

INFORM

FINANZINFORMATIONEN
FÜR PENSIONSKASSEN
AUS ERSTER HAND



AKTIENANLAGEN MIT STIL

Das Platzen der Technologieblase, ein Produkt des Wachstumsglaubens der Anleger, hat nicht nur die Zweifel an der Theorie der Markteffizienz verstärkt, sondern auch die Prognosefähigkeit der Finanzinvestoren und -analysten in Frage gestellt. Unter diesem Gesichtspunkt stiess der von der Swissca Portfolio Management AG am 31. Mai 2002 in Zürich durchgeführte Anlass «Aktienanlagen mit Stil» auf reges Interesse der institutionellen Anleger, der Consultants und der Presse. Die Resonanz der rund 150 Teilnehmer war durchwegs positiv. Die an der Tagung behandelten Themenkreise waren die Nachhaltigkeit von Gewinnwachstum, Marktanomalien und Anlagestile.

Effizienzhypothese und Finanzanalysten unter Beschuss

Die Theorie der effizienten Märkte besagt im Wesentlichen, dass alle öffentlich verfügbaren Informationen ohne Verzögerung und vollständig in den gegenwärtigen Preisen verarbeitet sind. Auf der Basis historischer Kurse oder mit Hilfe von Finanzanalysen lassen sich keine Handelsstrategien entwickeln, mit denen sich systematisch überdurchschnittliche Renditen erzielen lassen. Zu einem anderen Schluss kommt Josef Lakonishok, Professor of Finance an der University of Illinois at Urbana Champaign. Er setzt in der Praxis auf «deep value stocks». In den Ergebnissen aus der Analyse von rund 2900 amerikanischen Aktien, über einen Zeitraum von 50 Jahren, fand der weltweit anerkannte Wissenschaftler mit dem Spezialgebiet «Finanzmarktineffizienzen» Unterstützung für seinen Ansatz.

Die Analyse zeigte, dass nur ein geringer Teil der Gesellschaften über mehrere Jahre beim Reingewinn, beim operativen Gewinn oder beim Umsatz überdurchschnittliche Wachstumsraten aufweisen bzw. die hohen, in den Aktienkursen implizit enthaltenen Wachstumserwartungen erfüllen konnte. Die Finanzanalysten waren nicht in der Lage, diese langfristigen Wachstumsraten richtig einzuschätzen. Sie waren im Allgemeinen zu optimistisch und neigten dazu, vergangene Trends zu weit in die Zukunft zu extrapolieren. Lakonishok riet deshalb zu grosser Skepsis gegenüber Firmen und Sektoren, die aufgrund hoher

Wachstumserwartungen auch hoch bewertet sind. Im vorliegenden Inform werden auf den letzten Seiten die unter dem Titel «The Level and Persistence of Growth Rates» im Mai 2001 veröffentlichten Ergebnisse in gekürzter Form wiedergegeben.

Existenz von Marktanomalien findet Bestätigung

Die Resultate der Untersuchungen von Professor Lakonishok seien eine Bestätigung für die eigenen Ergebnisse aus Langzeitstudien anhand von MSCI-Aktienmarktdaten. Dies erklärten Carlo Capaul und Thomas Grünenfelder von der Swissca im Rahmen eines Workshops, in welchem sie die Implementierung von Portfolios unter Berücksichtigung von Marktanomalien thematisierten. Im Widerspruch zur Hypothese der effizienten Märkte kann immer wieder festgestellt werden, dass nach bestimmten Merkmalen gebildete Aktiengruppen auch nach einer Risikoadjustierung teilweise erhebliche, unerklärt positive oder negative Überschussrenditen aufweisen. In Fachkreisen spricht man von Marktanomalien. Die bekanntesten sind der Bewertungseffekt (Wachstum versus Substanz), der Kapitalisierungseffekt (gross- versus kleinkapitalisierte Aktien) sowie der Preismomentumeffekt (Gewinner versus Verlierer).

Als Preismomentumeffekt wird z. B. die Feststellung bezeichnet, dass Aktien, die kurzfristig eine überdurchschnittliche Wertentwicklung an den Tag legten, dazu tendierten, über nochmals einige Monate zu den Siegern zu gehören. Im Zeitraum von 3 bis 5 Jahren aber werden sie von den zurückgebliebenen Titeln überholt. Dies zeigt, dass Aktien nicht über mehrere Jahre hinweg hohe Reingewinnwachstumsraten aufrechtzuerhalten vermögen. Gemäss Capaul und Grünenfelder ist es daher gefährlich, in ein Portfolio eine systematische Neigung zu Wachstumstiteln (Growth Tilt) einzubauen.

