Das Konzept des Accounting-Beta

Einleitung

Der deutsche Ökonom Prof. Dr. Werner Gleißner beschäftigt sich intensiv mit Risikomanagement, Unternehmensbewertung und Rating. Ein zentrales Thema seiner Forschung ist die Kritik an der klassischen Kapitalmarkttheorie (CAPM) und die Entwicklung alternativer Risikomaße wie dem **Accounting-Beta** bzw. dem **Total Beta**.

Klassisches Beta (CAPM)

- Misst das systematische Risiko eines Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio.
- Funktioniert gut für börsennotierte Unternehmen, deren Aktienkurse regelmäßig gehandelt werden.
- Problem: Für nicht börsennotierte Unternehmen oder Firmen mit geringer Liquidität ist das Markt-Beta kaum sinnvoll anwendbar.

Accounting-Beta / Total Beta

- Erweiterung des klassischen Beta-Begriffs.
- Berücksichtigt systematische *und* unsystematische Risiken.
- Grundlage sind Rechnungslegungsdaten (Accounting-Daten) und Simulationen statt nur Marktpreise.
- Ziel: Ein realistischeres Maß für die Kapital- und Risikokosten von Unternehmen, insbesondere bei privaten Firmen oder konzentrierten Eigentümerstrukturen.
- Praktisch bedeutet das: Das Accounting-Beta liefert eine höhere Risikoprämie als das CAPM-Beta, da es auch nicht-diversifizierbare Risiken einbezieht.

Methodische Ansätze von Gleißner

- Monte-Carlo-Simulationen zur Risikoaggregation.
- Kombination von Rating-Methoden und Bewertungstechniken.

- Integration von Risikomanagement und Unternehmensbewertung in einem einheitlichen Modell.
- Anwendung in M&A-Transaktionen, gerichtlichen Bewertungsverfahren und Nachhaltigkeitsanalysen.

Bedeutung

- Für Praktiker: Liefert eine belastbare Grundlage zur Bestimmung von Diskontierungszinssätzen bei Unternehmensbewertungen.
- Für Wissenschaftler: Schließt die Lücke zwischen theoretischer Finanzmarktbewertung und realen Unternehmensrisiken.
- Für Investoren: Verdeutlicht, dass private Unternehmen deutlich höhere Risiken tragen als börsennotierte Firmen – und dass dies im Bewertungsmodell berücksichtigt werden muss.

Rechenbeispiel: CAPM-Beta vs. Accounting-/Total-Beta

Ausgangsdaten

- Marktrendite (Erwartungswert): 8%
- Risikofreier Zinssatz: 2%
- Markt-Beta (CAPM): 0,9 (angenommen auf Basis einer Vergleichsgruppe börsennotierter Firmen)
- Standardabweichung der Unternehmensrenditen: 25%
- Standardabweichung des Marktportfolios: 15%
- Korrelation zwischen Unternehmen und Markt: 0,6

Schritt 1: Klassisches CAPM-Beta

Formel:

$$\beta = \frac{\text{Kovarianz}(R_U, R_M)}{\text{Varianz}(R_M)}$$

Mit den Daten:

$$\beta = \frac{0,6 \cdot 25\% \cdot 15\%}{(15\%)^2} = \frac{0,6 \cdot 0,25 \cdot 0,15}{0,0225} = \frac{0,0225}{0,0225} = 1,0$$

Das klassische Beta liegt hier bei 1,0 (leicht höher als die angenommene 0,9).

Schritt 2: Total Beta / Accounting-Beta

Formel:

$$\beta_{Total} = \frac{\text{Standardabweichung des Unternehmens}}{\text{Standardabweichung des Marktes}}$$

$$\beta_{Total} = \frac{25\%}{15\%} = 1,67$$

Das Total Beta ist deutlich höher, weil es auch das unsystematische Risiko berücksichtigt.

Schritt 3: Kosten des Eigenkapitals

- CAPM (klassisch):

$$r_E = r_f + \beta \cdot (r_M - r_f) = 2\% + 1,0 \cdot (8\% - 2\%) = 8\%$$

- Total Beta (Accounting-Beta):

$$r_E = r_f + \beta_{Total} \cdot (r_M - r_f) = 2\% + 1,67 \cdot 6\% = 12\%$$

Ergebnis

- Klassisches CAPM-Beta $\rightarrow$ 8% Eigenkapitalkosten
- Accounting-/Total-Beta $\rightarrow$ 12% Eigenkapitalkosten

Das zeigt: Für nicht börsennotierte Unternehmen oder Firmen mit konzentrierten Eigentümern ist das Accounting-Beta realistischer, da Investoren nicht diversifizieren können und deshalb eine höhere Risikoprämie verlangen.