung von Arztpraxen

Liquidität

- Albuquerque/Schroth, JF 2015: Schätzung der Wertabschläge beim Verkauf von Mehrheitsanteilen aus Liquiditätsgründen
- Bessembinder/Hao/Zheng, JF 2015: Vertragsmodellierung zur Erhöhung der Liquidität des Handels einer Aktie

Eigentümerorientierung bzw. Agency-Theorie

- Arikan/Stulz, JF 2016: Akquisition und Diversifikation in Abhängigkeit von der erreichten Stufe im Unternehmenslebenszyklus
- Campbell/Galpin/Johnson, JFE 2016: Management-Incentivierung auch über Fremdkapital
- Feltham/Hofmann/Indjejikian, AR 2016: Einfluss der Zurechnung von Performance-Beiträgen auf die Organisationsform

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Agenda

1. Einführung
2. Aktuelle Beiträge in
   a) …T-Zeitschriften
   b) …P-Zeitschriften
3. Zwischenergebnisse
4. Disziplinabhängige Lösungsvorschläge in W-Zeitschriften – Eigenkapitalkosten
5. Theorieverarbeitung in P-Zeitschriften – Bewertung bei ausfallbedrohtem Fremdkapital
6. Folgerungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

P-Zeitschriften (1/4)

Bewertungsmethoden

- Barney, VE 2015 (2x): Plädoyer für Heuristiken (hier: Scoring-Modell mit gewichteten Durchschnitten) am Beispiel von Multiplikatoren und eines Preisabschlags wegen mangelnder Kontrolle und Marktfähigkeit.
- Casey/Kassa/Schaberl, VE 2015: Zur empirisch getesteten Leistungsfähigkeit von Multiples
- Barcelona, JACF 2015, bzw. Naylor et al. JACF 2015: Realoptionen zur Bewertung von Cashflows aus Projekten im Bereich erneuerbare Energien bzw. Auslandsinvestitionen
- Schüler, CF 2015: DCF-Baukasten – Anwendung des Marktwertadditivitätsprinzips zur Kategorisierung und Vorbereitung der Erweiterung der DCF-Bewertung
- Kasperzak/Bastini, WPg: Zum Liquidationswert als Wertuntergrenze – Sicht der Betriebswirtschaftslehre vs. Rechtsprechung
- Ruiz de Vargas/Zollner, BP 2015: Zur Ermittlung des Liquidationswerts

Bewertungsobjekt

- Hollenwaeger, CF 2015: Einflussfaktoren auf den Wertabschlag vom Net Asset Value von börsennotierten Private-Equity-Unternehmen
- Klönne/Weber, BP 2015: Zur Bewertung von Fussballstadien
- Schwetzler, CF 2015: Zur Auswirkung auf Basel III auf den Wert des Eigenkapitals von Banken; zur Bankenbewertung auch Gehrmann, CF 2015.

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

P-Zeitschriften (2/4)

Diskontierungssatz

Parameter (v. a. Marktrisikoprämie)

- Abuaf, JACF 2015: (Sehr) Pragmatische Schätzung von EK-Kosten aus Marktrisikoprämie und CDS-Spreads
- Bertram/Castedello/Tschöpel, CF 2015: Marktrisikoprämie in der Krise
- Beumer, CF 2015: Implizite Marktrisikoprämie – Bestandsaufnahme und eigene Berechnung
- Horn et al. CF 2015: Ansatz zur Länderrisikoprämie basierend auf Ratings und CDS Spreads
- Elsner/Krumholz, CF 2015, Schosser, CF 2015: Mit einem Beitrag von Elsner/Krumholz in CF 2014 beginnende Diskussion um den Schattenzins als „zusätzlichen Orientierungspunkt“ für die risikolose Rendite
- Knoll/Kruschwitz/Löffler, BP 2015: Fehlerquellen bei der Diskontierung wegen der Konvexität der Barwertfunktion

Bestandsaufnahmen

- Zwirner/Zimny, CF 2015: Erhebung der beim Goodwill-Impairment-Test eingesetzten Kapitalisierungszinssätze
- Rowoldt/Pillen, CF 2015: Auswertung der für Goodwill-Impairment-Tests und für die wertorientierte Steuerung eingesetzten Eigenkapitalkosten
- Laschewski, WPg 2015: Ermessensspielräume im IAS 36 bei der Bestimmung von Kapitalkosten

- Meier/Esmatyar, CF 2015: Empirische Untersuchung des Einflusses von Managementoptimismus auf die Kapitalkosten und die Kapitalstruktur

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

P-Zeitschriften (3/4)

Ausfallrisiko

- Ballwieser/Friedrich, CF 2015: Anmerkungen u. a. zur Abbildung des Insolvenzrisikos
- Behling, BP 2015: u. a. Tax Shields und Insolvenzkosten gibt es nicht, da schon eingepreist.
  Zum Umgang mit Insolvenzkosten und Ausfallrisiko zuvor schon
  - Enzinger/Pellet/Leitner, BP 2014;
  - Koziol/Treuter, BP 2014.
- Bosse, WPg 2015 (2x): Zur Berücksichtigung des Ausfallrisikos bei der Bewertung von Finanzinstrumenten
- Gleißner, WPg 2015 (2x): Vermisst im IDW-Praxishinweis zur Bewertung von KMU die Berücksichtigung rating-abhängiger Kapitalkosten und Ausfallwahrscheinlichkeiten; schlägt einen selbsterstellten Ansatz zur Risikoabgeltung vor

Bewertungsrelevante Überschüsse

- Babbel, CF 2015: Ableitung impliziter Wachstumsraten (bei gegebenen Eigenkapitalkosten)
- Espahbodi[3], FAJ 2015: Regulierung (v. a. SOX) führte nicht zu einer Verbesserung der Prognosegenauigkeit von Finanzanalysten.
- Knoll, CF 2016: Zur Rentenphase: Eingeschwungener Zustand und/oder Wertneutralität
- Knoll vs. Schultze/Fischer, WPg 2015: Diskussion der im Ausschüttungsquote und Reinvestitionsrendite ausgehend vom IDW S1
- Ruiz de Vargas/Breuer, BP 2015 (2x): Globales CAPM; Wechselkursprognose mit Terminkursen.

