

Wie gut erklären EVA & Co. den Schweizer Aktienindex?

Ein geeignetes Instrument, um die Entwicklung von Aktienrenditen beurteilen zu können, ist die Analyse der finanziellen Performance-Kennzahlen. Doch davon gibt es einige. Eine aktuelle Studie untersucht, welche Kennzahlen Vermögensverwalter und Anleger im Zusammenhang mit der Entwicklung des Schweizer Aktienindex vor allem untersuchen sollten.

Marcus A. Hauser, Robert Koch, Ernesto Turnes

Während der vergangenen acht Jahre ist der Schweizer Aktienmarktindex (Swiss Performance Index, kurz SPI) um circa 130 Prozent gestiegen. Das entspricht einer jährlichen Durchschnittsrendite von über zehn Prozent. Den Ursprung dieser Entwicklung bildet die Finanzmarktkrise im Jahr 2008. Der Druck auf den Schweizer Franken als sicherer Hafen für Anleger hat seither stetig zugenommen. Eine potenziell damit einhergehende Wertsteigerung des Schweizer Frankens wurde durch die Schweizerische Nationalbank insofern begrenzt, als dass ein temporärer Mindestkurs gegenüber dem Euro eingeführt und der Leitzins bis unter die Nullprozent-Schwelle abgesenkt wurde. Was bleibt, ist ein Negativzinsumfeld, welches insbesondere Vermögensverwalter, institutionelle und private Anleger vor besondere Herausforderungen stellt. Anteile an börsennotierten Unternehmen rücken in diesem anlegerunfreundlichen Umfeld zunehmend in den Fokus und begründen eine bis heute anhaltende große Nachfrage nach Aktien. Dies spiegelt sich in steigenden Aktien- und Indizeskursen und somit in hohen Aktienrenditen wider.

Die Frage nach der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung erfährt aktuell eine hohe mediale Präsenz. Schließlich hält die Vergangenheit mit Blick auf die Dotcom- und die Finanzkrise eindrucksvolle Beispiele für abrupte Korrekturen derartiger Aufschwünge bereit. Daher rücken bei Vermögensver-

waltern, aktiv gemanagten Fonds sowie institutionellen und privaten Anlegern die Entscheidungsgrundlagen für den Kauf oder den Verkauf von Aktien in den Mittelpunkt der Betrachtung.

Aktienanalyse mit finanziellen Kennzahlen

Generell gilt die fundamentale Aktienanalyse mit ihren finanziellen Performance-Kennzahlen und Multiples als Basis, um unter- beziehungsweise überbewertete Aktientitel zu erkennen und Aktienkursentwicklungen zu beurteilen. Allerdings gibt es eine Vielzahl potenziell geeigneter Kennzahlen, die zur Analyse verwendet werden können. Entsprechend groß ist der Entscheidungs- und Interpretationsspielraum für oder gegen einen Aktientitel.

Zu den herkömmlichen finanziellen Performance-Kennzahlen zählen beispielsweise Earnings per Share (EPS), Return on Invested Capital (ROIC) und Return on Equity (ROE). Sie geraten insbesondere in Zeiten einer anhaltend steigenden Aktiennachfrage vermehrt in die Kritik. Die Gründe dafür sind vielfältig. Hauptkritikpunkte sind die Statik der Kennzahlen, die damit verbundenen Beeinflussungsmöglichkeiten, die Vernachlässigung von Risikoaspekten und die allgemein fehlende Beurteilung der Nachhaltigkeit (vergleiche Brown/Beekes/Verhoeven 2011, S. 60 ff.). Vor diesem Hintergrund

gewinnt die Performance-Kennzahl Economic Value Added (EVA) in der Diskussion um ihren Zusammenhang mit Aktienrenditen zunehmend an Bedeutung (mehr zur Kennzahl EVA erfahren Sie im Kasten auf S. 52).

In den vergangenen zehn Jahren entstand eine Vielzahl von globalen Studien, welche den Zusammenhang zwischen der Performance-Kennzahl EVA und Aktienrenditen für unterschiedliche Länder empirisch untersucht haben. Dabei stellen circa zwei Drittel dieser Untersuchungen einen positiven Zusammenhang zwischen EVA und Aktienrenditen fest, circa ein Drittel dieser Analysen verwarf einen derartigen Zusammenhang (vergleiche Koch 2018, S. 24 ff.).

