

Michael Roth

Eine empirische Untersuchung des Value Investings

Masterarbeit

**Roth, Michael: Eine empirische Untersuchung des Value Investings, Hamburg,
Diplomica Verlag GmbH 2015**

PDF-eBook-ISBN: 978-3-95636-487-7

Herstellung: Diplomica Verlag GmbH, Hamburg, 2015

Zugl. Universität Hohenheim, Masterarbeit, 2011

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und die Diplomica Verlag GmbH, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Alle Rechte vorbehalten

© *Diplom.de*, Imprint der Diplomica Verlag GmbH
Hermannstal 119k, 22119 Hamburg
<http://www.diplom.de>, Hamburg 2015
Printed in Germany

Kurzfassung

Die Wirtschaft wird geprägt von Rezessionen und Boomphasen, die auch an den Aktienmärkten nicht spurlos vorbeigehen. Börsenkrisen können aber auch unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung entstehen. Das Platzen der Technologieblase im Jahr 2000 und die Finanzkrise im Jahr 2007 sind hierfür eindrucksvolle Beispiele. Bei einer historischen Betrachtung der Aktienmärkte ist es leicht zu erkennen, dass Börsenhaussen und Börsencrashes die Regel und keine Ausnahme sind. Anleger investieren in Aufschwungsphasen häufig in junge, wachstumsstarke, aber finanz- und ertragsschwache Unternehmen. Umgekehrt setzen sie nach einem Börsencrash auf wachstumsschwächere, dafür aber ertrags- und finanzstarke Unternehmen. Diese Vorgehensweise führt oft zu großen Verlusten bei Investoren. In der Praxis wird häufig auf Value Investing als Strategie zur nachhaltigen Performanceerzielung verwendet. Benjamin Graham gilt als Begründer des Value Investings. Er veröffentlichte im Jahr 1934 gemeinsam mit David Dodd das Buch *Security Analysis*. Graham und Dodd vertreten die Ansicht, dass Investoren nur Aktien kaufen sollten, deren Kurse unter ihren fundamental gerechtfertigten Werten notieren. Am Aktienmarkt gelten aber eigene Gesetze. In Aufschwungsphasen verdrängt die Euphorie häufig die Vernunft der Anleger und diese erleiden im anschließenden Börsenabschwung hohe Verluste, da sie für die Aktien mehr bezahlt haben als sie tatsächlich Wert sind. Um diese Fehler zu vermeiden, wird Anlegern häufig geraten, die Strategie des Value Investings zu verwenden. Doch können mit der Value-Strategie dauerhaft bessere Ergebnisse erzielt werden? Oder gibt es Marktphasen in denen der Value-Stil keine überdurchschnittlichen Ergebnisse erzielt? Mit der Beantwortung dieser Fragen beschäftigt sich die folgende Arbeit.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	III
Abbildungsverzeichnis.....	V
1 Einleitung.....	1
2 Grundlagen des Value Investings	4
2.1 Definition und Geschichte des Value Investings	4
2.2 Value Investing und die Informationseffizienz der Märkte	6
2.3 Der Einfluss der Behavioral Finance auf das Value Investing.....	9
3 Beliebte Kennzahlen des Value Investings.....	12
3.1 Allgemeine Informationen zu Kennzahlen	12
3.2 Die Dividendenrendite - direkte Ergebnisbeteiligung der Investoren.....	12
3.3 Eine in der Praxis sehr beliebte Kennzahl - das Kurs-Gewinn-Verhältnis	16
3.4 Identifizierung von Schnäppchen mit Kurs-Buchwert-Verhältnis.....	20
3.5 Bessere Vergleichbarkeit mit dem Kurs-Cashflow-Verhältnis	22
4 Empirische Untersuchung einzelner Kennzahlen	26
4.1 Aufbau und Vorgehensweise der empirischen Untersuchung	26
4.2 Kritische Überprüfung der Dividendenrendite.....	27
4.2.1 Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	27
4.2.2 Backtest zur Verwendung langfristiger Durchschnitte	30
4.2.3 Schlussfolgerung der Untersuchungen.....	32
4.3 Untersuchung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses	33
4.3.1 Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	33
4.3.3 Schlussfolgerung der Untersuchungen.....	38
4.4 Betrachtung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses	39
4.4.1 Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	39
4.4.2 Backtest zur Verwendung langfristiger Durchschnitte	42
4.4.3 Schlussfolgerung der Untersuchungen.....	44
4.5 Analysierung des Kurs-Cashflow-Verhältnisses.....	45
4.5.1 Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	45
4.5.2 Backtest zur Verwendung langfristiger Durchschnitte	48
4.5.3 Schlussfolgerung der Untersuchungen.....	51
4.6 Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse.....	51

