

Berliner Schriften zur anwendungsorientierten Bankbetriebslehre

Band 4

Christian Kempe

**Cash Return on Capital Invested™
als Methode zur Unternehmensbewertung**

Theorie und Empirie

Shaker Verlag
Aachen 2003

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Kempe, Christian:

Cash Return on Capital Invested™ als Methode zur Unternehmensbewertung:
Theorie und Empirie / Christian Kempe.

Aachen : Shaker, 2003

(Berliner Schriften zur anwendungsorientierten Bankbetriebslehre ; Bd. 4)

ISBN 3-8322-1806-8

Copyright Shaker Verlag 2003

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen
oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungs-
anlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 3-8322-1806-8

ISSN 1610-4935

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: www.shaker.de • eMail: info@shaker.de

Dieses Buch setzt sich mit der Frage auseinander, ob und in welchem Umfang die aus einem Jahresabschluss ermittelten Rentabilitätsgrößen geeignet sind, die Bewertung der zugehörigen Anteilspapiere zu erklären. Dabei wird konsequent der Blickwinkel eines Finanzanalysten eingenommen, der die Absicht verfolgt, mögliche Über- oder Unterbewertungen von Aktien zu erkennen.

Ausgehend von der Darstellung konzeptioneller Schwächen der Rechnungslegung wird das von den Finanzanalysten der Deutschen Bank AG im Rahmen der Aktienbewertung angewandte Cash Return on Capital Invested™ (CROCI) - Modell ausführlich erläutert. In diesem Kontext werden wesentliche Teile des Bewertungskonzeptes wie die Anwendung eines umgekehrten DCF-Modells und die Integration des unternehmerischen Wettbewerbsvorteils im Unternehmensbewertungsprozess detailliert beschrieben. Im Anschluss daran erfolgt eine Abgrenzung des Deutsche Bank-Bewertungskonzeptes gegenüber dem DCF-Verfahren sowie dem EVA-Modell.

Eine sich anschließende empirische Untersuchung des europäischen Aktienmarktes im Zeitraum von 1990 bis 2001 zeigt auf, dass der Erklärungsbeitrag des vielfach verwendeten Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) für den Zweck der Selektion unterbewerteter Aktien gering ist. Da das KGV unter anderem dem Einfluss der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens unterliegt, wird dieses in einem ersten Schritt in ein sogenanntes „finanzierungsneutrales KGV“ transformiert. Dabei belegt die Untersuchung eine erhöhte Erklärungsgüte dieses modifizierten Bewertungsmultiples. Im weiteren Verlauf der Analyse erfolgt eine Umwandlung des „finanzierungsneutralen KGV“ in ein aus dem CROCI-Modell abgeleitetes „ökonomisches KGV“. Durch vielfältige Adjustierungen kann damit die Güte des Bewertungskonzeptes weiter gesteigert werden.

Die in diesem Buch beschriebenen empirischen Ergebnisse legen offen, dass die globalen Kapitalmärkte Unternehmen nur begrenzt auf der Grundlage von rein buchhalterischen Maßstäben bewerten. Es erscheint infolgedessen notwendig, die aus dem Jahresabschluss abgeleiteten Unternehmenskennzahlen zu adjustieren und in ein ökonomisches Modell zu transformieren.