Analyse des Swiss Performance Index

Ob EVA eine geeignete Kennzahl für Anlageentscheidungen im Aktienuniversum des SPI ist, wurde bislang nicht abschließend geklärt. Die Studie von Koch schließt nun diese Lücke (vergleiche Koch 2018 sowie **Methodik der Untersuchung**, S. 55). Ziel war, neue Erkenntnisse über die Korrelation sowie die Erklärungskraft von EVA Spread, EPS, ROIC und ROE gegenüber Aktienrenditen von SPI-Unternehmen und über potenziell vorhandene branchenspezifische Unterschiede zu gewinnen.

Untersuchung des SPI als Ganzes

Den Ergebnissen der Studie zufolge besteht ein einseitiger und linear positiver Zusammenhang zwischen den Performance-Kennzahlen EVA Spread, EPS, ROIC, ROE und den Aktienrenditen von SPI-Unternehmen (vergleiche **Tabelle 1**). Dabei korreliert der ROIC am stärksten, gefolgt vom ROE und dem EVA Spread. Obschon der Korrelationskoeffizient des ROE dem des EVA Spreads gegenüber vorne liegt, ist die Differenz doch relativ gering. Etwas weiter abgeschlagen sind die EPS. Letztlich weisen jedoch alle genannten Performance-Kennzahlen einen mittleren positiven Zusammenhang gegenüber den Aktienrenditen von SPI-Unternehmen auf.

Zusammenfassung

- Eine aktuelle Studie untersucht den Zusammenhang zwischen EVA Spread und den Aktienrenditen von Unternehmen des Schweizer Aktienmarktindex (SPI) im Vergleich zu herkömmlichen Performance-Kennzahlen wie EPS, ROIC und ROE.
- Die Studie liefert Erkenntnisse über die Korrelation und die Erklärungskraft der einzelnen Performance-Kennzahlen sowie Kennzahlen-Kombinationen im Zusammenhang mit Aktienrenditen des SPIs.
- Es zeigen sich erhebliche Unterschiede bei der Analyse des SPIs als Gesamtheit oder einzelner Branchen.

Die einfache lineare Regressionsanalyse belegt die bereits vermutete Erklärungskraft (korrigiertes R^2) der untersuchten Kennzahlen. Analog den Ergebnissen für die Korrelationsanalyse weisen der ROIC sowie der ROE die höchsten Erklärungsanteile für Aktienrenditen von SPI-Unternehmen auf. Anschließend folgt etwas abgeschlagen der EVA Spread, welcher aber immer noch deutlich vor dem EPS liegt. Insgesamt muss jedoch festgehalten werden, dass alle genannten finanziellen Performance-Kennzahlen lediglich eine schwache Erklärungskraft in Bezug auf Aktienrenditen von SPI-Unternehmen aufweisen.

Im Weiteren untersuchte die Studie, ob sich die Erklärungskraft ändert, wenn jeweils zwei Performance-Kennzahlen kombiniert werden (vergleiche **Tabelle 2**). Die Kombination der Kennzahlen ROIC und EPS weist dabei die höchste Erklärungskraft auf, unmittelbar gefolgt von der Kombination der Kennzahlen EVA Spread und ROIC. Weitere Kennzahlen-Kombinationen mit EVA Spread schneiden aber eher schlecht ab. Der Vergleich der Ergebnisse der beiden Regressionsanalysen zeigt jedoch vor allem, dass die Kombination von zwei Performance-Kennzahlen im Vergleich zu einzelnen Kenn-

Tab. 1 Zusammenhang zwischen finanziellen Performance-Kennzahlen und Aktienrenditen von SPI-Unternehmen

N = 189	ROIC	ROE	EVA Spread	EPS
Korrelation (Pearson-Bravais)	0,537	0,477	0,418	0,357
Erklärungskraft (korrigiertes R^2)	0,285	0,224	0,170	0,123

