

Zusammenfassung

Meine Arbeit untersucht in welchem Maße die deutschen Analysten die Erkenntnisse bezüglich Value und Growth Mitte und Ende der neunziger Jahre in ihre Empfehlungen aus den Jahren 2004 und 2005 implementiert haben.

Um diesen Aspekt herauszuarbeiten habe ich meine Arbeit in zwei große Kapitel geteilt.

Im ersten Kapitel sind zunächst die Grundlagen sowie die Entstehung der Thematik Value und Growth dargestellt. Vor allem wichtige Kennzahlen zur Klassifizierung von Value- und Growth-Titeln, wie Price-Earnings-Ratio, Price-Book-Ratio, Dividend yield und Long term growth, sollen die wesentlichen Unterschiede demonstrieren.

Die neunziger Jahre waren ein Meilenstein in der Geschichte von Value und Growth. Allen voran waren es Fama und French, Lakonishok und Chan, die die langfristige Outperformance von Value über Growth verdeutlichen. Untersucht wurde zunächst nur der amerikanische Markt, die folgenden Studien zeigt jedoch sehr ähnliche Szenarien sowohl für den japanischen als auch für viele europäische Märkte. Somit wurde widerlegt, dass die Value-Outperformance nur zufällig, temporär oder nur auf einem Markt Gültigkeit habe.

Bei allen Untersuchungen wurde aber nur auf eine Kennziffer geachtet: die Rendite. Kritiker äußerten die Vermutung, dass die höhere Performance mit einem höheren Risiko einhergehe. Dies scheint auch auf den ersten Blick nahe liegend.

Um diese These zu entkräften nutze ich zwei marktgängige Modelle: erstens das Capital asset pricing model (CAPM) und zweites die effiziente Markthypothese.

Nach Sharpe müsste das CAPM bei steigender Rendite ein höheres Beta haben. Fama und French bildeten nun Portfolien anhand der oben genannten Kennzahlen und identifizierten anschließend ein Value- sowie ein Growth-Portfolio. Danach fand über das CAPM eine lineare Regression statt und man stellte fest, dass kein signifikanter Risikounterschied besteht. Auch die Erweiterung des CAPM zum Zwei-Faktor-Modell nach Fama und French, welches explizit ein Identifikationskriterium z.B. Price-earnings-ratio einschließt, änderte nichts an der Tatsache, dass das Value-Portfolio gegenüber dem Growth-Pendant ein nahezu gleiches Risikoprofil hatte.

Als nächstes beleuchte ich die effiziente Markthypothese (EMH). Ein starke Informationseffizienz vorausgesetzt, könnte der Investor nur durch ein höheres Risiko eine höhere Rendite erwirtschaften. Um diese These zu validieren wurde der irische Markt im Zeitraum von 1996 bis 2002 untersucht. Es lies sich feststellen, dass einen Tag vor und nachdem wichtige Kennzahlen veröffentlicht wurden, die Renditen signifikant über einem normalen Handelstag liegen. Die wäre ein Indiz dafür, dass die höhere Value-Performance ein ex-ante höheres Risiko beinhalten könnte.

Aufgrund dessen befasst sich meine Arbeit mit zwei weiteren Erklärungsansätzen, der „behavioral finance“ sowie der „principal-agent-theory“, die aber beide die das höhere ex-ante Risiko von Value-Papieren verneinen.

Nachdem nun diese Erkenntnisse Mitte und Ende der neunziger Jahre erlangt wurden, teste ich im zweiten Kapitel meiner Arbeit, in welchem Maße die Analysten dies in Empfehlungen 2004 und 2005 berücksichtigt hatten.

Analysten sind Katalysatoren für die Investmentgemeinde, die die Menge an Informationen filtern und zu einer Handlungsempfehlung bündeln, so dass es den Anlegern möglich sein sollte, mit Hilfe der Empfehlungen sein Geld optimal zu investieren.

Daraufhin untersuche ich in den Jahren 2004 und 2005, ob und wie stark dies den Analysten gelungen ist und ob eher Value- bzw. Growth-Titel in der Gunst der Analysten standen.

Als Datenbasis dienen ca. 4500 Empfehlungen von sieben großen, in Deutschland angesiedelten Brokern. Die Auswahl der Titel beschränkte sich auf den europäischen Raum, da im ersten Kapitel schon auf das unabhängige internationale Phänomen der Value-Outperformance hingewiesen wurde.

Alle Empfehlungen wurden in drei Clustern zusammengefasst, nämlich ob die Aktie respektive ein Portfolio von Aktien als Kauf, neutral oder Verkauf markiert worden ist.

Neben den bereits genannten Value-/Growth-Kriterien wird die Momentumkomponente mit ins Bewertungsbündel einbezogen, da dies ein Indikator ist, ob Analysten eine Aktie mit einer hohen ex-post Rendite bevorzugen oder nicht.

Anhand von linearen Regressionen kommt die Studie zum Ergebnis, dass weder eine reine Value- bzw. Growth-Strategie in beiden Jahren der anderen jeweils Anderen überlegen gewesen wäre. Es ist aber hervorzuheben, dass eine Selektion von Value-Titeln mit einem gewissen Momentum eine optimale Strategie gewesen wäre. Dies klingt zunächst einleuchtend, da Value per se nicht zur Outperformance führen muss, denn der Markt muss die unterbewerteten Perlen auch entdecken, denn ansonsten springt der Kurs dieser günstigen Aktien nicht an.

Wie aber haben nun die Analysten votiert?

Analysten bevorzugten in beiden Jahren besonders Titel mit einem geringen Book-to-price-ratio und einer geringen Dividend yield, dies lässt sich anhand linearer Regressionen aus dem Model nachweisen. Vergleicht man nun auch die ex-post Rendite der zum Kauf empfohlenen Aktien mit den Pendants auf der Verkaufseite, dann lässt sich aufweisen, dass die Empfehlungen keinen signifikanten Mehrwert für den Anleger generiert haben, teilweise sogar eher Wertvernichter waren, in dem sie Titel mit vergleichsweise schlechterer Performance bevorzugt haben.

Insgesamt lässt sich sagen, dass nach Betracht der beiden Jahre 2004 und 2005 Zweifel am Mehrwert der Empfehlungen unter dem Value- und Growth-Aspekt erlaubt sind, welche jedoch in weiteren Studien validiert werden müssen. Dann wird sich sehen lassen, ob auch in Zukunft die Value-Erkenntnisse in dem Maße ignoriert werden.