5	Entwicklung und Untersuchung eines Kennzahlenmodells	53
5.1	Entwicklung und Backtest eines Total- und eines Partialmodells	53
5.2	Empirische Untersuchung des Totalmodells.....	53
5.2.1	Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	53
5.2.2	Backtest zu Verwendung langfristiger Durchschnitte.....	56
5.2.3	Schlussfolgerung der Untersuchungen	57
5.3	Empirische Untersuchung des Partialmodells.....	59
5.3.1	Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	59
5.3.2	Backtest zur Verwendung langfristiger Durchschnitte	61
5.3.3	Schlussfolgerung der Untersuchungen	62
5.4	Zusammenfassung der empirischen Untersuchungen	62
6	Ausblick auf die weitere Entwicklung.....	64
	Anhang	65
	Literaturverzeichnis.....	90

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht zu den Bewertungskennzahlen	5
Abbildung 2: Darstellung normaler und anomaler Kursverläufe	11
Abbildung 3: Ausgewählte Dividendenrenditen im Vergleich	14
Abbildung 4: Renditedifferenzen zwischen Anleihen und Dividenden	15
Abbildung 5: Verfahren zur Cashflowermittlung	23
Abbildung 6: Verwendungsmöglichkeiten freier Finanzmittel	24
Abbildung 7: Entwicklung der Dividendenrendite	27
Abbildung 8: Entwicklung dividendenzahlender Unternehmen	28
Abbildung 9: Performancevergleich der Dividendenrenditestrategie	29
Abbildung 10: Performanceentwicklung der Dividendenstrategie	29
Abbildung 11: Performance der Portfolios und des Marktes inklusive Finanzwerte	30
Abbildung 12: Durchschnittliche Dividendenrendite inklusive Finanzwerte	31
Abbildung 13: Volatilität der Portfolios inklusive Finanzwerte	31
Abbildung 14: Performance der Portfolios und des Marktes ohne Finanzwerte	31
Abbildung 15: Durchschnittliche Dividendenrendite ohne Finanzwerte	32
Abbildung 16: Volatilität der Portfolios ohne Finanzwerte	32
Abbildung 17: Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses	34
Abbildung 18: Performancevergleich der Strategie Kurs-Gewinn-Verhältnis	34
Abbildung 19: Performanceentwicklung der Strategie Kurs-Gewinn-Verhältnis	35
Abbildung 20: Performance der KGV-Portfolios inklusive Finanzwerte	36
Abbildung 21: Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Portfolios inklusive Finanzwerte	36
Abbildung 22: Volatilität der Portfolios inklusive Finanzwerte	37
Abbildung 23: Performance der KGV-Portfolios ohne Finanzwerte	37
Abbildung 24: Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Portfolios ohne Finanzwerte	37
Abbildung 25: Volatilität der Portfolios ohne Finanzwerte	38
Abbildung 26: Entwicklung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses	40
Abbildung 27: Performancevergleich der Strategie Kurs-Buchwert-Verhältnis	40
Abbildung 28: Performanceentwicklung der Strategie Kurs-Buchwert-Verhältnis	41
Abbildung 29: Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Portfolios inklusive Finanzwerte	42
Abbildung 30: Performance der KBV-Portfolios inklusive Finanzwerte	42
Abbildung 31: Volatilität der Portfolios inklusive Finanzwerte	43
Abbildung 32: Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Portfolios ohne Finanzwerte	43

