

## Zusammenfassung

### **Unterbewertete Profitabilität – Eine Untersuchung von Wert, Profitabilität und Renditeverteilung am europäischen Aktienmarkt**

**Constantin Porsch**  
**Zeppelin Universität**  
**Department Corporate Management & Economics**  
**Buchanan Institut für Finanz- und Unternehmerwissenschaften**  
**Bachelorarbeit**

Value Indikatoren können ein zweischneidiges Schwert sein. Während es das Ziel von Value Investoren ist unterbewertete Unternehmen aufzuspüren, kann der Indikator ebenso zu Unternehmen führen, die strukturell langfristig geschwächt sind. Um nicht in eine „Value-Falle“ zu treten ist es deshalb für Investoren unerlässlich, potenzielle Investitionsobjekte fundamental zu untersuchen. Die Qualität und der Preis des Investitionsobjektes waren schon immer wichtige Faktoren in den Entscheidungsprozessen von Investoren. Während der Preis jedoch, unter anderem über Book-to-Market Indikatoren, seinen Weg in moderne, empirische Multifaktorenmodelle zur Erklärung von Wertpapierrenditen gefunden hat, blieb die Qualität hier lange auf der Strecke. Auch das Zusammenspiel von Value- und Qualitätsindikatoren wurde lange Zeit nicht konsequent genug in der empirischen Betrachtung von Aktienpreisen berücksichtigt. Dabei liegt die Annahme nahe, dass eine Approximationsgröße für fundamentale Qualität eines Unternehmens solche Modelle sinnvoll ergänzen könnte. Neuere Forschungsergebnisse<sup>1</sup> legen nahe, dass Indikatoren für Profitabilität eine ähnliche Erklärungskraft wie Value-Indikatoren haben können. Ferner lässt sich beobachten, dass Value und Profitabilität negativ korreliert sind. Die vorliegende Arbeit knüpft an diese Ergebnisse an und überprüft die Implikationen des Qualitätsfaktors am europäischen Aktienmarkt. Die Grundannahme der Arbeit beruht auf dem Gedanken, dass eine negative Korrelation von Wert und Profitabilität ausschlaggebend dafür ist, dass die Kontrolle für den jeweils anderen Effekt zu einer Steigerung der Einflüsse von Wert und Profitabilität führt.

---

<sup>1</sup>Vgl. primär: Novy-Marx, R. (2012), *The Quality Dimension of Value Investing, Working Paper*, Simon Graduate School of Business, University of Rochester.

Nach einer Einbettung der Thematik in den Kontext der Forschung zu Aktienpreisen wird der Profitabilitätseffekt anhand des Dividenden-Barwertmodells theoretisch hergeleitet und im Anschluss empirisch untersucht. Dazu werden Anhand von Sortierungen nach Profitabilität und Wert Portefeuilles aus einem Sample von stark kapitalisierten, europäischen Aktien gebildet. Diese werden schlussendlich anhand von diversen multivariaten Zeitreihen-Regressionsanalysen nach der Methodik von Eugene Fama und Kenneth French kritisch evaluiert. Aufgrund des aktuellen Kontextes der Finanzmarktkrise im Untersuchungszeitraum wird zusätzlich ein erster Schritt zur spezifischen Untersuchung des Faktors in einem negativen Marktumfeld unternommen.

Die Ergebnisse aus den der vorliegenden Arbeit zugrunde liegenden Analysen bieten eine Grundlage zur Festigung der Annahme einer positiven Auswirkung der Profitabilität eines Unternehmens auf die Renditen und das Verhältnis von Risiko und Rendite seiner Aktien. Der Effekt funktioniert gegensätzlich zum gut bekannten Value-Effekt und wird deshalb teilweise von diesem überlagert. Bei Kontrolle für den jeweils gegensätzlichen Effekt steigern sich die Auswirkungen sowohl des Profitabilitätseffektes als auch des Werteffektes deutlich. Ferner liefern die Ergebnisse erste Indikationen dafür, dass der Profitabilitätseffekt in einem negativen ökonomischen Umfeld verstärkt auftritt. Eine Anlagestrategie, die beide Effekte gleichzeitig berücksichtigt, ist nicht nur in der Lage signifikante Alphas gegenüber den Fama/French (1993) Faktoren zu erzielen, sondern weist auch ein herausragendes Verhältnis von Rendite und Risiko auf. Die Renditen dieser Strategie zeigen auch in Zeiten der Finanzkrise eine erstaunliche Stabilität.