Bestätigung fanden die Swissca-Experten auch für den Bewertungs- und den Kapitalisierungseffekt: Substanz setzt sich langfristig gegenüber Wachstum durch, und die kleiner kapitalisierten Unternehmen schneiden besser ab als die grossen.

Wie gerade das vergangene Jahrzehnt zeigte, haben die Marktanomalien aber temporären Charakter. Sie setzen sich langfristig und in Zyklen durch; ihre Bedeutung schwankt im Zeitablauf. Konkret bedeutet dies, dass Anomalien, welche über Monate oder Jahre existieren, verschwinden oder invertieren, um Monate oder Jahre später wieder aufzutauchen. Die Ausrichtung der Titelauswahl auf einen einzigen Anlagestil (Wachstum oder Substanz, klein- oder grosskapitalisierte Unternehmen) ist deshalb wenig ratsam. Dies vor allem auch angesichts der Zusammensetzung der MSCI-Indices. Die Swissca sucht mit Hilfe eines eigenen, quantitativen Bewertungssystems nach statistisch signifikanten Indikationen für Veränderungen in der Attraktivität von Anlagestilen. Ziel ist es dabei, aus dem Anlageuniversum im Zeitablauf unter- und überbewertete Stil-Portfolios zu eruieren. Innerhalb der Stil-Portfolios erfolgt die Titelselektion unter Anwendung von Methoden der traditionellen Finanzanalyse. Auf der Ebene der Stil-Portfolios bevorzugt die Swissca gegenwärtig aufgrund der Bewertungsindikatoren die kleinkapitalisierten Substanztitel.

Niveau und Nachhaltigkeit von Gewinnwachstumsraten¹

Die Bewertung von Aktien stellt konstant hohe Anforderungen an das Portfolio Management und die Finanzanalyse. Zwei Variablen sind bei jeder Bewertungsübung kritisch: die Wachstumsrate zukünftiger Zahlungsströme sowie der Diskontierungszins. Finanzökonomien entwickelten eine Vielzahl von Modellen zur Bestimmung des «richtigen» Diskontierungssatzes und dokumentierten extensiv das Verhalten von Anlageerträgen. Vergleichsweise wenig Aufmerksamkeit wurde bisher dem Verhalten der Wachstumsraten der Unternehmensgewinne geschenkt.

Bei der Bewertung ganzer Aktienmärkte sind die aggregierten Wachstumsraten der Unternehmen eine der wichtigsten Grössen, um die Höhe der Risikoprämie von Aktien gegenüber risikolosen Anlagen vorherzubestimmen. Denn je nach unterstellter Risikoprämie sind hohe Bewertungen, wie sie z. B. während der TMT-Blase auftraten, gerechtfertigt oder eben nicht. Angewendet auf die Bewertung von individuellen Aktien haben projizierte Wachstumsraten Implikationen für die Schätzung von Kapitalkosten sowie auf beliebte Bewertungsindikatoren wie das Verhältnis von Kurs zu Gewinn (Price-to-Earnings, P/E) und von Kurs zu Buchwert (Price-to-Book, P/B).

Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Aktien z. B. sind bekanntlich stark unterschiedlich. Im IBES-Universum von US-Firmen betrug im Jahr 1999 das P/E im obersten Zehntel (90th percentile) 53,9, im untersten (10th percentile) lediglich 7,4, eine Differenz von 46,5 Punkten. Firmen, deren Gewinnausweise im Zeitablauf stark und nachhaltig waren, wurden mit hohen P/E gehandelt. Die Finanzanalysten dieser Firmen publizierten wohlwollende Kommentare mit weiterhin rosigen Zukunftsaussichten. Firmen mit in der Vergangenheit enttäuschenden Gewinnzahlen wurden mit tiefen P/E gehandelt, und die Finanzanalysten erwarteten wenig Gutes für die Zukunft. Ein Grund für die Bewertungsunterschiede liegt in den unterschiedlichen Risiken. In Anbetracht der nur schwach dokumentierten Beziehung zwischen erwarteten Erträgen und Risiken individueller Aktien kann die grosse Differenz in den Bewertungen kaum allein darauf zurückgeführt werden. Es ist eher so, dass die Bewertungsdifferenzen Unterschiede in den erwarteten Wachstumsraten reflektieren. Tatsächlich wiesen in der Vergangenheit die längerfristigen Gewinnwachstumsprognosen der Finanzanalysten, welche als Ausdruck der Markterwartungen gelten, zwischen den einzelnen Aktien grosse Unterschiede aus: Im höchsten Zehntel der 1999-IBES-Gewinn-Schätzungen über 5 Jahre z. B. beliefen sich die Gewinnschätzungen auf 40%, verglichen mit 8,9% im untersten Zehntel. Würden Analysten und Investoren nicht glauben, dass künftiges Gewinnwachstum voraussagbar ist, dann müssten die projizierten Wachstumsraten für alle Firmen identisch sein.