Abbildung 33: Performance der KBV-Portfolios ohne Finanzwerte	44
Abbildung 34: Volatilität der Portfolios ohne Finanzwerte	44
Abbildung 35: Entwicklung des Kurs-Cashflow-Verhältnisses.....	46
Abbildung 36: Performancevergleich der Strategie Kurs-Cashflow-Verhältnis.....	47
Abbildung 37: Performanceentwicklung der Strategie Kurs-Cashflow-Verhältnis.....	48
Abbildung 38: Kurs-Cashflow-Verhältnisse der Portfolios inklusive Finanzwerte.....	48
Abbildung 39: Performance der KCV-Portfolios inklusive Finanzwerte	49
Abbildung 40: Volatilität der Portfolios inklusive Finanzwerte	49
Abbildung 41: Kurs-Cashflow-Verhältnisse der Portfolios ohne Finanzwerte.....	50
Abbildung 42: Volatilität der Portfolios ohne Finanzwerte	50
Abbildung 43: Performance der KCV-Portfolios ohne Finanzwerte	50
Abbildung 44: Grafische Darstellung der Untersuchungsergebnisse.....	52
Abbildung 45: Performancevergleich des Totalmodells in den einzelnen Jahren	54
Abbildung 46: Performanceentwicklung des Totalmodells	54
Abbildung 47: Performancevergleich zwischen dem Totalmodell und den Einzelkennzahlen	55
Abbildung 48: Performance des Totalmodells inklusive Finanzwerte	56
Abbildung 49: Performance des Totalmodells ohne Finanzwerte	57
Abbildung 50: Performanceentwicklung des Partialmodells	59
Abbildung 51: Performancevergleich zwischen Partial- und Totalmodell	60
Abbildung 52: Performance des Partialmodells inklusive Finanzwerte	61
Abbildung 53: Performance des Partialmodells ohne Finanzwerte	61

1 Einleitung

Börsen faszinieren Investoren und Spekulanten auf der ganzen Welt. Besonders in Haussephasen werden auch viele risikoscheue Anleger in den Bann des schnellen Geldes gezogen und beginnen an der Börse zu spekulieren. In einem fortgeschrittenen Boom, wird der Versuch an der Börse Geld „zu machen“ für viele Anleger jedoch zu einer großen Enttäuschung. Für die meisten endet der Versuch mit hohen Verlusten und in der Folge verlieren die Betroffenen ihr Interesse an der Börse für immer oder bis zum nächsten Boom. Für diese Anleger ist zu hoffen, dass sie ihr Interesse dauerhaft verlieren, da ihnen in der nächsten Boomphase das gleiche Schicksal widerfährt.

Um an der Börse erfolgreich sein zu können, ist ein grundlegendes Verständnis von den Märkten und von Investmentstrategien notwendig. Schon ein kurzer Blick in die Historie reicht, um zu erkennen, dass sich die Börsen in Zyklen bewegen. Bisher ist jeder Baisse ein neues Hoch gefolgt und umgekehrt. Wer also in einem fortgeschrittenen Boom an der Börse einsteigt, muss damit rechnen Verluste zu erleiden. Für Anleger deren Ziel es ist, das schnelle Geld zu machen, gilt dies insbesondere.

Als jüngste Beispiele können die Dotcom-Blase aus dem Jahr 2000 und die Finanzkrise aus dem Jahr 2007 herangezogen werden. Während der Dotcom-Hausse bezahlten Anleger und Spekulanten für Internet- und Technologieunternehmen immer höhere Preise und lösten eine Spekulationsblase aus. Die Hoffnung auf überdurchschnittlich hohe Gewinne der jungen Unternehmen wurde jedoch enttäuscht und der Boom endete in einem Börsencrash. Noch besser in Erinnerung ist der Einbruch des Aktienmarktes in Folge der Finanzkrise im Jahr 2007. Innerhalb eines Jahrzehnts kam es zu zwei weltweiten Börsenkrisen, in denen Anleger viel Geld verdienen aber auch verlieren konnten. Um die Gefahr von Verlusten zu minimieren und Fehler zu vermeiden, eignen sich Anlagestrategien.

