

Executive Summary

Problemstellung und Zielsetzung

Das Value-Investing ist eine der erfolgreichsten Anlagestrategien der Welt. Die grundlegenden Prinzipien dieses langfristig ausgerichteten Investmentansatzes wurden in den späten 1920er Jahren von Benjamin Graham und David Dodd artikuliert. Value-Investoren glauben nicht an die von Fama (1970) formulierte Effizienzmarkthypothese, die besagt, dass Wertpapierpreise jederzeit alle verfügbaren Informationen vollständig widerspiegeln. Sie gehen stattdessen davon aus, dass der Kapitalmarkt nicht immer effizient funktioniert, da Investoren oftmals starken Stimmungsschwankungen ausgesetzt sind, die von tiefer Verzweiflung bis hin zur überschwänglichen Euphorie reichen. Aufgrund des irrationalen Anlegerverhaltens ist es möglich, dass kurzfristig eine Diskrepanz zwischen dem Preis und dem inneren Wert einer Aktie bestehen kann. Die Verfechter des Value-Investing sind sich aber einig, dass diese Fehlbewertung auf lange Sicht korrigiert wird. Value-Investoren versuchen allfällige Marktineffizienzen auszunutzen, indem sie Aktien erwerben, die deutlich unter ihrem fairen Wert notieren.

Für Kapitalmarktforscher ist es schwierig, die Performance des reinen Value-Investing zu ermitteln, da bei der Bestimmung des inneren Wertes einer Aktie subjektive Annahmen getroffen werden müssen. Sie konzentrieren sich daher auf kennzahlenbasierte Value-Strategien, die nur den ersten Schritt des dreistufigen Value-Investing-Prozesses ausführen. Bei der Anwendung dieser rein quantitativen Strategien werden Portfolios aus Aktien zusammengestellt, deren Preise im Verhältnis zu Fundamentaldaten wie Buchwert, Gewinn, Cashflow oder Dividenden niedrig sind. Im Gegensatz dazu investieren Growth-Strategien in populäre Unternehmen, die über hohe Wachstumsaussichten verfügen. Solche Growth-Firmen weisen vergleichsweise hohe Preise im Verhältnis zu ihren Fundamentaldaten auf.

Zahlreiche Studien konnten zeigen, dass Value-Strategien langfristig eine markant bessere Performance erzielen als Growth-Strategien. Dieser sogenannte Value-Effekt ist in verschiedenen Ländern zu beobachten. Einzelne Forscher erbrachten zudem den Nachweis, dass Value-Portfolios auch in der Lage sind, den Gesamtmarkt zu schlagen. Während der amerikanische Aktienmarkt in der Vergangenheit sehr genau untersucht wurde, liegen für die Schweiz nur sehr wenige Studien vor. Eine empirische Analyse des Schweizer Aktienmarktes könnte somit neue und interessante Erkenntnisse für Privatanleger liefern.

Das primäre Ziel dieser Arbeit besteht darin, den Erfolg von kennzahlenbasierten Value-Strategien am Schweizer Aktienmarkt zu evaluieren. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich

von 1999 bis 2019. Um zu prüfen, ob in der Schweiz eine statistisch signifikante Value-Prämie existiert, wird die Performance von Value- mit derjenigen von Growth-Strategien verglichen. Dabei wird ebenfalls analysiert, welche der beiden Strategien risikoreicher ist. Ausserdem soll die Frage beantwortet werden, ob quantitative Value-Strategien eine risiko- und transaktionskostenbereinigte Outperformance gegenüber dem Swiss Performance Index (SPI) sowie einem gleichgewichteten Index (GGI) erzielen können.

Methodisches Vorgehen und Aufbau der Arbeit

Diese Arbeit unterteilt sich in vier Kapitel. Nach einer kurzen Einleitung in das Thema Value-Investing wird in Kapitel 2 zunächst die von Fama (1970) formulierte Effizienzmarkthypothese erläutert. Anschliessend legt dieses Kapitel die grundlegenden Prinzipien des Value-Investing dar, stellt das Konzept der kennzahlenbasierten Value-Strategie vor und präsentiert vier Bewertungskennzahlen, mit denen Value- und Growth-Titel aus einem Aktienuniversum herausgefiltert werden können. Dieses Kapitel gibt zudem einen Überblick über die Ergebnisse der wichtigsten bisherigen Studien zur Performance kennzahlenbasierter Value-Strategien und diskutiert verschiedene Erklärungsansätze für die Value-Prämie.

