

## Geleitwort

Wenn sie jeder Anforderung der Theorie genügen sollte, dann wäre die Unternehmensbewertung eine Aufgabe, die sich nicht bewältigen lässt. Aber alle, die Beteiligungstitel handeln, die den Erwerb oder Verkauf ganzer Unternehmen planen oder die hierzu eine Empfehlung aussprechen möchten, brauchen dafür Werte. Ein ähnlicher Widerspruch findet sich in der Optionstheorie und mutet hier als gelöst an: Die Realität verletzt mehrere Annahmen des Black-Scholes-Modells, dennoch scheint es für die Bewertung von Finanzoptionen zu taugen. Die vorliegende Arbeit hat das Ziel, taugliche Modelle für die Unternehmensbewertung zu identifizieren. Da der funktionierende Markt richtig bewertet, ist bei der Bewertung der Marktzusammenhang zu beachten. Taugliche Modelle führen zu Schätzungen des Wertes, die dem Marktwert sehr nahe kommen. Daher ist der Grad der Abweichung vom Marktwert ein Maß für die Leistungsfähigkeit des Modells.

Drei Bewertungsansätze sind Gegenstand der Betrachtung: Zunächst der Ansatz ohne explizite Berücksichtigung von Fremdkapitalvariablen, zu dem das Dividendendiskontierungsmodell zu zählen ist, weiterhin der Ansatz mit expliziter Berücksichtigung von Fremdkapitalvariablen, zu dem die Kapitalkomponentenmodelle (auch: Discounted-Cash-Flow-Modelle) gehören, und schließlich ein Ansatz, der explizit Jahresabschlussvariable berücksichtigt und dem das Übergewinnmodell zuzuordnen ist. Auch Unterformen dieser Modelle, z.B. die Bewertung mit Multiplikatoren, sind in der Untersuchung enthalten.

Zur Leistungsfähigkeit gehört es auch, ob die Modelle unter realitätsnahen Bedingungen einsetzbar und leicht anzuwenden sind. Leistungsfähigkeit muss für den am Unternehmenskauf oder -verkauf Interessierten zudem empirisch dokumentiert sein. Die Abweichungen der Modellschätzungen vom Marktwert werden daher für das Dividendendiskontierungsmodell und das Übergewinnmodell geprüft. Das geschieht durch den monatlichen Abgleich von Unternehmenswertschätzern mit der Börsenkapitalisierung im Rahmen einer Zeitreihenanalyse. Betrachtet werden die Jahre 1988 bis 1998 und das Portefeuille der 30 DAX-Werte. Im Ergebnis erweist sich nur das Dividendendiskontierungsmodell als leistungsfähig.

Bei dieser Untersuchung handelt es sich um einen ersten Versuch, aber die Ergebnisse regen zu weiteren Vorstößen an. Ein nächster Schritt wäre zum Beispiel zu analysieren, was diese oder andere Modelle taugen, wenn nicht ein Portefeuille von Beteiligungstiteln, son-

dem nur ein Unternehmen zu bewerten ist. Besonders hier stellt sich die Frage: Kann ein einzelner das errechnen, was Friedrich von Hayek und Ökonomen in der Tradition seiner Mosaiktheorie nur dem Markt zutrauen? Die Frage soll niemanden entmutigen. Sie macht nur klar, dass man keine perfekten Ergebnisse erwarten kann, sondern allein Wertschätzer, die dem Marktwert nahe kommen.

Hartmut Schmidt