Eine Anlagestrategie ist ein Bündel von Prinzipien, die den Entscheidungsspielraum des Investors einengen und zu einem systematischen Vorgehen führen.¹ Sie basieren auf Annahmen wie Märkte funktionieren und der Idee Fehler anderer Investoren auszunutzen.² In der Praxis sind im Laufe der Jahre viele Investmentstile entwickelt worden. Zu den bekanntesten Investmentstilen zählen unter anderem das Growth Investing und das Value Investing. Interes-

¹ Vgl. Thießen, F. (2004), S. 19.

² Vgl. Damodaran, A. (2003), S. 2.

sierte Investoren treffen in Wirtschafts- und Börsenzeitschriften immer wieder auf Berichte zum Thema Value Investing. In den Artikeln wird dem Leser der Eindruck vermittelt, dass mit dem Anlagestil dauerhaft Überrenditen gegenüber dem Markt erzielt werden können. Viele amerikanische Studien weisen die Überlegenheit des Value Investing empirisch nach. Für die europäischen und den deutschen Aktienmarkt gibt es hingegen nur wenige empirische Untersuchungen. Die europäischen Staaten wachsen, nicht zuletzt durch die Gemeinschaftswährung Euro, immer stärker zusammen. Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass im Jahr 2010 rund 71% der deutschen Ausfuhren ins europäische Ausland geliefert wurden. Zu den wichtigsten Handelspartnern zählten Frankreich, Italien, die Niederlande und Österreich.³ Die starken wirtschaftlichen Verflechtungen der Eurozone, wirken sich auch an den Aktienmärkten aus. Vor allem die zunehmenden Korrelationen der großen Börsenindizes sind ein Beleg für die gegenseitigen Abhängigkeiten.

Die Masterthesis beschäftigt sich mit der Frage, ob mit dem Value Investing in Europa tatsächlich Überrenditen erwirtschaftet werden können oder nicht. Für die Untersuchung wurden die Unternehmen des Stoxx Europe 200 Large herangezogen. Neben den oben genannten Gründen waren die Datenverfügbarkeit und eine ausreichend große Zahl an Unternehmen ausschlaggebend.

Zunächst werden in Kapitel 2 die Grundlagen des Value Investings und die Bedeutung der Informationsverarbeitung durch die Märkte erläutert. Sehr häufig werden Anleger beim Thema Value Investing mit Kennzahlen konfrontiert. Deshalb werden in Kapitel 3 in der Praxis beliebte Kennzahlen vorgestellt und ihre Vor- und Nachteile diskutiert.

In Kapitel 4 erfolgt die empirische Untersuchung der ausgewählten Kennzahlen. Das Ziel der Untersuchung ist herauszufinden, ob durch die Verwendung der Kennzahlen bessere Ergebnisse erzielt werden können. Neben einem Backtest auf Basis der Vorjahreswerte, erfolgt eine Überprüfung der Verwendung langfristiger Durchschnitte im Zeitraum von 1997-2010.

Anleger treffen ihre Entscheidungen jedoch in der Regel nicht auf Basis einer einzelnen Kennzahl, sondern berücksichtigen bei ihren Entscheidungen mehrere Faktoren. In Kapitel 5 wird daher ein Totalmodell entwickelt, das alle vier Kennzahlen berücksichtigt. Des Weiteren

³ Vgl. Statistisches Bundesamt (2011), S. 2.

wird ein Partialmodell entwickelt und getestet, welches auf den Kennzahlen mit den besten Einzelergebnissen basiert.

Kapitel 6 fasst die Ergebnisse der Masterthesis kurz zusammen und gibt einen Ausblick auf zukünftige Entwicklungsmöglichkeiten.