

Recht • Wirtschaft • Steuern

igel
Verlag
RWS

Michael Roth

Value Investing

Ein Weg zum Erfolg?

Roth, Michael: Value Investing: Ein Weg zum Erfolg? Hamburg, Igel Verlag RWS 2015

Buch-ISBN: 978-3-95485-315-1

PDF-eBook-ISBN: 978-3-95485-815-6

Druck/Herstellung: Igel Verlag RWS, Hamburg, 2015

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

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

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

© Igel Verlag RWS, Imprint der Diplomica Verlag GmbH
Hermannstal 119k, 22119 Hamburg
<http://www.diplomica.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 Untersuchung.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	11
1 Einleitung	13
2 Grundlagen des Value Investings.....	15
2.1 Definition und Geschichte des Value Investings	15
2.2 Value Investing und die Informationseffizienz der Märkte	17
2.3 Der Einfluss der Behavioral Finance auf das Value Investing	19
3 Beliebte Kennzahlen des Value Investings	23
3.1 Allgemeine Informationen zu Kennzahlen	23
3.2 Die Dividendenrendite - direkte Ergebnisbeteiligung der Investoren	23
3.3 Eine in der Praxis sehr beliebte Kennzahl - das Kurs-Gewinn-Verhältnis	27
3.4 Identifizierung von Schnäppchen mit Kurs-Buchwert-Verhältnis.....	31
3.5 Bessere Vergleichbarkeit mit dem Kurs-Cashflow-Verhältnis.....	33
4 Empirische Untersuchung einzelner Kennzahlen.....	37
4.1 Aufbau und Vorgehensweise der empirischen Untersuchung	37
4.2 Kritische Überprüfung der Dividendenrendite	38
4.2.1 Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	38
4.2.2 Backtest zur Verwendung langfristiger Durchschnitte.....	41
4.2.3 Schlussfolgerung der Untersuchungen	43
4.3 Untersuchung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses	44
4.3.1 Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	44
4.3.3 Schlussfolgerung der Untersuchungen	49
4.4 Betrachtung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses	50
4.4.1 Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	50
4.4.2 Backtest zur Verwendung langfristiger Durchschnitte.....	53
4.4.3 Schlussfolgerung der Untersuchungen	55
4.5 Analysierung des Kurs-Cashflow-Verhältnisses	56
4.5.1 Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	56
4.5.2 Backtest zur Verwendung langfristiger Durchschnitte.....	59
4.5.3 Schlussfolgerung der Untersuchungen	62
4.6 Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse.....	62

5	Entwicklung und Untersuchung eines Kennzahlenmodells.....	64
5.1	Entwicklung und Backtest eines Total- und eines Partialmodells	64
5.2	Empirische Untersuchung des Totalmodells.....	64
5.2.1	Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	64
5.2.2	Backtest zu Verwendung langfristiger Durchschnitte.....	67
5.2.3	Schlussfolgerung der Untersuchungen	68
5.3	Empirische Untersuchung des Partialmodells.....	69
5.3.1	Backtest zur Verwendung von Vorjahreswerten.....	69
5.3.2	Backtest zur Verwendung langfristiger Durchschnitte.....	71
5.3.3	Schlussfolgerung der Untersuchungen	72
5.4	Zusammenfassung der empirischen Untersuchungen	72
6	Ausblick auf die weitere Entwicklung	74
	Anhang	75
	Literaturverzeichnis.....	102

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht zu den Bewertungskennzahlen.....	16
Abbildung 2: Darstellung normaler und anomaler Kursverläufe	21
Abbildung 3: Ausgewählte Dividendenrenditen im Vergleich	25
Abbildung 4: Renditedifferenzen zwischen Anleihen und Dividenden	26
Abbildung 5: Verfahren zur Cashflowermittlung.....	34
Abbildung 6: Verwendungsmöglichkeiten freier Finanzmittel	35
Abbildung 7: Entwicklung der Dividendenrendite.....	38
Abbildung 8: Entwicklung dividendenzahlender Unternehmen	39
Abbildung 9: Performancevergleich der Dividendenrenditestrategie	40
Abbildung 10: Performanceentwicklung der Dividendenstrategie	40
Abbildung 11: Performance der Portfolios und des Marktes inklusive Finanzwerte	41
Abbildung 12: Durchschnittliche Dividendenrendite inklusive Finanzwerte	42
Abbildung 13: Volatilität der Portfolios inklusive Finanzwerte	42
Abbildung 14: Performance der Portfolios und des Marktes ohne Finanzwerte.....	42
Abbildung 15: Durchschnittliche Dividendenrendite ohne Finanzwerte	43
Abbildung 16: Volatilität der Portfolios ohne Finanzwerte	43
Abbildung 17: Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses.....	45
Abbildung 18: Performancevergleich der Strategie Kurs-Gewinn-Verhältnis.....	45
Abbildung 19: Performanceentwicklung der Strategie Kurs-Gewinn-Verhältnis.....	46
Abbildung 20: Performance der KGV-Portfolios inklusive Finanzwerte	47
Abbildung 21: Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Portfolios inklusive Finanzwerte.....	47
Abbildung 22: Volatilität der Portfolios inklusive Finanzwerte	48
Abbildung 23: Performance der KGV-Portfolios ohne Finanzwerte	48
Abbildung 24: Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Portfolios ohne Finanzwerte	48
Abbildung 25: Volatilität der Portfolios ohne Finanzwerte	49
Abbildung 26: Entwicklung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses.....	51
Abbildung 27: Performancevergleich der Strategie Kurs-Buchwert-Verhältnis.....	51
Abbildung 28: Performanceentwicklung der Strategie Kurs-Buchwert-Verhältnis.....	52
Abbildung 29: Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Portfolios inklusive Finanzwerte.....	53
Abbildung 30: Performance der KBV-Portfolios inklusive Finanzwerte	53
Abbildung 31: Volatilität der Portfolios inklusive Finanzwerte	54
Abbildung 32: Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Portfolios ohne Finanzwerte	54

