

**Kalina Ivanova**

# Value- und Momentumstrategien auf den deutschsprachigen Aktienmärkten vor und nach der Finanzkrise von 2008

**Masterarbeit**

# BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei [www.GRIN.com](http://www.GRIN.com) hochladen  
und kostenlos publizieren



## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

## **Impressum:**

Copyright © 2017 GRIN Verlag  
ISBN: 9783668519084

## **Dieses Buch bei GRIN:**

<https://www.grin.com/document/374568>

**Kalina Ivanova**

**Value- und Momentumstrategien auf den deutschsprachigen Aktienmärkten vor und nach der Finanzkrise von 2008**

## **GRIN - Your knowledge has value**

Der GRIN Verlag publiziert seit 1998 wissenschaftliche Arbeiten von Studenten, Hochschullehrern und anderen Akademikern als eBook und gedrucktes Buch. Die Verlagswebsite [www.grin.com](http://www.grin.com) ist die ideale Plattform zur Veröffentlichung von Hausarbeiten, Abschlussarbeiten, wissenschaftlichen Aufsätzen, Dissertationen und Fachbüchern.

### **Besuchen Sie uns im Internet:**

<http://www.grin.com/>

<http://www.facebook.com/grincom>

[http://www.twitter.com/grin\\_com](http://www.twitter.com/grin_com)

# **MASTERARBEIT / MASTER'S THESIS**

Titel der Masterarbeit / Title of the Master's Thesis

**„Value- und Momentumstrategien auf den  
deutschsprachigen Aktienmärkten vor und nach der  
Finanzkrise von 2008“**

verfasst von / submitted by

**Kalina Ivanova BSc**

angestrebter akademischer Grad / in partial fulfilment of the requirements for the degree of  
**Master of Science M.s.c**

Wien 2017 / Vienna 2017

Studienrichtung lt. Studienblatt /  
degree programme as it appears on  
the student record sheet:

Masterstudium Betriebswirtschaft

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungen: .....	3
1. Einführung und Problemstellung .....	4
2. Die Finanzkrise von 2008.....	7
2.1 Ablauf .....	8
2.2 Regulatorische Implikationen der Finanzkrise .....	13
2.3 Zusammenfassung.....	15
3. Investment Strategien.....	16
3.1 Preisgestaltung.....	16
3.1.1 Moderne Finanzierungstheorie.....	17
3.1.1.1 Portfoliooptimierung nach Markowitz und CAPM .....	19
3.1.1.2 Preisgestaltungsmodelle basierend auf CAPM: Faktormodelle .....	24
3.1.1.3 Kritik an CAPM .....	29
3.1.1.4 Markteffizienzhypothese (EMH).....	31
3.1.2 Behavioral Finance.....	35
3.1.2.1 Anomalien.....	36
3.1.2.2 Psychologie in Behavioral finance .....	38
3.2 Value Investing .....	43
3.2.1 Passives Value-Investing .....	43
3.2.2 Value Investing durch antizyklisches Investing (contrarian investment).....	45
3.2.3 Aktives Value Investing .....	47
3.3 Momentum Investing.....	48
4 Empirische Studie des deutschsprachigen Raums .....	54
4.1 Value Effekte .....	55
4.2 Momentum Effekte .....	66
4.3 Zusammenhänge zwischen Value und Momentum.....	72
4.4 Implikationen .....	76
5. Zusammenfassung und Ausblick .....	79
Quellen .....	80
Grafiken.....	84
Anhang 1: Valuestrategien: Unternehmen in der finalen Stichprobe .....	85
Anhang 2: Momentumportfolien.....	87
Anhang 3: Zusammenfassung .....	93

**Abkürzungen:**

APT	Arbitrage pricing theory
ABS	Asset-backed securities
BE	Book equity
BE/ME	Book-to-market-equity
BIP	Bruttoinlandsprodukt
B/M	Book-to-market (Kurs-Gewinn-Verhältnis)
CML	Capital market line (Kapitalmarktlinie)
CAPM	Capital asset pricing model
Vgl.	Vergleiche
d.h.	das heißt
EMH	Efficient market hypothesis (Markteffizienzhypothese)
E/P	Earnings/Price (Gewinn-Kurs-Verhältnis)
EPS	Earnings per share (Dividenden je Aktie)
FOMC	Federal open market committee
HML	High minus low (Faktor aus dem Fama French Faktormodell)
MBS	Mortgage-backed securities
ME	Market equity
OLS	Ordinary least squares (Methode der kleinsten Quadrate)
P/B	Price-to-book ratio (Preis-Buchwert-Verhältnis)
P/S	Price-to-sales ratio (Preis-Umsatz-Verhältnis)
SEC	Securities Exchange Commission
SMB	Small minus big (Faktor aus dem Fama French Faktormodell)
SML	Security Market line

## 1. Einführung und Problemstellung

Value und Momentum gehören zu den beliebtesten Veranlagungsstrategien auf den Finanzmärkten. Die beiden strategischen Stile beruhen auf zwei kontroversen Ideen: Value-Investoren suchen nach „Schnäppchen“, d.h. verhältnismäßig „billigen“ Assets, deren Marktpreise niedriger als der Fundamentalwert sind. Momentum-Investoren hingegen sind an dem Zusammenhang zwischen den Renditen und der kurzfristigen historischen Performance interessiert. Die wichtigste Annahme dabei ist, dass Performance-Trends der nahen Vergangenheit auch in naher Zukunft erhalten bleiben und dass es eine positive Autokorrelation in den Renditen gibt.