Managementinstrumente und -aufgaben und Unternehmenswert

- Ahmad/von Helfenstein, VE 2015: Einfluss von interner Revision und Risikomanagement auf den Unternehmenswert
- Hoyt/Liebenberg, JACF 2015: Einfluss von Enterprise Risk Management auf den Unternehmenswert

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

P-Zeitschriften (4/4)

Steuern & andere rechtliche Rahmenbedingungen

- Alfonsi/McGrail & von Helfenstein, VE 2015: Einfluss der Rechtsform auf die Unternehmensbewertung
- Barr, VE 2015: Zur Relevanz der Einkommensteuer bei Unternehmenskäufen (Einfluss der Rechtsform)
- Behling, CF 2015: Steuervorteile werden eingepreist, Hammer et al., CF 2014, irren; Hammer et al., CF, 2015: Nein
- Kohl, WPg 2015: Zur Relevanz persönlicher Verhältnisse (z. B. Verfügungsbeschränkungen) bei der Anteilsbewertung
- Schüler, CF 2015: Wertorientierte Steuerung und Steuern

Theorie und/vs. Praxis

- Jenkins/Mard, VE 2015 (2x): Bedingungen für die Zulässigkeit von wissenschaftlichen Methoden für den Sachverständigenvortrag vor Gericht (Daubert-Kriterien)
- Kruschwitz, CF 2015: „Wissenschaft und Praxis in der Unternehmensbewertung: Wie weit liegen Bewertungstheorie und -praxis auseinander?“
- Gleißner, CF 2015, und Kruschwitz/Löffler, CF 2015: Diskussion um Preis und Wert (und mehr) ausgelöst durch die Kritik von KL am Total Beta

CF: zudem einige Beiträge von Beratungs- und Prüfungsunternehmen über eigene Studien, Beiträge zur Rechtsprechung, zu Kursreaktionen auf ausgewählte Ereignisse, Übersichten zu branchenspezifischen Multiplikatoren- und Betawerte

BP: zudem Beiträge zur Kaufpreis- und Honorarverhandlung, Rechtsprechung, Excel-Umsetzung, Multiplikatorausprägungen

VE: zudem eine Reihe von für den Bewerter relevanten Detailfragen (Bemessung Schmerzensgeld; Rolle des Sachverständigen; Rechtsprechung; Steuern; Bewertung von Praxen)

JACF, Spring 2015: Themenheft „Sustainability and shareholder value“; JACF, Summer 2015: Themenheft zu aktivistischen Investoren.

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Agenda

1. Einführung
2. Aktuelle Beiträge in
   a) …T-Zeitschriften
   b) …P-Zeitschriften
3. Zwischenergebnisse
4. Disziplinabhängige Lösungsvorschläge in W-Zeitschriften – Eigenkapitalkosten
5. Theorieverarbeitung in P-Zeitschriften – Bewertung bei ausfallbedrohtem Fremdkapital
6. Folgerungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Zwischenergebnisse der Sichtung ausgewählter, aktueller Literatur (1/3)

Bewertungsmethoden

- T: Methodendiskussion in Deutschland, nicht im angelsächsischen Raum; Methodenvergleich, keine Methodeninnovation
- P: Vereinfachte Methoden; Liquidationswertermittlung zumindest diskussionswürdig; Modethema Realoptionen hallt nach.

Diskontierungssatz - Methode

- T: Wettstreit empirisch basierter Methoden zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten (s. Abschnitt 4)
- P: CAPM

Diskontierungssatz – Parameter

- T: Beta, MRP
- P: i, MRP

Diskontierungssatz – Treiber

- T: Rechnungslegungsdaten und –qualität, Reputation u. a.
- P: -; mit einer Ausnahme

Diskontierungssatz – Bestandsaufnahmen

- T: Empirische Berechnung; Gutachtenpraxis
- P: Anwendung mal mit, mal ohne theoretischer Einordnung

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Zwischenergebnisse der Sichtung ausgewählter, aktueller Literatur (2/3)

Wertrelevanz (im weiten Sinne)

- T: Wertrelevanz von Rechnungslegungsdaten intensiv bearbeitet
- P: vereinzelte Arbeiten zur Wertrelevanz von Managementinstrumenten

Informationsverarbeitung

- T: durch Finanzanalysten

Ausfallrisiko

- T: Technische Fragen zum Umgang mit Risikomessung und Risikokompensation; empirische Quantifizierung von Risikoprämien und Insolvenzkosten
- P: Theorieverarbeitung und versuchte Weiterentwicklung normativer Theorie (s. Abschnitt 5)

Bewertungsrelevante Überschüsse

- T: aus unternehmensexterner Perspektive (Analysten) zur Informationsverarbeitung und deren Konsequenzen
- P: Umsetzung: v. a. Endwert (Terminal Value)

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Zwischenergebnisse der Sichtung ausgewählter, aktueller Literatur (3/3)

Steuern

- T: v. a. Einfluss von Steuern auf Managemententscheidungen; Verbindung zu Kapitalstrukturtheorien
- P: Rechtsformabhängige Steuereffekte; versuchter Theoriebeitrag (s. Abschnitt 5)

Bewertungsobjekt

- T & P: v. a. Branchenspezifika

Eigentümerorientierung bzw. Agency-Theorie

- T: Empirische Überprüfung anhand von Akquisitionen; konzeptionelle Beiträge zur erfolgsabhängigen Entlohnung

Theorie vs. Praxis: in deutschen P-Zeitschriften

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Agenda

1. Einführung
2. Aktuelle Beiträge in
   a) …T-Zeitschriften
   b) …P-Zeitschriften
3. Zwischenergebnisse
4. Disziplinabhängige Lösungsvorschläge in W-Zeitschriften – Eigenkapitalkosten
5. Theorieverarbeitung in P-Zeitschriften – Bewertung bei ausfallbedrohtem Fremdkapital
6. Folgerungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Erwartete Renditen der Eigentümer bzw. Eigenkapitalkosten

- Eigenkapitalkosten interessieren aktuell sowohl T- als auch P-Literatur. Allerdings differieren die Blickwinkel:
  - T: Methoden zur empirischen Schätzung (Schätzung über Internen Zinsfuß, Mehrfaktorenmodelle) der Renditen bzw. einzelner Parameter; Erhebungen zur praktischen Bestimmung; Vorschläge zur praktischen Bestimmung
  - P: Quantifizierung von Eigenkapitalkosten; Umgang mit als ungewöhnlich empfundenen Ausprägungen; methodische Grundlage ist das CAPM.

