

---

ZUSAMMENFASSUNG

## THE DECLARATION OF DEPENDENCE OF VALUE

Dr. Christian Walkshäusl

---

**Z**ahlreiche Studien belegen die Existenz eines Value-Effekts auf den verschiedensten Aktienmärkten weltweit. Aktien mit hohen Wert-zu-Preis-Verhältnissen (Value-Aktien) erwirtschaften langfristig eine Überrendite gegenüber Aktien mit niedrigen Wert-zu-Preis-Verhältnissen (Growth-Aktien). Die Ursache für diese an den Aktienmärkten beobachtbare *Value-Prämie* bleibt jedoch weiterhin Gegenstand kontroverser Diskussionen.

Im Wesentlichen bestehen zwei Erklärungsrichtungen. Erstens, der risikobasierte Erklärungsansatz geht davon aus, dass Value-Aktien deshalb höhere Durchschnittsrenditen erwirtschaften, weil sie fundamental risikoreicher sind als Growth-Aktien. Im Sinne der klassischen Kapitalmarkttheorie, welche eine positive Rendite-Risiko-Beziehung unterstellt, ist die Value-Prämie somit eine Vergütung für das eingegangene Risiko. Der zweite Erklärungsansatz geht davon aus, dass Aktien temporären Fehlbewertungen unterworfen sind, die zu einer Abweichung zwischen Marktbewertung und dem tatsächlichen Unternehmenswert führen. Überbewertete Aktien besitzen dadurch niedrige Wert-zu-Preis-Verhältnisse und unterbewertete Aktien besitzen hohe Wert-zu-Preis-Verhältnisse. Wenn diese Fehlbewertungen aufgedeckt werden, führt dies zu hohen Renditen bei Value-Aktien und zu niedrigen Renditen bei Growth-Aktien.

Die vorliegende Studie untersucht Value- und Growth-Unternehmen auf dem europäischen Aktienmarkt erstmals unter Berücksichtigung ihres Finanzierungsverhaltens. Die explizite Einbeziehung von Kapitalmaßnahmen der Unternehmung eröffnet einen neuen Weg, die Ursache des Value-Effekts durch Verknüpfung von Kapitalmarkt- und Unternehmensebene zu ergründen.

Falls die Value-Prämie eine Vergütung von Risiko darstellt, sollte der Value-Effekt unabhängig vom Finanzierungsverhalten der Unternehmung auftreten, da bereits die Klassifizierung als Value- oder Growth-Unternehmen ein unterschiedliches Renditeverhalten begründet. Falls die Value-Prämie hingegen das Ergebnis von aufgedeckten Fehlbewertungen ist, dann sollte der Value-Effekt abhängig vom Finanzierungsverhalten der Unternehmung sein, da das Finanzierungsverhalten Aufschluss über potentielle Fehlbewertungen gibt. Gemäß dem opportunistischen Finanzierungsverhalten der Unternehmung, welches in zahlreichen Studien festgestellt wurde, begeben Unternehmen Aktien bei hohen Marktbewertungen und tätigen Rückkäufe bei niedrigen Marktbewertungen. Kapitalerhöhungen bzw. Aktienrückkäufe geben somit einen Hinweis auf eine mögliche Über- bzw. Unterbewertung des Unternehmens auf Basis der nichtöffentlichen Einschätzung des Managements.

Die Ergebnisse der vorliegenden Studie zeigen, dass der Value-Effekt *grundlegend* vom Finanzierungsverhalten der Unternehmung abhängt. Die hohen Renditen von Value-Aktien sind vor allem bedingt durch Value-Unternehmen, die Aktienrückkäufe tätigen, während sich die niedrigen Renditen von Growth-Aktien vor allem auf Growth-Unternehmen, die Kapitalerhöhungen durchführen, zurückführen lassen. Zwischen Value-Unternehmen, die Kapitalerhöhungen durchführen und Growth-Unternehmen, die Aktienrückkäufe tätigen, existieren keine

signifikanten Renditeunterschiede und damit kein Value-Effekt. Dies bedeutet, dass die Performance von Value-Strategien signifikant verbessert werden kann, wenn das Finanzierungsverhalten der Unternehmung mitberücksichtigt wird.

Strategien, die auf Value-Unternehmen mit Aktienrückkäufen fokussieren, erwirtschaften signifikant höhere Renditen als traditionelle Value-Strategien. Deren Outperformance kann nicht durch existierende Kapitalmarktmodelle erklärt werden, so dass risikobasierte Erklärungsansätze für den Value-Effekt scheitern. Die Outperformance von Value-Unternehmen mit Aktienrückkäufen kann jedoch durch Fehlbewertungen am Aktienmarkt begründet werden. Unter Zugrundlegung einer Weiterentwicklung des *Piotroski-Verfahrens*, welches Erwartungsfehler am Markt identifiziert, kann gezeigt werden, dass es sich bei Value-Unternehmen mit Aktienrückkäufen *tatsächlich* um unterbewertete Unternehmen handelt. Es handelt sich explizit um Unternehmen mit starker fundamentaler Finanzkraft, die in irrationaler Weise vom Markt vernachlässigt werden. Das Finanzierungsverhalten der Unternehmung kann somit über- bzw. unterbewertete Unternehmen identifizieren.

Die Ergebnisse veranschaulichen in Ihrer Gesamtheit, dass der Value-Effekt vom Vorliegen von Fehlbewertungen abhängt und nicht durch höheres Risiko begründet werden kann. Eine einfache Aktien-Selektion anhand von gebräuchlichen Wert-zu-Preis-Verhältnissen greift daher zu kurz, die Value-Prämie vollständig zu vereinnahmen. Es bedarf zusätzlicher Analysen, um über- bzw. unterbewertete Unternehmen fundiert identifizieren zu können. Das Finanzierungsverhalten der Unternehmung erweist sich hierbei als überaus hilfreicher Indikator, in diesen Dienst zu treten.