

N. Heinrichs • D. Hess • C. Homburg • M. Lorenz • S. Sievers

**extended dividend, cash flow and residual income valuation
models -**

accounting for deviations from ideal conditions

CFR working paper 11-11

Die Standardmethoden der Unternehmensbewertung, wie z.B. das Discounted Cash Flow Verfahren, basieren auf der Annahme idealer Bewertungsbedingungen, wie z.B. Cash-Flow-Prognosen mit unendlichem Horizont oder der erfolgswirksamen Erfassung aller Geschäftsvorfälle (Kongruenzprinzips oder Clean Surplus Relation). Da diese Bedingungen in der Realität selten erfüllt sind, kommt es bei der Anwendung oft zu erheblichen Bewertungsfehlern und die einzelnen Verfahren können zu erheblich unterschiedlichen Bewertungsergebnissen führen. Um die Bewertungsverfahren realitätsnäher und somit anwendungsfreundlicher zu gestalten, erweitern wir diese auf Basis einer vollständigen und konsistenten Finanzplanung. Dies führt einerseits zu erheblich verbesserten und andererseits zu einheitlichen Unternehmenswerten.

Um die erweiterten Modelle empirisch zu testen, verwenden wir zwei verschiedene Prognoseansätze. Zum einen implementieren wir Analystenprognosen von Value Line und zum anderen generieren wir Prognosen aus Querschnitts-Regressionsmodellen. Die empirische Auswertung belegt, dass die durch die Erweiterung der Modelle die am Markt beobachteten Aktienwerte wesentlich besser erklärt werden können. Beispielsweise für das DCF-Modell auf Basis von Value Line Prognosen sinkt der durchschnittliche Bewertungsfehler (Bias) von -32 % beim Standardmodell auf -9 % beim erweiterten Modell.

Zudem führen die erweiterten Unternehmensbewertungsverfahren zu identischen Schätzungen des Aktienkurses eines Unternehmens. Durch diese Wiederherstellung der empirischen Äquivalenz bietet unsere Modellierung eine Benchmark zur Quantifizierung von Bewertungsfehlern, die aus einzelnen Verletzungen der idealen Bewertungsbedingungen resultieren. Somit kann es zur Robustheitsanalyse der Standardbewertungsmodelle herangezogen werden. Dabei zeigt sich beispielsweise dass das sogenannte Residualgewinnmodell am robustesten ist, d.h. am wenigsten fehleranfällig gegenüber Annahmeverletzungen ist.

Unsere Resultate sind insbesondere für Forschungszweige von Bedeutung, die auf verlässliche Unternehmensbewertungsmodelle angewiesen sind, wie z.B. die Schätzung impliziter Kapitalkosten.