- Innerhalb T:
  - Accounting: v. a. Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten
  - Finance: v. a. Mehrfaktorenmodelle

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten

- Idee: x-Ansatz zur Ermittlung des internen Zinsfußes

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} E\left[CF_t\right] \prod_{\tau=1}^{t} \left(1 + x_\tau\right)^{-1}$$

- Umsetzung: Dividend Discount Model, Residualgewinnansatz, Abnormal Earnings Growth (vgl. die Literaturübersicht bei Echterling/Eierle/Ketterer 2015).
- Überschuss gewonnen aus Analystenschätzungen; hohe Relevanz des Endwerts (Terminal Value) und damit der angenommenen Wachstumsrate, gemildert durch Konvergenzphase
- Auch Gegenstand aktueller P-Beiträge: Beumer, CF 2015; Bertram/Castedello/Tschöpel, CF 2015.
- Modelle zur Lösung der IRR-Gleichung ohne Analystenschätzung – Lösen einer Gleichung mit zwei Unbekannten (Li/Mohanram, RAST 2014; dazu Feng, RAST 2014).
- Akzeptanz der impliziten Eigenkapitalkosten als abhängige Variablen (z. T. mehrere Versionen oder Durchschnitt)
- Fragen:
  - Wieso sollte der Diskontierungssatz konstant sein, wenn man aus einer Reihe von Gründen auf periodenabhängige Diskontierungssätze stößt?
  - Wie geht man mit dem Problem um, dass Finanzanalysten mit den von ihnen erwarteten Überschüssen nicht etwa das Aktienpreisniveau am Stichtag, sondern einen vom Stichtagskurs regelmäßig abweichenden Zielkurs begründen?
  - Wie vertrauenswürdig sind die geschätzten Eigenkapitalkosten, wenn Finanzanalysten die von Ihnen prognostizierten Überschüsse mit anderen Diskontierungssätzen abgezinst haben?
  - …

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Erwartete Rendite der Eigentümer - Mehrfaktorenmodelle

- Fama/French, JFE 1993:

$$r_t - i_t = a + b\left(r_{M,t} - i_t\right) + s \cdot \underbrace{SMB_t}_{\substack{\text{Small minus big} \\ \text{Differenz der Renditen} \\ \text{auf die nach Buchwert/Marktwert} \\ \text{differenzierten Portfolios kleiner Aktien} \\ \text{zu denen auf die...großer Aktien}}} + h \cdot \underbrace{HML_t}_{\substack{\text{High minus low} \\ \text{Differenz der Renditen} \\ \text{der (nach Größe} \\ \text{differenzierten Portfolios) Aktien} \\ \text{mit überdurchschnittl Buchwert/Marktw.-Ratio} \\ \text{zu denen der... Aktien mit unterdurchschn...}}} + e_t$$

- Carhart, JF 1997: Erweiterung um vierte Variable PR1Y (Renditemomentum)
- Dtl.: Artmann et al., sbr 2012: kein Größen- oder Buchwert/Marktwert-Effekt, aber Momentum-Effekt (Carhart); keines der untersuchten Modelle (CAPM, FF3, FFC4) schneidet bei allen Überprüfungen gut ab; am besten Carhart. Hanauer et al., BFuP 2013: Momentum trägt nur marginal bei; Mehrfaktoren- besser als Einfaktorenmodell.
- Fama/French, JFE 2015: 5 Faktoren, zusätzlich RMW (robust minus weak; ROE) & CMA (conservative minus aggressive; Wachstum ΔTA); u. U. sei auch ein 4-Faktorenmodell ohne HML ausreichend.
- FF 1993, 53: „Without a theory that specifies the exact form of the state variables or common factors in return, the choice of any particular version of the factors is somewhat arbitrary. Thus detailed stories for the slopes and average premiums associated with particular versions of the factors are suggestive, but never definitive.“

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Agenda

1. Einführung
2. Aktuelle Beiträge in
   a) …T-Zeitschriften
   b) …P-Zeitschriften
3. Zwischenergebnisse
4. Disziplinabhängige Lösungsvorschläge in W-Zeitschriften – Eigenkapitalkosten
5. Theorieverarbeitung in P-Zeitschriften – Bewertung bei ausfallbedrohtem Fremdkapital
6. Folgerungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Steuereffekte und Insolvenzkosten sind irrelevant (Behling, BewP 2015, CF 2015; dazu Hammer et al., CF 2015).

„Der werterhöhende Effekt von Tax Shields soll darauf beruhen, dass Zinszahlungen im Gegensatz zu Dividenden steuerlich absetzbar sind“. Das ist falsch.

Fall ohne „finanzierungsbedingtem Insolvenzrisiko“, gemeint ist: ohne Insolvenzkosten

Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung (V_E) 900; Fremdkapital (FK) 400; einfache Gewinnsteuer s = 25%; Barwert der Steuervorteile (V_{St}) 100; Marktwert Eigenkapital 600

Man erwartet für die Wertdifferenz zwischen einer eigen- und einer anteilig fremdfinanzierten Version des Unternehmens:

$$(E+FK)-V_E=V_{St}=100=(600+400)-900$$

Das sei aber nicht so, die Steuervorteile werden „wegarbitragiert“:

$$(E+FK)-V_{E,Behling}=V_{St}=0=(600+400)-1.000$$

Fall mit „finanzierungsbedingtem Insolvenzrisiko“ (Insolvenzkosten = 150)

Man erwartet :

$$(E+FK-Ins.k.)-V_E=V_{St}-Ins.k.=-50=(600+400-150)-900$$

Das sei aber nicht so, auch die Insolvenzkosten werden „wegarbitragiert“:

$$(E+FK)-V_{E,Behling*}=V_{St}=0=(600+400)-(1.050+100-150)$$

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Nein, sind sie nicht.

- Wenn ein am Bewertungsstichtag eigenfinanziertes Unternehmen plant, künftig Fremdkapital aufzunehmen, ist der Barwert der Steuereffekt bereits in t = 0 positiv. Wenn es das nicht plant, bleibt es beim Wert bei Eigenfinanzierung.
- Welche Verschuldungshöhe nebst den resultierenden Steuervorteilen wird eigentlich eingepreist? Der (zu definierende) optimale Verschuldungsgrad? Vollständige Fremdfinanzierung?
- Würden alle Wertpotentiale immer eingepreist oder „wegarbitragiert“, dann gebe es keine Anreize mehr, vorteilhafte Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungsentscheidungen zu treffen.
- Agency-Kosten würden null betragen ↔ Agency-Probleme wären aber noch da.
- Wettbewerbsvorteile sind irrelevant ↔ Wettbewerbsnachteile würden deswegen aber nicht verschwinden.
- …

- Behling bezieht sich auf Beiträge von Enzinger et al. und Koziol.