Abbildung 33: Performance der KBV-Portfolios ohne Finanzwerte	55
Abbildung 34: Volatilität der Portfolios ohne Finanzwerte	55
Abbildung 35: Entwicklung des Kurs-Cashflow-Verhältnisses	57
Abbildung 36: Performancevergleich der Strategie Kurs-Cashflow-Verhältnis	58
Abbildung 37: Performanceentwicklung der Strategie Kurs-Cashflow-Verhältnis	59
Abbildung 38: Kurs-Cashflow-Verhältnisse der Portfolios inklusive Finanzwerte	59
Abbildung 39: Performance der KCV-Portfolios inklusive Finanzwerte	60
Abbildung 40: Volatilität der Portfolios inklusive Finanzwerte	60
Abbildung 41: Kurs-Cashflow-Verhältnisse der Portfolios ohne Finanzwerte	61
Abbildung 42: Volatilität der Portfolios ohne Finanzwerte	61
Abbildung 43: Performance der KCV-Portfolios ohne Finanzwerte	61
Abbildung 44: Grafische Darstellung der Untersuchungsergebnisse	63
Abbildung 45: Performancevergleich des Totalmodells in den einzelnen Jahren	65
Abbildung 46: Performanceentwicklung des Totalmodells	65
Abbildung 47: Performancevergleich zwischen dem Totalmodell und den Einzelkennzahlen	66
Abbildung 48: Performance des Totalmodells inklusive Finanzwerte	67
Abbildung 49: Performance des Totalmodells ohne Finanzwerte	68
Abbildung 50: Performanceentwicklung des Partialmodells	69
Abbildung 51: Performancevergleich zwischen Partial- und Totalmodell	70
Abbildung 52: Performance des Partialmodells inklusive Finanzwerte	71
Abbildung 53: Performance des Partialmodells ohne Finanzwerte	71

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. Interessierte Investoren

¹ Vgl. Thießen, F. (2004), S. 19.

² Vgl. Damodaran, A. (2003), S. 2.

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

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

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

2 Grundlagen des Value Investings

2.1 Definition und Geschichte des Value Investings

Definition: Value Investing ist eine Anlagestrategie, die das Ziel verfolgt Wertpapiere zu kaufen, deren Marktpreis im Verhältnis zu ihrem inneren Wert niedrig ist.⁴

Benjamin Graham gilt als Urvater des Value Investings. Bereits 1934 verfasste er gemeinsam mit David Dodd das Buch *Security Analysis*. Sie differenzieren in ihrem Werk zunächst deutlich zwischen Investoren und Spekulanten. Das von ihnen entwickelte Anlagekonzept stellt die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung in den Mittelpunkt der Investitionsentscheidung. Für sie spielt die Prognose der zukünftigen Ertrags- und Cashflowentwicklung nur eine untergeordnete Rolle. In „*The Intelligent Investor*“ entwickelte Benjamin Graham eine Value-Strategie für Anleger, die vor allem auf den Erhalt des Vermögens ausgerichtet ist. Seine Bekanntheit verdankt das Value Investing jedoch überwiegend Warren Buffett, der mit dem Investmentstil an der Börse große Erfolge erzielte.⁵ Warren Buffett war ein Student Benjamin Grahams und arbeitete nach Abschluss seines Studiums einige Zeit in Grahams Investmentfirma, bis er sich später selbstständig machte. Heute leitet Warren Buffett Berkshire Hathaway, eine amerikanische Beteiligungsgesellschaft, die er mit dem Value Investing-Stil zu einem der 10 größten amerikanischen Unternehmen machte.⁶

Häufig werden Investoren beim Thema Value Investing mit Kennzahlen konfrontiert. Mit ihrer Hilfe wird der innere Wert einer Aktie aus Bilanzkennzahlen ermittelt. Qualitative Kriterien, wie die Fähigkeiten des Managements oder die Produktpalette, werden bei dieser Vorgehensweise nicht betrachtet. Zu den beliebtesten und bekanntesten Kennzahlen in der Praxis gehören die Dividendenrendite, das Kurs-Gewinn-Verhältnis und das Markt-Buchwert-Verhältnis. Das Kurs-Cashflow-Verhältnis ist eine Kennzahl der jüngeren Vergangenheit, die in der Praxis ebenfalls häufig Verwendung findet.

Die folgende Tabelle zeigt, welche Ausprägungen und Entwicklungen Aktien bei den einzelnen Kennzahlen vorweisen sollten, um als Value-Titel zu gelten.

⁴ Vgl. Thießen, F. (2004), S. 28

⁵ Vgl. Barberis, N. / Shleifer, A. (2003), S. 161.

⁶ Vgl. http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2011/full_list/