Informationsgehalt von Forward-looking Consensus Daten

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen der
Universität Zürich**

bei

PROF. DR. ALEXANDER WAGNER

Betreuung: CHRISTOPH WENK

Verfasser: ANDRIN BÖGLI

Abgabedatum: 27. August 2010

Executive Summary

Problemstellung

Heutzutage befinden sich auf verschiedenen Informationsplattformen sogenannte Consensus-Daten. Diese durchschnittlichen Schätzungen von bestimmten Finanzzahlen werden von Finanzanalysten für die meisten an der Börse kotierten oder anderen grossen Unternehmen durchgeführt und publiziert. Während Banken, Funds und spezialisierte Research Institute viel Geld für eine fundamentale Aktienanalyse ausgeben, beurteilt die Literatur Analysten sehr kritisch und diskutiert kontrovers über den Wert ihrer Schätzungen. Barber, McNichols & Trueman (2001) zeigen beispielsweise, dass anhand von Analystenempfehlungen Überrenditen generierende Investitionsstrategien konstruiert werden können. Im Gegensatz dazu beobachten Jegadeesh et al. (2004) nur unter sehr spezifischen Umständen mehrwertschaffende Eigenschaften von Analystenschätzungen.

Aus diesem Grund ist es interessant, diese Consensus-Daten auf ihren Informationsgehalt zu untersuchen. Weil diese von Analysten stammen, welche in engem Kontakt zu den jeweiligen Unternehmen stehen, versucht die Studie zu analysieren, ob Consensus-Schätzungen mit den darin beinhalteten Informationen einen gewissen Informationsvorsprung gegenüber dem Markt bieten. Dies würde sich darin auswirken, dass anhand von Consensus-Schätzungen über- beziehungsweise unterbewertete Unternehmen entdeckt werden können. Falls diesen Daten ein solcher Nutzen tatsächlich inhärent wäre, könnte eine darauf angelegte Investitionsstrategie signifikante Überrenditen gegenüber dem Markt erzielen. Dafür müsste allerdings die Effizienz des Kapitalmarktes der mittelstarken Form nicht genügen, da jene die Generierung von signifikanten Überrenditen aufgrund von öffentlichen Informationen verneint.

Diese Studie basiert auf diesem Sachverhalt und folgert daraus die zu untersuchende Hypothese, dass falsch bewertete Unternehmen anhand von Consensus-Schätzungen entdeckt werden können. Eng damit verknüpft ist weiter die Hypothese, dass eine Investitionsstrategie basierend auf diesen öffentlichen Informationen zu langfristigen, signifikanten Überrenditen gegenüber einem Vergleichsindex (Benchmark) führt und die Effizienz des Marktes folglich nicht der mittelstarken Form entspricht.

Vorgehen

Um die aufgestellten Hypothesen zu testen, wird ein Vorgehen anhand einer relativen Bewertung basierend auf Forward-looking Multiples gewählt. Diese auf den Consensus-Schätzungen beruhende Form der Unternehmensbewertung zeigt die relative Bewertung eines Unternehmens im Vergleich zu einem Industriesektor auf. Aufgrund der Consensus-Schätzungen werden somit über- und unterbewertete Unternehmen gesucht. Sofern die nachfolgende Untersuchung positive Resultate liefert, ist der Nutzen von Consensus-Schätzungen falsch bewertete Unternehmen zu entdecken, bestätigt. Zudem ginge daraus hervor, dass Unterschiede zwischen Multiples verschiedener Unternehmen eines Sektors nicht ausschliesslich auf fundamentale Gründe zurückzuführen sind.

Basierend auf den berechneten Forward-looking Multiples werden zwei Investitionsstrategien entwickelt, die eine gewisse Prozentzahl der Unternehmen mit den höchsten, beziehungsweise den niedrigsten Multiples in ihr Portfolio einschliessen. Die von den ausgewählten Unternehmen realisierten Renditen werden über einen historischen Zeitraum mit den Renditen des Benchmarks verglichen und auf statistische Evidenz überprüft. Der Benchmark entspricht dabei einem gleichgewichteten Index aller Unternehmen eines Sektors. Falls diese ausschliesslich auf öffentlichen Informationen beruhenden Strategien signifikante Überrenditen liefern, wäre statistische Evidenz gegen die Existenz der mittelstarken Form der Markteffizienz gefunden und damit auch die zweite Hypothese bestätigt.

Die beiden grundsätzlichen Strategien, wobei die eine möglichst niedrige Multiples mit einer Long-Position und die andere möglichst hohe Multiples mit einer Short-Position ins Portfolio aufnimmt, verwenden unterschiedliche Portfolioeigenschaften. Dies betrifft einerseits die Wahl der Multiples, wobei die vier Multiple-Typen „Price/Earnings“, „Enterprise Value/EBIT“, „Enterprise Value/EBITDA“ und „Enterprise Value/Sales“ gewählt werden, andererseits die Wahl des Zeithorizonts zwischen ein bis drei Jahren in der Zukunft und schliesslich werden auch unterschiedliche Portfoliogrössen verwendet. Untersucht wird, inwieweit unterschiedliche Variablen zu Signifikanzunterschieden bezüglich der Portfolioeigenschaften führen. Im Anschluss daran werden die Resultate weiter auf Zusammenhänge zu der Grösse der gewählten Sektoren und der Regionalität, das heisst der Herkunft der Firmen, analysiert.