Bewertung bei ausfallbedrohten Fremdkapital - man braucht „Wertabschlag Credit Spread“, WACS (Enzinger et al., BewP 2014).

- Bewertung mit dem Adjusted-Present-Value-Ansatz:

$$E_0 = V_{E,0} + \underbrace{\sum_{t=1}^{n} s \cdot E\left[ZA_t\right] \prod_{\tau=1}^{t} \left(1+k_{St,\tau}\right)^{-1}}_{\substack{\text{Barwert der erwarteten Steuereffekte} \\ \text{auf den Zinsaufwand (ZA) bei Diskontierung mit } k_{St}}} - \underbrace{F_0}_{\substack{\text{Barwert der} \\ \text{erwarteten Zins-} \\ \text{und Tilgungszahlungen}}}$$

- APV-Bewertung nach dem Verständnis von Enzinger et al. im Rentenfall (Wachstumsrate g) und wertabhängiger Finanzierungspolitik:

$$E_0 = V_{E,0} + \frac{s \cdot k_{FK} FK_0}{k-g} - FK_0$$

Annahmen & Unterstellungen:

- APV kennt den Unterschied zwischen der erwarteten Rendite der FK-Geber (k_{FK}) und dem Verschuldungszinssatz (i_V) nicht.
- Barwert der erwarteten Zins- und Tilgungszahlungen = Nominalwert des Fremdkapitals.
- Die Wachstumsrate gilt für Eigen- und Fremdfinanzierung (& Ausfallrisiko).

- Lösungsvorschlag:

$$E_0 = V_{E,0} + \frac{s \cdot k_{FK} FK_0}{k-g} - \frac{\left(i_V - k_{FK}\right)\left(1-s\right) FK_0}{k-g} - FK_0$$

$$\Leftrightarrow E_0 = V_{E,0} + \frac{s \cdot i_V FK_0}{k-g} - \frac{\left(i_V - k_{FK}\right) FK_0}{k-g} - FK_0$$

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Nein, braucht man nicht.

- Dass man zwischen erwarteter Rendite der Fremdkapitalgeber, d. h. dem Zinssatz zur Diskontierung der erwarteten Zins- und Tilgungszahlungen, und dem Verschuldungszinssatz, verstanden als Vertragszinssatz, unterscheiden muss, ist klar.
- Man darf einem Ansatz keinen Fehler unterstellen, der sogar „modellinhärent“ sein soll, den man bei aufgeklärter Anwendung nicht begeht.
- Der Marktwert des Fremdkapitals i. S. d. Barwerts der erwarteten Zins- und Tilgungszahlungen kann im von den Autoren unterstellten Rahmen nicht dem Nominalwert entsprechen.
- Der erwartete Zinsaufwand kann im von den Autoren unterstellten Rahmen nicht dem vertragskonformen Zinsaufwand entsprechen.
- Formelapparat unterstellt atmende Finanzierungspolitik, die im Zahlenbeispiel nicht durchgehalten wird.
- Das Zusammenspiel von einheitlicher Wachstumsrate und Ausfallrisiko wird nicht diskutiert.
- Der implizierte Zusatzterm kann den Unterschied zwischen F und FK nicht ausgleichen.

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Insolvenzkosten kann man an den WACC ankleben (Koziol/Treuter, BewP 2014 & Koziol, RQFinAcc 2014).

Anpassung der gewichteten Gesamtkapitalkosten (WACC) an Ausfallrisiko (k_{EK} Eigenkapitalkostensatz; k_{FK} Fremdkapitalkostensatz):

Startpunkt der Fall ohne Ausfallrisiko:

$$WACC = k_{EK}\frac{E}{V_F} + k_{FK}(1-s)\frac{FK}{V_F}$$

$$(I)\quad V_{F,t}(1+WACC) = E\left[FCF_{t+1}\right] + E\left[V_{F,t+1}\right]$$

Überleitung in den Fall mit Ausfallrisiko (Ausfallwahrscheinlichkeit p, Insolvenzkosten α , Verschuldungszinssatz i_V):

$$(II)\quad V_{F,t}\left[1+\underbrace{k_{EK}\frac{E}{V_F} + k_{FK}(1-s)\frac{FK}{V_F}}_{WACC}\right] = E\left[FCF_{t+1}\right] + E\left[V_{F,t+1}\right] - \underbrace{(1-p)s\cdot i_V\frac{FK}{V_F}}_{\text{Steuervorteil im Nicht-Insolvenzfall}} + \underbrace{p\cdot\alpha}_{\text{Insolvenzkosten im Insolvenzfall}}$$

(I) und (II) nach FCF (oder $V_{F,t+1}$) auflösen, führt zu:

$$WACC = k_{EK}\frac{E}{V_F} + k_{FK}(1-s)\frac{FK}{V_F} - (1-p)s\cdot i_V\frac{FK}{V_F} + p\cdot\alpha$$

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Nein, kann man nicht.

Fehler

- Herleitung unterstellt einen vom Insolvenzrisiko unabhängigen Unternehmensgesamtwert V_F. Dann ist das Insolvenzrisiko aber irrelevant, was aber mit einem Ausfallszenario und positiven Insolvenzkosten unvereinbar ist.
- Der Steuervorteil der Fremdfinanzierung wird doppelt abgezogen.
- Der Steuervorteil der Fremdfinanzierung darf nicht auf die erwartete Rendite der Fremdkapitalgeber (k_{FK}) bezogen werden.
- Buchwert und Marktwert des Fremdkapitals können nicht übereinstimmen.
- Insolvenzkosten sind nicht der Kreditausfall (Loss Given Default) und nicht die Restzahlung; letzteres unterstellt die Formulierung von KT.

