
ZUSAMMENFASSUNG

Value is Dead, Long Live Value

CHRISTIAN WALKSHÄUSL
Universität Regensburg

PD DR. SEBASTIAN LOBE
Universität Regensburg

Unternehmen mit hohem Buch-zu-Marktwert-Verhältnis (B/M) werden im Allgemeinen als Value-Aktien bezeichnet. Für den U.S.-amerikanischen Markt haben Fama/French (1992, 1996), Lakonishok/Vishny/Shleifer (1994) und Davis/Fama/French (2000) in empirischen Studien gezeigt, dass Value-Aktien eine höhere durchschnittliche Rendite aufweisen als Growth-Aktien mit niedrigem B/M und damit den heute weithin bekannten Value-Effekt wissenschaftlich belegt.

Aufbauend auf dieser Erkenntnis haben Fama/French (1993) das traditionelle Capital Asset Pricing Model (CAPM) von Sharpe (1964) und Lintner (1965) zu einem Drei-Faktoren-Modell erweitert, das neben einem Size-Faktor (SMB), der den Größeneffekt von Banz (1981) erfasst, auch einen B/M Value-Faktor (HML) inkludiert. Aufgrund der besseren Erklärungsgüte, hat ihr Modell das CAPM inzwischen als vorherrschenden Standard für die Bepreisung von Wertpapieren (Asset Pricing) abgelöst.

Da empirisch-motivierte Asset Pricing-Modelle Kapitalmarktanomalien (Renditemuster) als zusätzliche Bepreisungsfaktoren verwenden, ist die Erklärungsgüte eines solchen Modells entscheidend von der Robustheit der zugrundeliegenden Anomalien abhängig, d.h. im Falle des Drei-Faktoren-Modells von dem Fortbestand des Size- und B/M Value-Effekts. Während der U.S. Size-Effekt mittlerweile weitgehend verschwunden ist (Horowitz/Loughran/Savin (2000)), scheint der B/M Value-Effekt in den USA denselben Weg zu bestreiten. Während es nach akademischem Verständnis für professionelle Vermögensverwalter ein Leichtes sein sollte den B/M Value-Effekt auszunutzen, erweist sich dies in der Praxis als deutlich schwieriger (Davis (2001), Chan/Chen/Lakonishok (2002), Houge/Loughran (2006)). Während anfangs Data Snooping-Argumente (Black (1993), MacKinlay (1995)) gegen die grundsätzliche Existenz dieses Effekts angeführt wurden, ist diese Auffassung mittlerweile durch entsprechende Nachweise auf dem in-

ternationalen Kapitalmarkt (Fama/French (1998)) widerlegt. Jedoch ist der B/M Value-Effekt in den USA von Saisoneffekten¹ abhängig (Loughran (1997)) und im Wesentlichen beschränkt auf Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung (Fama/French (2006)). Darüber hinaus wird auch die Anwendung des B/M bzw. des HML-Value-Faktors für die Bepreisung von Wertpapieren im internationalen Kontext in jüngster Zeit kritisch hinterfragt (Fama/French (2011), Hou/Karolyi/Kho (2011)).

Obgleich dieser Schwächen, findet das Drei-Faktoren-Modell in unveränderter Form Anwendung in Wissenschaft und Praxis. Der offensichtliche Mangel an brauchbaren Alternativen scheint einer der Hauptgründe dafür zu sein. In Anbetracht dieser Misere hat die Studie von Loughran/Wellman (2010) nun für den U.S.-amerikanischen Markt einen adäquaten Ersatz für den inferioren B/M Value-Growth Indikator vorgeschlagen. Wie ihre Ergebnisse zeigen, ist ihr durch die Bewertungspraxis (Damodaran (2005)) motivierter Enterprise Multiple (EM)² ein genaueres und robusteres Value-Bewertungsmaß, das darüber hinaus sein Pendant im Asset Pricing von U.S. Wertpapieren deutlich schlägt.