In ihrer Studie „Value and momentum everywhere“ haben Asness, Pedersen, und Moskowitz gezeigt, dass historisch betrachtet Value- und Momentumstrategien eine konsistente und gute Performance hatten.<sup>1</sup> Über die letzten Jahrzehnte jedoch haben Value- und Momentumrenditen eine negative Korrelation miteinander, sowohl innerhalb-, als auch zwischen den Assetklassen, gehabt.<sup>2</sup> Dieses Ergebnis ist trotz der Finanzkrise von 2008 erhalten geblieben, wurde aber nur auf dem amerikanischen Markt getestet. Ob dieser Zusammenhang auch auf anderen Märkten hält und ob er sich durch die Finanzkrise geändert hat, bleibt offen.

Die Finanzkrise von 2008 hat die Rahmenbedingungen auf den Finanzmärkten weltweit rasant geändert. Strengere regulatorische Maßnahmen sind der Grund, warum viele große Finanzinstitute, die für einen großen Teil der Markttiefe und –liquidität verantwortlich sind, ihre Refinanzierungs- und Investitionsmechanismen ändern mussten. Einige Assets sind beliebter als andere geworden, nicht zuletzt aufgrund strengerer Regulierung der Zentralbankfähigkeit von Finanzinstrumenten. Als Folge davon hat sich die Rolle von einigen bisher bekannten und erforschten Markteffekten, wie z.B. die Größeneffekte, geändert. Während früher Größeneffekte eher in Kleinunternehmen stärker waren, sind sie laut der neuen Finanzliteratur in den letzten 20 Jahren von größerer Bedeutung bei Großunternehmen.

---

<sup>1</sup> Vgl. Asness, Moskowitz and Pedersen (2013), S. 929

<sup>2</sup> Vgl. Asness, Moskowitz and Pedersen (2013), S. 929

Solche rasanten Veränderungen haben sich vermutlich auch auf die Performance und die Zusammenhänge zwischen Strategien, die von den Größeneffekten profitieren - wie Value und Momentum - ausgewirkt.<sup>3</sup>

Die Tatsache, dass Strategien, die auf technischer oder Fundamentalanalyse basieren, Erfolg haben, ist an sich eine große Herausforderung an die existierenden Verhaltens-, institutionellen und rationalen Preisgestaltungsmodelle. Traditionell wird in der Finanzwirtschaftstheorie angenommen, dass basierend auf historische Renditen die zukünftigen Kursentwicklungen nicht prognostizierbar sind.<sup>4</sup> Wenn dies aber in der Realität zuträfe, würden Value- und Momentum-Überrenditen nicht existieren.

In der Theorie mangelt es auch an Erkenntnissen über die Einflussfaktoren, die zu Überrenditen durch die Anwendung von technischer und Fundamentalanalyse führen. Makroökonomische Variablen, wie zum Beispiel Konjunktur-, Konsum- oder Ausfallrisikovariablen, zeigen nur einen geringen Effekt auf die Renditen von Value und Momentum Strategien. Weitere Faktoren, wie firmenspezifische Variablen, Über- und Unterreaktionen haben einen Einfluss auf die Überrenditen der beiden strategischen Stile, tragen aber nur zum gewissen Teil zur Gesamtrendite bei.<sup>5</sup> Dabei gibt es für Value und Momentum plausible Erklärungen, sowohl aus der traditionellen Finanzlehre als auch aus Behavioral Finance, wobei die beiden Lehren sich voneinander stark aufgrund der zugrundeliegenden Modellannahmen unterscheiden.

Das Ziel dieser wissenschaftlichen Arbeit ist es herauszufinden, ob die Ergebnisse von Asness, Pedersen und Moskowitz<sup>6</sup> auf den deutschsprachigen Aktienmärkten (Österreich, Deutschland, Schweiz) verifiziert werden können und ob sich die Zusammenhänge zwischen Value- und Momentumstrategien nach der Finanzkrise von 2008 verändert haben. Zusätzlich wird erforscht, ob Value- oder Momentumstrategien eine bessere Performance gezeigt haben,

---

<sup>3</sup> Vgl. Alhenawi (2015), S. 1

<sup>4</sup> Vgl. Fama, French (2004): The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence\*, S. 2

<sup>5</sup> Vgl. Lewellen (2002), S. 65

<sup>6</sup> Vgl. Asness, Moskowitz and Pedersen (2013), S. 929