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Einige Anmerkungen zur Bewertung bei ausfallbedrohtem Fremdkapital

- Missachtung des Mehrwertigkeitsprinzips hat Konsequenzen:
  - Ausfallrisiko bleibt unbemerkt.
  - Die Differenz zwischen Barwert der erwarteten Kapitaldienste und Nominalwert des Fremdkapitals wird nicht erkannt.
  - Das Fremdkapital und in der Folge das Eigenkapital werden falsch bewertet.
  - Absehbare Gläubigerreaktionen werden zu Überraschungen.
- Die Gleichsetzung von Barwert und Nominalwert des Fremdkapitals setzt risikokompensierende Verschuldungszinssätze voraus, die i. d. R. nicht mit den Diskontierungssätzen für den erwarteten Kapitaldienst übereinstimmen.
- Der Übergang von den Eigenkapitalkosten bei Eigenfinanzierung zu denen bei Fremdfinanzierung und zurück und damit auch die Betaumrechnung kann zumeist nicht mit Formeln erfolgen, die den Steuervorteil im Rentenfall unterstellen.
- Das Debt Beta bezieht sich weder auf den Vertragszinssatz noch – von Ausnahmen abgesehen – auf die Yield to Maturity, sondern auf den Fremdkapitalkostensatz (erwartete Rendite der Gläubiger).

Vgl. zum Problem z. B. Drukarczyk/Schüler (2016), Kapitel 12, 13, m. w. N.

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Fallunterscheidung: Barwert der erwarteten Zins- und Tilgungszahlungen vs. Nominalwert des Fremdkapitals

	Kein Ausfallrisiko	Ausfallrisiko
Vertragszinssatz < risikolose Rendite (i)	Barwert FK > Nominalwert FK	
Vertragszinssatz = i	Barwert = Nominalwert	Barwert > Nominalwert
Vertragszinssatz > i	Barwert < Nominalwert	Risikokompensierender Vertragszinssatz > Vertragszinssatz Barwert < Nominalwert
		Risikokompensierender Vertragszinssatz = Vertragszinssatz Barwert = Nominalwert
		Risikokompensierender Vertragszinssatz < Vertragszinssatz Barwert > Nominalwert

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Agenda

1. Einführung
2. Aktuelle Beiträge in
   a) …T-Zeitschriften
   b) …P-Zeitschriften
3. Zwischenergebnisse
4. Disziplinabhängige Lösungsvorschläge in W-Zeitschriften – Eigenkapitalkosten
5. Theorieverarbeitung in P-Zeitschriften – Bewertung bei ausfallbedrohtem Fremdkapital
6. Folgerungen

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Folgerungen

- Unternehmensbewertung ist unverändert von hoher Relevanz für Theorie und Praxis.
- T-Zeitschriften: mehrheitlich empirische Forschung.
- Erkenntnisse normativer Forschung sind für empirische Forschung aufgrund von Datenproblemen nur eingeschränkt umsetzbar.
- Freihändige Theorieerweiterungen in P-Zeitschriften erschweren die Diskussion.
- Klarstellungen als nachträglicher Review-Prozess wichtig; setzt Verständnis für Probleme praktischer Anwendung voraus.
- Diskussion in P-Zeitschriften wichtig, um Anwendungsprobleme erkennen und diskutieren zu können. Liefert Anregungen für Forschungsarbeiten.

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)

Literaturverzeichnis

Abel, P./Moog, M./van Riesen, S. (2015): Beiträge forstlicher Autoren zur Ideengeschichte der Unternehmensbewertung. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 67. Jg., H. 3, S. 227-239.

Abuaf, N./Ramirez, S./Co. (2015): Valuing Emerging Market Equities – A Pragmatic Approach Based on the Empirical Evidence. In. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 27, H. 1, S. 71-88.

Ahmad, H. I./von Helfenstein S. (2015): Internal Audit, ERM and Valuation. In: The Value Examiner, H. 2, S. 16-20.

Albuquerque, R./Schroth, E. (2015): The Value of Control and the Costs of Illiquidity. In: The Journal of Finance, Vol. 80, H. 4, S. 1405-1455.

Altschuler, D./Chen, G./Zhou, J. (2015): Anticipation of management forecasts and analysts' private information search. In: Review of Accounting Studies, Vol. 20, H. 2, S. 803-838.

Arikan, A. M./Stulz R. M. (2016): Corporate Acquisitions, Diversification, and the Firm's Life Cycle. In: The Journal of Finance, Vol. 81, H. 1, S. 139-193.

Artmann, S. et al. (2012): The Cross-Section of German Stock Returns: New Data and New Evidence. In: sbr, 64. Jg., S. 20-43.

Babbel, M. (2015): Challenging stock prices: Aktienpreise und implizite Wachstumserwartungen. In: Corporate Finance, 6 Jg., H. 9, S. 316-323.

Ballwieser, W./Friedrich, T. (2015): Peers, Marktrisikoprämie und Insolvenzrisiko: Einige Anmerkungen zu drei Problemen der Unternehmensbewertung. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 12, S. 449-457.

Barcelona, R. G. (2015): Renewable Energy with Volatile Prices: Why NPV Fails to Tell the Whole Story. In: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 27, H. 1, S. 101-109.

Barney, G. W. (2015): Part One: Introduction to Heuristics. In: The Value Examiner, H. 1, S. 20-23.

Barney, G. W. (2015): EUREKA! Exploring the Use of Heuristics as a Valuation Tool. Part Two. In: The Value Examiner, H. 3, S. 18-23.

Barr, E. J. (2015): Valuing Pass-Through Entities Using the Guideline Public Company Method. The Value Examiner, H. 1, S. 12-18.

Barr, E. J. (2015): What to Consider When Using Guideline Transaction Data. The Value Examiner, H. 5, S. 16-19.

Behling, K. (2015): Steuervorteile aus Fremdfinanzierung: Kaum "Treibstoff" für Private Equity-Renditen. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 4, S. 102-106.

Behling, K. (2015): Kapitalstrukturrisiko und Tax shields. In: BeratungsPraktiker, 10. Jg., H. 1, S. 18-26.

Berk, J. B./van Binsbergen, J. H. (2016): Assessing asset pricing models using revealed preference. In: Journal of Financial Economics, Vol. 199, H. 1, S. 1-23.

Bernstein, P. L. (2015): What Rate of Return Can You Reasonably Expect… or What Can The Long Run Tell Us about the Short Run? In: Financial Analysts Journal, Vol. 71, H. 1, S. 35-42.

Bertram, I./Castedello, M./Tschöpel, A. (2015): Überlegungen zur Marktrendite und zur Marktrisikoprämie. In: Corporate Finance, 6. Jg., H.12, S. 468-473.

Bessembinder, H./Hao, J./Zheng, K. (2015): Market Making Contracts, Firm Value, and the IPO Decision. In: The Journal of Finance, Vol. 80, H. 5, S. 1997-2028.

Beumer, J. (2015): Implizite Marktrisikoprämien – Konsistente Ermittlung und Anwendung. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 9, S. 330-344.