Quelle: eigene Darstellung

Tab. 2 Erklärungskraft der Aktienrendite durch Kennzahlen-Kombinationen

	korrigiertes R²
Kombination aus ROIC und EPS	0,306
Kombination aus EVA Spread und ROIC	0,286
Kombination aus ROIC und ROE	0,283
Kombination aus EPS und ROE	0,233
Kombination aus EVA Spread und ROE	0,232
Kombination aus EVA Spread und EPS	0,215

Quelle: eigene Darstellung

Economic Value Added – EVA

Die Grundidee des Modells rund um den EVA – auch bekannt als Übergewinn, ökonomischer Gewinn (Economic Profit) oder risiko-adjustierter Gewinn (vergleiche Hauser/Turnes 2017, S. 115 ff.) – geht auf Hamilton und Marshall in den Jahren 1877 und 1890 zurück. Sie haben gezeigt, dass Unternehmen Werte schaffen, indem sie Betriebsgewinne erzielen, welche die risikoabhängigen Kapitalkosten übersteigen (vergleiche Petrescu/Apostol 2009, S. 118 ff.). Die Aufmerksamkeit der breiten Öffentlichkeit erlangte das Modell jedoch erst durch das in den frühen 1990er Jahren von der amerikanischen Unternehmensberatung Stern Stewart & Co. entwickelte und veröffentlichte EVA-Modell (Stewart 1991). Im Unterschied zu den bis dahin in der Betriebs- und Volkswirtschaft vertretenen finanziellen Performance-Kennzahlen bezieht das EVA-Modell die Risikodimension in die Betrachtung mit ein (vergleiche Hostettler 2002, S. 31). So werden die Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, kurz WACC) berücksichtigt, die maßgeblich das eingegangene Risiko widerspiegeln, um die jeweilige Rendite auf dem investierten Betriebskapital erwirtschaften zu können. Damit war die Brücke zwischen der erzielten Rentabilität und dem damit verbundenen Risiko und somit den Kapitalkosten geschlagen. Die Mehrdimensionalität des EVA-Modells führt dazu, dass dieses neben der Performance-Messung auch als Instrument der Unternehmensbewertung, der Corporate Governance und der wertorientierten Unternehmensführung verwendet wird (vergleiche Hauser/Turnes 2017, S. 115 und S. 139).

zahlen meist eine signifikantere und höhere Erklärungskraft aufweist.

Branchenspezifische Untersuchung

Ob es Unterschiede zwischen den Erklärungskräften einzelner Performance-Kennzahlen und Kennzahlen-Kombinationen auf die Aktienrenditen gibt, je nachdem, in welcher Branche das entsprechende Unternehmen tätig ist, wurde in einer weiteren Regressionsanalyse untersucht. Einbezogen wurden ausschließlich diejenigen Ergebnisse und Branchen, die im Rahmen der vorherigen Korrelationsanalyse eine signifikante und verhältnismäßig hohe Korrelation aufgewiesen haben. Es zeigt sich, dass die Stärke der Erklärungskraft der einzelnen Performance-Kennzahlen und Kennzahlen-Kombinationen je nach Branche sehr unterschiedlich ist (vergleiche **Tabelle 3**).

In der Branche Financials fallen sowohl die Erklärungskräfte der einzelnen Kennzahlen als auch Kennzahlen-Kombinationen insgesamt relativ schwach aus. Insbesondere der EVA Spread allein zeigt kein signifikantes Ergebnis, und auch in Kombination mit anderen Kennzahlen wie dem ROE oder dem EPS liegen die entsprechenden Erklärungskräfte sehr tief.

„EVA Spread und seine Kombinationen eignen sich insbesondere für Unternehmen der Branchen Consumer Goods, Industrials und Basic Material.“

Anders verhält es sich allerdings in der Branche Industrials. Hier steht an erster Stelle die Kombination aus EVA Spread und ROIC. Jedoch weist auch in dieser Branche der EVA Spread als einzelne Performance-Kennzahl keine signifikante Erklärungskraft für die Aktienrendite auf. Zudem folgen weitere Kombinationen mit EVA Spread am unteren Ende der Auflistung, wobei die herkömmlichen Performance-Kennzahlen beziehungsweise Kombinationen wie EPS, ROIC und ROE meist besser abschneiden.