Da die Überlegenheit des EM schlicht das Ergebnis eines elaborierten Data Snooping-Prozesses im Sinne von Lo/MacKinlay (1990) sein könnte, bieten wir in unserer Studie die erste umfassende Untersuchung der Rendite-Prognosefähigkeit des EM sowie seiner Erklärungsgüte im Rahmen des Asset Pricing im internationalen Kontext sowie in 40 Einzelländern über eine fast 30-jährige Untersuchungsperiode von 1981 bis 2010. Auf diese Weise liefern wir neue und fundierte Erkenntnisse zu der Frage, ob ein EM-basierter Asset Pricing-Ansatz auch weltweit die bessere Alternative für traditionelle Value-Investoren, als auch zum Drei-Faktoren-Modell darstellt.

Die wesentlichen Ergebnisse unserer internationalen Untersuchung lassen sich wie folgt zusammenfassen. Der Enterprise Multiple-Ansatz übertrifft den traditionellen Value-Ansatz auf Basis des Buch-zu-Marktwert-Verhältnis in jeder Hinsicht.

¹ Der B/M Value-Effekt in den USA ist überwiegend durch Renditerealisationen im Monat Januar bedingt. In den restlichen Kalendermonaten besitzt die B/M-Variable keine signifikante Rendite-Prognosefähigkeit.

² Die Enterprise Multiple-Variable berechnet sich als Enterprise Value geteilt durch die Größe Earnings before Interest, Taxes, and Depreciation (EBITDA). Der Enterprise Value setzt sich zusammen aus dem Wert der Stammaktien plus die Gesamt-Verschuldung plus den Wert der Vorzugsaktien abzüglich liquider Mittel und kurzfristiger Finanzanlagen.

Erstens, internationale Unternehmens-Querschnittsregressionen zeigen, dass EM nicht durch bislang bekannte Prognose-Variablen erklärt werden kann. Vielmehr tritt EM als stärkster Rendite-Prädiktor in den Analysen hervor. Im Gegensatz zum B/M ist die Prognosefähigkeit von EM weitgehend unabhängig von der Marktkapitalisierung eines Unternehmens und gleichermaßen in entwickelten Ländern als auch in Emerging Markets präsent. Der Informationsgehalt von EM überschneidet sich partiell mit B/M und Momentum, enthält aber wesentliche Zusatzinformationen über zukünftige Renditen, die die anderen Variablen nicht erfassen.

Zweitens, die Mimicking-Faktor-Portfolios, die das Renditeverhalten in Bezug auf das B/M (HML, high minus low) bzw. den EM (EMD, enterprise multiple difference) abbilden, sind auf Basis des EM international wie auch auf Länderebene in ökonomischer und statistischer Hinsicht deutlich stärker. Die Überlegenheit von EMD wird besonders in Emerging Markets augenscheinlich, in denen HML erhebliche Probleme aufweist. Während HML praktisch durch EMD erklärt wird, ist der Informationsgehalt über zukünftige Renditen von EMD derart stark ausgeprägt, dass er weder durch das Fama-French-Model noch durch das Carhart-Model erklärt werden kann.

Drittens, untersuchen wir in umfangreichen Asset Pricing-Tests mit einer Vielzahl von unterschiedlich geformten Testportfolios die Erklärungsgüte von EMD im Vergleich zu HML. Die Ergebnisse zeigen durchweg, dass unser neues EMD-Faktor-Modell das herkömmliche Drei-Faktoren-Modell in jeder Hinsicht übertrifft und Renditerealisationen auf dem internationalen Kapitalmarkt erheblich besser erklärt.

Unsere internationalen Ergebnisse zugunsten des Enterprise Multiple-Ansatzes werden auf der Einzelländerebene bestätigt und sind robust gegenüber Saisoneffekten sowie stabil in allen Unternehmensgrößen, betrachteten Subperioden und unabhängig von den verwendeten Rechnungslegungsstandards. Darüber hinaus übertrifft der EM das von Hou/Karolyi/Kho (2011) für internationales Asset Pricing vorgeschlagene Cashflow-zu-Preis-Verhältnis mühelos als relevanter Value-Growth Indikator. Schließlich offenbaren unsere Ergebnisse, dass die Rendite-Prognosefähigkeit des EM aus rationalen Überlegungen (Rational Pricing) entspringt, die mit den grundlegenden Zielen einer Unternehmung, dem Streben nach Profitabilität und Wachstum einhergehen. Somit sollte auch der Fortbestand der Prädiktor-Eigenschaft von EM sichergestellt sein.