Blanco, B./Garcia Lara, J./Tribo, J.A. (2015): Segment Disclosure and Cost of Capital. In: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 42, H. 3-4, S. 367-411.

Bosse, M. (2015): IFRS-9-konforme Modellierung der Ausfallwahrscheinlichkeit – für das neue Wertminderungsmodell nach IFRS. In: WPg, 68. Jg., H. 14, S. 720-733.

Bosse, M. (2015): IFRS-9-konforme Modellierung von Loss Given Default und Exposure at Default – Verwendung aufsichtsrechtlicher Größen für das neue Wertminderungsmodell nach IFRS. In: WPg, 68. Jg., H. 15, S. 768-777.

Branger, N./Kraft, H./Meinerding, Ch. (2016): The Dynamics of Crises and the Equity Premium. In: The Review of Financial Studies, Vol. 29, H. 1, S. 232-270.

Literaturverzeichnis

Campbell, T. C./Galpin, N./Johnson, S. A. (2016): Optimal inside debt compensation and the value of equity and debt. In: Journal of Financial Economics, Vol. 119, H. 2, S. 336-352.

Campbell, J. L., Downes, J. F./Schwartz Jr., W. C. (2015): Do sophisticated investors use the information provides by the fair value of cash flow hedges? In: Review of Account Studies, Vol. 20, H. 2, S. 934-975.

Cao, Y./Myers, J. N./Omer, T. C. (2015): Company reputation and the cost of equity capital. In: Review of Account Studies, Vol. 20, H. 1, S. 42-81.

Carhart, M. M. (1997): On persistence in mutual fund performance. In: Journal of Finance, Vol. 52, S. 57–82.

Casey, R./Kassa, H./Schaberl, P. (2015): Publicly Traded Firms: Accounting Metrics' Relationship with Price. In: The Value Examiner, H. 3, S. 10-16.

Castedello, M./Schöniger, S. (2016): Kapitalkosten im Spannungsfeld zwischen Rendite und Risiko. In: Corporate Finance, 7. Jg., H. 1-2, S. 35-37.

Caylor, M. L./Christensen, T. E./Johnson, P. M./Lopez, T. J. (2015): Analysts' and Investors' Reactions to Consistent Earnings Signals. Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 42, H. 9-10, A. 1041-1074.

Chen, Y./Truong, C./Veeraraghavan, M. (2015): CEO Risk-Taking Incentives and the Cost of Equity Capital. In: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 42, H. 7-8, S. 915-946.

Ciftci, M./Darrough, M. (2015): What Explains the Valuation Difference between Intangible-intensive Profit and Loss Firms? In: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 42, H. 1-2, S. 138-166.

Courteau, L./Kao, J. L./Tian, Y. (2015): Does Accrual Management Impair the Performance of Earnings-Based Valuation Models? In: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 42, H. 1, S. 101-137.

Diller, M./Theelen, Th. (2014): Do tax-induced share-deal price discounts exist? In: DBW, 74. Jg., H. 4, S. 215-236.

Dimson, E./Rousseau, P. L./Spaenjers, C. (2015): The price of wine. In: Journal of Financial Economics, Vol. 118, H. 2, S. 431-449.

Doidge, C./Dyck, A. (2015): Taxes and Corporate Policies: Evidence from a Quasi Natural Experiment. In: The Journal of Finance, Vol. 80, H. 1, S. 45-89.

Drukarczyk, J./Schüler, A. (2016): Unternehmensbewertung, 7. Auflage, München.

Echterling, F./Eierle, B./Ketterer, S. (2015): A review of the literature on methods of computing the implied cost of capital. In: International Review of Financial Analysis, Vol. 42, S. 235-252,

Elsner, S./Krumholz, H.-C. (2015): Ergänzende Erläuterungen zur Bestimmung des Basiszinses in der Unternehmensbewertungspraxis. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 7-8, S. 276-278.

Elsner, S./Krumholz, H.-C.(2013): Corporate valuation using imprecise cost of capital. In: Journal of Business Economics, Vol. 83, H. 9, S. 985-1014.

Enzinger, A./Pellet, M./Leitner, M. (2014): Der Wertabschlag Credit Spread (WACS) beim APV-Verfahren. In: BewertungsPraktiker, 9. Jg., H. 4, S. 114-124.

Erel, I./Myers, S. C./Read, J. A. (2015): A theory of risk capital. In: Journal of Financial Economics, Vol. 118, S. 620-635.

Ernstberger, J./Werner, J.R. (2015): Die empirische Revolution in der akademischen Forschung – Folgen für das Verhältnis zwischen Wissenschaft und Praxis in der Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung. In: WPg, 68. Jg., H. 8, S. 383-393.

Espahbodi, H./Espahbodi, P./Espahbodi, R. (2015): Did Analyst Forecast Accuracy and Dispersion Improve after 2002 Following the Increase in Regulation? In: Financial Analysts Journal, Vol. 71, H. 5, S. 20-37.

Fama, E. F./French, K. R. (1993): Common risk factors in the returns on stocks and bonds. In: Journal of Financial Economics, Vol. 33, S. 3–56.

Fama, E./French, K. R. (2015): A five-factor asset pricing model. In: Journal of Financial Economics, Vol. 116, H. 1, S. 1-22.

Fama, E./French, K. R. (2016): Dissecting Anomalies with a Five-Factor Model. In: The Review of Financial Studies, Vol. 29, H. 1, S. 69-103.

Literaturverzeichnis

Feltham, G. A./Hofmann C./Indjejikian, R. J. (2016): Performance Aggregation and Decentralized Contracting. In: The Accounting Review, Vol. 91, H. 1, S. 99-117.

Feng, M. (2014): Discussion of "Evaluating cross-sectional forecasting models for implied cost of capital". In: Review of Accounting Studies, Vol. 19, S. 1186-1190.

Francis, B./Hasan, I./Wu, Q. (2015): Professors in the Boardroom and Their Impact on Corporate Governance and Firm Performance. In: Financial Management, Vol. 44, H. 3, S. 547-581.

Frank, M. Z./Shen, T. (2016): Investment and the weighted average cost of capital. In: Journal of Financial Economics, Vol. 119, H. 2, S. 300-315.

Friewald, N./Wagner, C./Zechner, J. (2014): The Cross-Section of Credit Risk Premia and Equity Returns. In: The Journal of Finance, Vol. 69, H. 6, S. 2419-2469.