In der Branche Consumer Goods ist die Performance-Kennzahl EVA Spread hingegen wieder positiv hervorzuheben. Obgleich sie durch die Kombination mit ROE oder ROIC jeweils eine höhere Erklärungskraft als einzeln aufweist, ist sie die für diese Branche ausschlaggebende Performance-Kennzahl, um eine signifikante Erklärungskraft zu

erreichen. Allerdings fallen die Werte insgesamt nicht allzu hoch aus.

Schließlich sticht die Branche Basic Materials im Vergleich zu allen übrigen Branchen mit relativ hohen Werten in Bezug auf die Erklärungskraft heraus. Jedoch weisen die herkömmlichen Kennzahlen hier meist eine höhere Erklärungskraft für die Aktienrendite auf als die Performance-Kennzahl EVA Spread. Auch in dieser Branche erzielen die Kombinationen

von EVA Spread mit herkömmlichen Kennzahlen durchwegs eine stärkere Erklärungskraft als EVA Spread in einer Einzelbetrachtung.

Insgesamt zeigt auch die branchenspezifische Untersuchung, dass die Kombination zweier Performance-Kennzahlen im Vergleich zu einzelnen Performance-Kennzahlen grundsätzlich zu einer höheren Erklärungskraft für Aktienrenditen führt.

Tab. 3 Erklärungskraft von Kennzahlen auf die Aktienrendite einzelner Branchen

Branche	Kennzahlen	korrigiertes R ²	Signifikanz
Financials	Kombination aus ROIC und ROE	0,215	**
	Kombination aus ROIC und EPS	0,215	*
	ROE	0,212	**
	Kombination aus EVA Spread und ROE	0,197	**
	Kombination aus EPS und ROE	0,188	**
	EPS	0,149	**
	Kombination aus EVA Spread und EPS	0,142	*
	ROIC	0,112	**
Industrials	Kombination aus EVA Spread und ROIC	0,337	**
	Kombination aus ROIC und EPS	0,313	**
	Kombination aus EPS und ROE	0,260	**
	Kombination aus ROIC und ROE	0,240	**
	ROIC	0,236	**
	EPS	0,235	**
	Kombination aus EVA Spread und EPS	0,227	**
	ROE	0,135	**
Consumer Goods	Kombination aus EVA Spread und ROE	0,305	*
	Kombination aus EVA Spread und ROIC	0,279	*
	EVA Spread	0,269	*
Basic Materials	Kombination aus EPS und ROE	0,475	*
	Kombination aus ROIC und EPS	0,458	*
	ROIC	0,453	**
	ROE	0,425	**
	Kombination aus EVA Spread und ROE	0,410	*
	Kombination aus ROIC und ROE	0,407	*
	Kombination aus EVA Spread und EPS	0,401	*
	Kombination aus EVA Spread und ROIC	0,378	*
	EVA Spread	0,350	**
EPS	0,244	*	

* Konfidenzniveau von 95 Prozent; ** Konfidenzniveau von 99 Prozent

Quelle: eigene Darstellung

Schlussbetrachtung

Sowohl herkömmliche Performance-Kennzahlen wie EPS, ROIC und ROE als auch EVA Spread korrelierten in den Jahren 2012 bis 2016 signifikant positiv mit den Aktienrenditen von SPI-Unternehmen. Die Stärke der Erklärungskraft einzelner Performance-Kennzahlen oder ihrer Kombinationen unterscheidet sich jedoch erheblich und ist zudem abhängig von der jeweiligen Branche. Die Kombination von Kennzahlen führt im Vergleich zu einzelnen Performance-Kennzahlen meist zu einer signifikanteren und höheren Erklärungskraft. Der Kennzahl EVA Spread und ihren Kombinationen kommt vor allem für Unternehmen der Branchen Consumer Goods, Industrials und Basic Materials eine besondere Bedeutung zu. **Abbildung 1** zeigt als Zusammenfassung die Kennzahlen-Kombination mit der höchsten Erklärungskraft für die Aktienrenditen der jeweiligen Branchen sowie für den SPI als Ganzes.