In Kapitel 3 werden die Erfolgsaussichten kennzahlenbasierter Value-Strategien am Schweizer Aktienmarkt empirisch untersucht. Die Stichprobe setzt sich aus 284 Aktien zusammen, die im SPI vertreten sind oder in diesem Index enthalten waren. Alle berücksichtigten Titel werden zunächst nach der Höhe des Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV) und der Dividendenrendite (DR) sortiert. Anschliessend werden die Titel in fünf verschiedene und entsprechend dem Bewertungsniveau geordnete Portfolios eingeteilt. Letztere werden jedes Jahr neu zusammengestellt. Im Value (Growth)-Portfolio befinden sich jeweils die 20% Aktien, die am niedrigsten (höchsten) bewertet sind. Schliesslich erfolgt ein ausführlicher Performancevergleich zwischen den insgesamt 20 Portfolios, dem SPI und dem selbst konstruierten GGI. Dabei werden auch die Risiken der Portfolios und Benchmarks anhand verschiedener Risikokennzahlen gemessen.

Das vierte und letzte Kapitel fasst die gewonnenen Erkenntnisse zusammen, zieht ein Fazit und formuliert offene Forschungsfragen für zukünftige Untersuchungen.

Resultate

Kennzahlenbasierte Value-Strategien haben sich auch in der Schweiz ausgezahlt. Die drei Portfolios, die sich aus den 20% Aktien mit dem niedrigsten KBV, KGV und KCV zusammensetzen, erzielten im Zeitraum von 1999 bis 2019 eine um 6,76 bis 9,66% höhere durchschnittliche

Jahresrendite als die entsprechenden Growth-Portfolios. Die transaktionskostenbereinigten Value-Überrenditen liegen zwischen 2,76 und 5,66% p.a. Der Renditeunterschied zwischen dem KBV-basierten Value- und Growth-Portfolio weist keine statistische Signifikanz auf. Die Value-Überrenditen auf Basis des KGV und KCV sind dagegen statistisch signifikant auf dem 5%- bzw. 10%-Niveau. Der DR-Effekt war in jüngerer Zeit am Schweizer Aktienmarkt nicht mehr zu beobachten. Aktien mit niedriger DR verzeichneten einen um 2,81% p.a. höheren mittleren Wertzuwachs als Titel mit hoher DR.

Die vier Value-Strategien erzielten in den letzten 20 Jahren eine deutlich bessere Performance als der Gesamtmarkt. Sie konnten den SPI jährlich um durchschnittlich 10,19 bis 13,84% übertreffen. Die Renditeunterschiede sind alle statistisch signifikant auf dem 5%-Niveau. Die mittleren Überrenditen gegenüber dem GGI, der alle Aktien der Stichprobe umfasst, sind deutlich geringer und nicht statistisch signifikant von Null verschieden. Sie liegen zwischen 2,18 und 5,83% p.a. Die Value-Portfolios konnten die beiden Benchmarks selbst nach Abzug von Transaktionskosten in sieben von acht Fällen schlagen.

Die Value-Strategien haben auch risikoadjustiert wesentlich besser abgeschnitten als die Growth-Strategien sowie die Benchmarks. Sie erzielten im Untersuchungszeitraum eine deutlich höhere Sharpe Ratio, Sortino Ratio und Treynor Ratio. Die annualisierten beta-risikoadjustierten Value-Prämien betragen 7,06% (KBV), 10,16% (KGV), 9,77% (KCV) und 5,54% (DR). Die von Fama und French (1992) aufgestellte Hypothese, dass die Value-Überrenditen auf ein höheres fundamentales Risiko zurückzuführen sind, konnte in dieser Arbeit nicht bestätigt werden. Die Value-Portfolios weisen in drei von vier Fällen sogar ein tieferes Beta auf als die Growth-Portfolios. Ferner büssten sie in Baissephasen, in denen sich Investoren extrem risikoavers verhalten, weniger an Wert ein.

Abschliessend lässt sich sagen, dass in der Schweiz ein relativ stabiler KBV-, KGV- und KCV-Effekt existiert. Es muss jedoch angemerkt werden, dass Growth-Aktien in den letzten drei Jahren eine höhere mittlere Jahresrendite erwirtschafteten als Value-Titel. Da aber Value-Strategien langfristig ausgerichtet sind, bedeutet dieser Befund nicht, dass sich die Investition in Value-Unternehmen heutzutage nicht mehr lohnt. Die Ergebnisse dieser Untersuchung weichen relativ stark von bisherigen Studienresultaten ab. Dies kann dadurch begründet werden, dass unterschiedliche Datenbasen, Stichproben und Zeiträume betrachtet wurden. Die Zeiträume, die in bisherigen Studien analysiert wurden, umfassten weder die zweijährige Baissephase nach dem Platzen der Dotcom-Blase noch die europäische Staatschuldenkrise. Gerade in diesen Perioden erzielten Value-Aktien enorme Überrenditen gegenüber Growth-Aktien.