Gehrmann, M. (2015): Growth or profitability to maximize firm value in the banking sector? In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 11, S. 428-432.

Gleißner, W. (2015): Börsenkurs und „wahrer Wert" in Abfindungsfällen – Aktien- versus Unternehmensbewertung, Anwendbarkeit des CAPM und Ertragsrisiko. In: WPg, 68. Jg., H. 2, S. 72-80.

Gleißner, W. (2015): Preis ist nicht Wert und Bewertung nicht Preisschätzung – verdeutlicht an der Kritik am Total Beta. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 5, S. 167-175.

Gleißner, W. (2015): Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts von KMU – Anregungen unter besonderer Berücksichtigung von Rating und Insolvenzwahrscheinlichkeit. In: WPg, 68. Jg., H. 17, S. 908-919.

Glover, B. (2016): The expected cost of default. In: Journal of Financial Economics, Vol. 119, H. 2, S. 284-299.

González-Urteaga, A./Rubio, G. (2016): The cross-sectional variation of volatility risk premia. In: Journal of Financial Economics, Vol. 119, H. 2, S. 353-370.

Hachmeister, D./Ruthardt, F./Autenrieth, M. (2015): Marktrisikoprämien am deutschen Kapitalmarkt. In DBW, 75. Jg., H. 3, S. 145-159.

Hachmeister, D./Ruthardt, F./Mager, C. (2015): Die Ermittlung des Risikozuschlags bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen – Eine Auswertung von Bewertungsgutachten, In: ZfbF, 67. Jg., S. 206-234.

Hackbarth, D./Haselmann, R./Schoenherr, D. (2015): Financial Distress, Stock Returns, and the 1978 Bankruptcy Reform Act. In: The Review of Financial Studies, Vol. 28, H. 6, S. 1810-1847.

Hammer, B./Knauer, A./Lahmann, A./Pflücke, M./Schwetzler, B. (2015): Steuervorteile aus Fremdfinanzierung – Ein Phantom? In: Corporate Finance, 6 Jg., H. 4, S. 107-110.

Hanauer, M./Kaserer, C./Rapp, M. S. (2013): Risikofaktoren und Multifaktormodelle für den deutschen Aktienmarkt. In: BFuP, 65. Jg., S. 469-492.

Harvey, C. R./Liu, Y./Zhu, H. (2016): …and the Cross-Section of Expected Returns. In: The Review of Financial Studies, Vol. 29, H. 1, S. 5-68.

Heider, F./Ljungqvist, A. (2015): As certain as debt and taxes: Estimating the tax sensitivity of leverage from state tax changes. In: Journal of Financial Economics, Vol. 118, H. 3, S. 684-712.

Hollenwaeger, S. (2015): Determinants of net asset value premia of listed private equity. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 10, S. 369-383.

Horn, M. P./Emmel, H./Schmidt, M./Gatzer, S. (2015): Estimating the Country Risk Premium. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 5, S. 157-166.

Hoyt, R. E./Liebenberg, A. P. (2015): Evidence of the Value of Enterprise Risk Management. In: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 27, H. 1, S. 41-47.

Literaturverzeichnis

Israeli, D. (2015): Recognition versus disclosure: evidence from fair value of investment property. In: Review of Accounting Studies, Vol. 20, H. 4, S. 1457-1503.

Jegadeesh, N./Kräussl, R./Pollet J. M. (2015): Risk and Expected Returns of Private Equity Investments: Evidence Based on Market Prices. In: Review of Financial Studies, Vol. 28, S. 3269-3302.

Jenkins, J./Mard, M. J. (2015): What the *Daubert* Test Means to a Financial Expert. Part One: The Impact on Florida and what it means to Financial Expert Witness. In: The Value Examiner. H. 3, S. 6-9.

Kasperzak, R./Bastini, K. (2015): Unternehmensbewertung zum Liquidationswert – Gesellschaftsrechtliche Anlässe, Rechtsprechung und Bemessung. In: WPg, 68. Jg., H. 6, S. 285-293.

Klobucnik, J./Sievers, S. (2013): Valuing high technology growth firms. In: Journal of Business Economics, Vol. 83, H. 9, S. 947-984.

Klönne, H./Weber, C. (2015): Bewertung von Fußballstadien vor dem Hintergrund des IDW S 10. In: BewertungsPraktiker, 10. Jg., H. 2, S. 62-71.

Knoll, L. (2016): Continuing Value in Disunion: Steady State of Value Neutrality? In: Corporate Finance, 7. Jg., H. 1-2, S. 33-34.

Knoll, L., (2015): Weltrelevanz des Ausschüttungsverhaltens bei objektivierter Unternehmensbewertung – Anmerkungen zum Beitrag von Schultze/Fischer, WPg 2013, S. 421-436. In: WPg, 6.8 Jg., H. 7, S. 327-331.

Knoll, L./Kruschwitz, L./Löffler, A. (2015): Zinszuschläge und Unternehmenswert: Vorsicht Konvexität! In: BewertungsPraktiker, 10. Jg., H. 2, S. 14-17.

Kohl, T., (2015): Unternehmensbewertung und persönliche Verhältnisse. In: WPg, 68. J., H. 21, S. 1130-1134

Koziol, C. (2014): A simple correction of the WACC discount rate for default risk and bankruptcy costs. In: Review of Quantitative Finance & Accounting, Vol. 42, S. 653-666.

Koziol, C./Treuter, T. (2014): Praktische Umsetzung des WACC-Ansatzes bei Ausfallrisiko. In: BewertungsPraktiker, 9. Jg., H.1, S. 5-11.

Krotter, S./Schüler, A. (2013): Empirische Ermittlung von Eigen-, Fremd- und Gesamtkapitalkosten: eine Untersuchung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. In: ZfbF, 65. Jg., S. 390–433.

Krüger, P./Landier, A./Thesmar, D. (2015): The WACC Fallacy*:* The Real Effects of Using a Unique Discount Rate. In: The Journal of Finance. Vol. 80, H. 3, S. 1253-1285.

Kruschwitz, L./Lodowicks, A./Löffler, A. (2005): Zur Bewertung insolvenzbedrohter Unternehmen. In: Die Betriebswirtschaft, 10. Jg., S. 221-236.

Kruschwitz, L. (2015): Wissenschaft und Praxis in der Unternehmensbewertung: Wie weit liegen Bewertungstheorie und –praxis auseinander? In: Corporate Finance, 6 Jg., H. 12, S. 443-448.