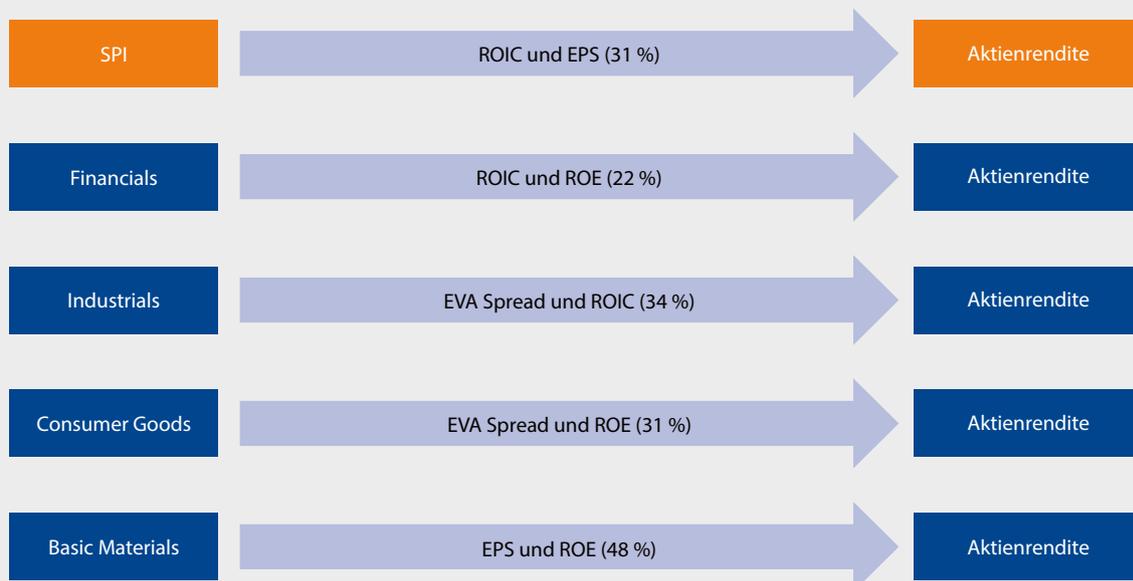
Vermögensverwalter, aktiv gemanagte Fonds sowie institutionelle und private Anleger sollten sich für die Beurteilung von Aktientiteln von SPI-Unternehmen als Ganzes also grundsätzlich auf die Kombination der beiden herkömmlichen Performance-Kennzahlen ROIC und EPS fokussieren.

Darüber hinaus ist eine branchenabhängige Betrachtung der Kennzahlen-Kombinationen mit der jeweils höchsten Erklärungskraft empfehlenswert.

„Die Ergebnisse der Studie können auch bei M&A-Aktivitäten von Unternehmen von Nutzen sein.“

Abschließend können die vorliegenden Ergebnisse auch im Rahmen von M&A-Aktivitäten von Unternehmen von Nutzen sein. Bei der Auswahl von möglichen zu akquirierenden Zielunternehmen kann als ein Entscheidungskriterium für die Short List auf die für die betreffende Branche bezüglich Korrelation und Erklärungskraft am besten geeignete Kennzahl oder Kennzahlen-Kombination abgestellt werden. Insgesamt ergibt sich jedoch für Anleger und auch Unternehmen ein relativ ernüchterndes Gesamtbild, da die Erklärungskräfte aller Kennzahlen und ihrer Kombinationen für die Aktienkursentwicklung grundsätzlich eher tief liegen – mit Ausnahme der Branche Basic Materials.

Abb. 1 Kennzahlen-Kombinationen mit stärkster Erklärungskraft für den SPI sowie pro Branche



Werte der korrigierten R² in gerundeten Prozent (alle Ergebnisse sind mit einem Konfidenzniveau von mindestens 95 Prozent signifikant)

Quelle: eigene Darstellung

Literatur

Brown, P./Beekes, W./Verhoeven, P. (2011): Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review, in: Accounting and Finance, 51 (1), S. 96-175.

Hauser, M./Turnes, E. (2017): Unternehmensbewertung und Aktienanalyse, 3. Auflage, Zürich.

Hostettler, St. (2002): Economic Value Added – Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften, 5. Auflage, Bern.

Koch, R. (2018): Indikatoren für die Entwicklung von Aktienrenditen – eine vergleichende Analyse zwischen herkömmlichen Performance-Kennzahlen und der Performance-Kennzahl Economic Value Added Spread im Hinblick auf die Aktienrenditeentwicklung von Unternehmen im Swiss Performance Index, FHS St. Gallen (unveröffentlichte Studie).