Diese Untersuchung wird für alle Unternehmen des STOXX® Europe 600 innerhalb der Sektoren „Aerospace & Defence“, „General Industrials“, „Electronic & Electrical Equipment“ und „Construction & Materials“ durchgeführt. Sie umfasst einen neunjährigen Zeitraum von 2001 bis 2009 und basiert auf täglichen Daten.

Resultate

Die Resultate der Untersuchung zeigen, dass 94% aller analysierten Portfolios Überrenditen gegenüber dem jeweiligen Benchmark erzielen, wovon 47% der Überrenditen signifikant auf dem 5%-Signifikanzniveau sind. Alle getesteten Sektoren weisen Überrenditen aus, obwohl deutliche Unterschiede zwischen den Sektoren existieren. Anhand der statistischen Evidenz für die erzielten Überrenditen beweist die Studie, dass Consensus-Schätzungen verwendet werden können, um falsch bewertete Unternehmen aufzuspüren und durch das Ausnützen der nachfolgenden Anpassung an ein faires Niveau signifikante Überrenditen zu realisieren. Aufgrund der Tatsache, dass durch die Verwendung von öffentlich verfügbaren Consensus-Schätzungen langfristig signifikante Überrenditen erzielt werden können, wird ebenfalls ersichtlich, dass für die in dieser Studie untersuchten Bereiche die mittelstarke Form der Markteffizienz nicht gilt. Obwohl beide Hypothesen für die untersuchten Sektoren bestätigt werden, ist zu beachten, dass diese Arbeit keine Betrachtung für den gesamten Markt darstellt, sondern nur einzelne Sektoren analysiert. Zusätzlich werden die Transaktionskosten vernachlässigt. Untersuchungen von anderen Sektoren beziehungsweise der Einbezug von Transaktionskosten könnten demzufolge die Basis für weitere Studien bilden.

Die errechneten Resultate sind für beide Strategien robust, wobei jene Strategie, die Unternehmen mit möglichst hohen Multiples (leer)verkauft, oftmals die signifikanteren Resultate bringt, als jene, die Unternehmen mit niedrigen Multiples in ihr Portfolio aufnimmt. Ein möglicher Erklärungsansatz hierfür könnten existierende Leerverkaufsrestriktionen sein, welche die Preisbildung innerhalb des Marktes erschweren und somit mehr Freiraum für Überbewertungen zulassen, welche durch die erwähnte Strategie strategisch ausgenutzt werden können.

Bei den zusätzlich untersuchten Portfolioeigenschaften stellt die Studie fest, dass sich aufgrund von P/E-Multiples klar die besten Ergebnisse erzielen lassen. Genauso deutlich wird ersichtlich, dass EV/Sales-Multiples zur Entdeckung von falsch bewerteten Unternehmen kaum behilflich sind. Ausserdem stellt diese Studie fest, dass Consensus-Schätzungen nur bis

maximal zwei Jahre in die Zukunft zu soliden Ergebnissen führen. Eine mehr als zwei Jahre in die Zukunft gerichtete Schätzung führt weder zu identischen noch besseren Resultaten, sondern vermindert den Wert der Consensus-Schätzungen. Bezüglich der Portfoliogrösse zeigt sich ziemlich klar, dass grössere Portfolios auch die signifikanteren Überrenditen liefern. Dies kann logisch damit begründet werden, dass zusätzliche Firmen im Portfolio einen Diversifikationseffekt ausüben. Dadurch werden Preisausschläge einzelner Unternehmen besser kompensiert und die Volatilität des Portfolios gesenkt, wodurch die Überrenditen signifikanter werden.

Die Untersuchung zwischen den Sektoren ergibt schliesslich, dass die Grösse des Sektors nicht zwingend einen Einfluss auf die Ergebnisse desselben hat. Grundsätzlich dient ein zusätzliches Unternehmen im Sektor dem Gesamtergebnis nur, wenn es sich um ein sehr ähnliches Unternehmen handelt. Ansonsten wird die Heterogenität innerhalb des Sektors grösser und die Signifikanz der Resultate sinkt. Eine negative Auswirkung einer stärkeren Bandbreite der Herkunftsländer der Unternehmen auf die Signifikanzen kann nicht beobachtet werden.

Allgemeine Beurteilung

Diese Studie liefert Indizien dafür, dass Consensus-Daten einen nicht zu vernachlässigenden Nutzen für verschiedene Marktteilnehmer stiften. Sie bieten Informationen, welche verschiedenen Verwendungszwecken dienen. Darauf basierende Investitionsstrategien erzielen langfristig signifikante Überrenditen und verweisen somit auf die mangelnde Effizienz des Marktes. Trotzdem bleibt diese Studie eine Fallanalyse für einige spezifische Sektoren, was eine Generalisierung der Aussagen kaum zulässt. Aufgrund dieser Tatsache ergeben sich allerdings diverse Möglichkeiten für zukünftige Untersuchungen, die sich dem Thema der Consensus-Daten und deren Nutzen widmen.