Kruschwitz, L./Löffler, A. (2015): Preise, Werte und Arbitragefreiheit: Erwiderung auf Gleißner. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 5, S. 176-181.

Kühnberger, M. (2014): Fair Value Accounting, Bilanzpolitik und die Qualität von IFRS-Abschlüssen. Ein Überblick über ausgewählte Aspekte der Fair Value-Bewertung. In: ZfbF, 66. Jg., S. 428-450.

Lai, Ch. (2015): Growth in residual income, short and long term, in the OJ model. In: Review of Accounting Studies, Vol. 20, H. 4, S. 1287-1296.

Laschewski, C. (2015): Bewertung des Geschäfts- oder Firmenwerts zum Nutzungswert nach IFRS – Zu viel Ermessensspielraum in der Bilanzierungspraxis? In: WPg, 68. Jg., H. 18, S. 929-938.

Li, K. K. /Mohanram, P. (2014): Evaluating cross-sectional forecasting models for implied cost of capital. In: Review of Accounting Studies, Vol. 19, H. 3, S. 1152-1185.

Li, X., (2015): Accounting Conservatism and the Cost of Capital: An International Analysis. In: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 42, H. 5-6, S. 555-582.

Literaturverzeichnis

Magnan, M./Menini, A./Parbonetti, A. (2015): Fair value accounting: information or confusion for financial markets? In: Review of Accounting Studies, Vol. 20, H. 1, S. 559-591.

Mao, M.Q./Yu, Y. (2015): Analysts' Cash Flow Forecasts, Audit Effort, and Audit Opinions on Internal Control. In: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 42, H. 5-6, S. 635-664.

Matschke, M. J. (2015): Modelle entscheidungsorientierter Bewertung von Forstwirtschaften. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 67. Jg., H. 3, S. 240-267.

McNichols, M. F./Stubben, S. R. (2015): The effect of target-firm accounting quality on valuation in acquisitions. In: Review of Accounting Studies, Vol. 20, S. 110-140.

Meier, J.-H./Esmatyar, W. (2015): Managementoptimismus, Finanzierungspolitik und Kapitalkosten. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 5, S. 135-140.

Meser, M./Veith, S./Zimmermann, J. (2015): Disclosure, Enforcement, and Capital Market Properties: A Longitudinal Analysis for Germany. In: sbr, Vol. 67, H. 1, S. 254-285.

Mroczek, M. (2012): Unraveling the Supply-Side Equity Risk Premium. In: Value Examiner, Jan/Feb 2012, S. 19-24.

Müller, M. A./Riedl, E. J./Sellhorn, T. (2015): Recognition versus Disclosure of Fair Values. In: The Accounting Review, Vol. 90, H. 6, S. 2411-2447.

Naylor, M. J./Chen, J./Boardman, J. (2015): Real Options in Foreign Investment: A South American Case Study. In: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 27, H. 1, S. 110-120.

Ott, M. (2013): Steuerwirkungen auf die Finanzierung von Kapitalgesellschaften. In: DBW, 73. Jg., H. 5, S. 401-424.

Patatoukas, P. N./Sloan, R. G./Zha, J. (2015): On the Pricing of Mandatory DCF Disclosures: Evidence from Oil and Gas Royalty Trusts. In: The Accounting Review, Vol. 90, H. 6, S. 2449-2482.

Paugam, L./Ramond, O. (2015): Effect of Impairment-Testing Disclosures on the Cost of Equity Capital. In: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 42, H. 5-6, S. 583-618.

Rowoldt, M./Pillen C. (2015): Anwendung des CAPM in der Unternehmenspraxis – Eine Analyse vor dem Hintergrund praxisbezogener Empfehlungen. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 4, S. 115-129.

Ruiz de Vargas, S./Breuer, W. (2015): Unternehmensbewertung im internationalen Kontext mit dem globalen CAPM Teil 1. In: BewertungsPraktiker, 10. Jg., H. 1, S. 2-13.

Ruiz de Vargas, S./Breuer, W. (2015): Unternehmensbewertung im internationalen Kontext mit dem globalen CAPM Teil 2. In: BewertungsPraktiker, 10. Jg., H. 2, S. 50-60.

Ruiz de Vargas, S./Zollner, T. (2015): Die Ermittlung des Liquidationswerts als objektiviertem Unternehmenswert. In: BewertungsPraktiker, 10. Jg., H. 3, S. 104-121.

Sander,T. (2015): Zur Entwicklung des modifizierten Ertragswertverfahrens bei der Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 67. Jg., H. 3, S. 268-285.

Schosser, J. (2015): Zum Verhältnis von “Schattenzins”, stochastischem Diskontierungsfaktor und Capital Asset Pricing Model. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 7-8, S. 272-275.

Literaturverzeichnis

Schosser, J./Grottke, M. (2013): Nutzengestützte Unternehmensbewertung: Ein Abriss der jüngeren Literatur. In: ZfbF, 65. Jg., S. 306-341.

Schwetzler, B. (2015): Basel III und Bankbewertung – Auswirkungen der verschärften Eigenkapitalanforderungen auf den Unternehmenswert. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 12, S. 458-467.

Schultze, W./Fischer, H. (2015): Zur Wertrelevanz des Ausschüttungsverhaltens im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung – Anmerkungen zum Beitrag von Knoll, WPg 2015, S. 327-331. In: WPg, 68. Jg., H. 7, S. 332-341.

Schüler, A. (2015): Wertorientierte Unternehmenssteuerung & Steuern (2015), In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 5, S. 146-153.

Schüler, A. (2015): Ein DCF-Baukasten: zur Bewertung zusammengesetzter Zahlungsströme (2015). In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 12, S. 474-481.

Sridharan, S. A. (2015): Volatility Forecasting Using Financial Statement Information. In: The Accounting Review, Vol. 90, H. 5, S. 2079-2106.

Willenborg, M./Wu, B./Yang, Y.S. (2015): Issuer Operating Performance and IPO Price Formation. In: Journal of Accounting Research, Vol 53, H. 5, S. 1109-1149.

Young, S./Zeng, Y. (2015): Accounting Comparability and the Accuracy of Peer-Based Valuation Models. In: The Accounting Review, Vol. 90, H. 6, S. 2571-2601.

Zwirner, C./Zimny, G. (2015): Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2014. In: Corporate Finance, 6. Jg., H. 9, S. 324-329.

© Prof. Dr. Andreas Schüler (2016)