Petrescu, S./Apostol, C. (2009): Value Creation Analysis – Economic Value Added, in: Theoretical and Applied Economics, 5 (5), S. 118-123.

Stewart, G. B. (1991): The Quest for Value, New York.

Angaben zu den Autoren



Prof. Dr. Marcus A. Hauser

ist Dozent in den Fachgebieten Rechnungswesen, Controlling und Finance an der Fachhochschule St. Gallen sowie Lehrbeauftragter an der Universität St. Gallen, Schweiz.
E-Mail: marcus.hauser@fhsg.ch



Robert Koch

ist Investment Associate im Private-Debt-Bereich der Patrimonium Asset Management AG, Lausanne, Schweiz.
E-Mail: robert.koch@patrimonium.ch



Prof. Ernesto Turnes

ist Leiter des Kompetenzzentrums Banking & Finance an der Fachhochschule St. Gallen, Schweiz.
E-Mail: ernesto.turnes@fhsg.ch



Entwicklung Aktienrenditen



Artmann, S. (2011): Renditenanomalien in Deutschland und den USA, Wiesbaden.
www.springerprofessional.de/link/16391086

Ziegler, A./Schröder, M./Schulz, A./Stehle, R. (2007): Multifaktormodelle zur Erklärung deutscher Aktienrenditen: Eine empirische Analyse, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 59 (3), S. 355-389.
www.springerprofessional.de/link/10833816

Methodik der Untersuchung

Im Rahmen einer Studie an der FHS St. Gallen, Hochschule für Angewandte Wissenschaften, wurden zunächst die relevanten Daten aller im SPI enthaltenen Unternehmen für den Zeitraum von 2012 bis 2016 erhoben (N = 189). Die Unternehmensdaten für die finanziellen Performance-Kennzahlen in Form von EVA Spread, EPS, ROIC und ROE wurden aus Bloomberg entnommen. Die jährlichen Aktienrenditen ließen sich auf Basis der Aktienkursentwicklung inklusive der jährlich ausgeschütteten Dividenden berechnen.

Zunächst stand die allgemeine Analyse aller Unternehmen des SPIs im Fokus der Untersuchung. Dabei umfasste der erste Teil dieser Untersuchung eine Korrelationsanalyse auf Basis des Korrelationskoeffizienten nach Pearson-Bravais. Auf Basis der Ergebnisse der Korrelationsanalyse wurde eine absteigende Reihenfolge der relevanten Performance-Kennzahlen im Hinblick auf deren Korrelation zu den Aktienrenditen erstellt. Diese Rangfolge bildete das Fundament für den zweiten Teil der Untersuchung – die lineare Regressionsanalyse, welche sich mit dem Wirkungszusammenhang potenzieller Korrelationen beschäftigte. So wurden zunächst die Erklärungskräfte (korrigiertes R^2) der einzelnen Performance-Kennzahlen für die Aktienrenditen berechnet und miteinander verglichen. Im Anschluss daran wurde die Kombination von jeweils zwei Performance-Kennzahlen und deren Erklärungskraft für die Aktienrendite der SPI-Unternehmen analysiert. Zudem wurden Signifikanztests durchgeführt.

Um im Rahmen der quantitativen Forschung nicht nur die Variablen in Bezug auf sämtliche Unternehmen des SPIs im Allgemeinen zu untersuchen, sondern darüber hinaus auch eine branchenspezifische Untersuchung im Speziellen durchführen zu können, wurden die im SPI enthaltenen Unternehmen in Abhängigkeit ihrer Branche klassifiziert. Dabei fand die gleiche systematische Vorgehensweise wie bei der oben dargestellten, allgemeinen Analyse Anwendung. Die Branchen Telecommunication und Utilities wurden aufgrund ihrer geringen Anzahl Fälle nicht näher untersucht. In diesem Beitrag wurden lediglich signifikante und hoch korrelierte Ergebnisse dargestellt. Die Branchen Health Care und Technology sind aus diesen Gründen in der Betrachtung nicht enthalten (vergleiche Koch 2018).