Dass dem nicht so ist, muss zum Schluss führen, dass viele Marktteilnehmer sehr wohl an die Prognostizierbarkeit der Gewinne glauben. Psychologische Studien unterstützen die Annahme, dass Individuen vergangene Trends zu weit in die Zukunft extrapolieren. Analysten und Investoren sind ebenfalls der Gefahr ausgesetzt, solchen Einschätzungsfehlern zu unterliegen. Dabei widerspricht die Annahme anhaltenden Gewinnwachstums der ökonomischen Intuition. Überdurchschnittliches Gewinnwachstum wird durch den Wettbewerbsdruck wieder zurückgebunden; analog dazu führt das Schliessen von nicht profitablen Geschäftseinheiten zu höheren Gewinnwachstumszahlen im Rest der Firma. Diese Logik wird auch auf

¹ Dieser Artikel ist eine gekürzte Übersetzung des Aufsatzes «The Level and Persistence of Growth Rates» von Louis K. C. Chan, Jason Karceski und Josef Lakonishok in: NBER Working Paper 8282, Mai 2001.

Stufe Gesamtmarkt gestützt: Es gibt klare Hinweise darauf, dass Gewinne kurzfristig vorausgesagt werden können, während die Langfristprognose generell nicht möglich ist.

Zusammengefasst kann eine grosse Differenz zwischen Aktienbewertungen und Analysten-Voraussagen einerseits und realisierten operativen Wachstumsraten andererseits konstatiert werden. Die massiven Kursausschläge an den Aktienmärkten in den letzten 36 Monaten haben das Ausmass sowie die Auswirkungen solcher Differenzen wieder einmal vor Augen geführt.

Es drängen sich deshalb zwei Fragen auf:

1. Wie plausibel sind die Erwartungen von Investoren und Analysten, dass Firmen andauernd und über längere Perioden hohe Wachstumsraten aufrechterhalten können?
2. Sind Firmen, welche konsistent hohe Wachstumsraten aufweisen, zum Voraus (ex ante) identifizierbar?

Die Verteilung von realisierten Wachstumsraten über 1, 5 und 10 Jahre

Die Darstellung der Verteilung der über verschiedene Perioden realisierten Wachstumsraten dient zur Beurteilung der Wahrscheinlichkeit, dass die in den Marktpreisen implizit enthaltenen Wachstumserwartungen auch tatsächlich erreicht werden. Denn hohe Bewertungskennziffern können nur mit anhaltend hohem Gewinnwachstum gerechtfertigt werden. Einen ersten Anhaltspunkt gab die Analyse der Wachstumsraten der Vergangenheit, welche zu folgender Konklusion führte: Die durchschnittliche Wachstumsrate (Median) der operativen Performance (gemessen am Umsatz, dem operativen Gewinn vor Abschreibungen oder dem Gewinn vor ausserordentlichen Posten) der untersuchten Firmen entsprach der Wachstumsrate des Bruttoinlandproduktes während der Betrachtungsperiode (1951–1998). Einige Firmen wiesen spektakuläre Wachstumsraten aus, allerdings ist deren Anzahl relativ klein. Nur etwa 10% der Firmen erreichten während 10 Jahren durchschnittliche Umsatzwachstumswahlen von über 18% p.a. (siehe Tabelle 1).

Das Ergebnis lautet, dass Umsatzzahlen durchaus anhaltend stark wachsen können, die Gewinnzahlen mit dieser Nachhaltigkeit aber in den wenigsten Fällen mithalten. Auch den typischen Wachstumfirmen (Pharma- und Technologiefirmen, Firmen mit hohem historischem Gewinnwachstum) war es kaum möglich, anhaltend starkes Gewinnwachstum auszuweisen. Der Vergleich der realisierten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten mit den jeweiligen IBES-Konsensusschätzungen zeigte, dass die Schätzungen für

Tabelle 1: Durchschnittliche jährliche Wachstumsraten über 10 und 5 Jahre

Perzentile	Umsatz		Operativer Gewinn vor Abschreibungen		Gewinn vor ausserordentlichen Posten		
	Durchschnitt	10 J	5 J	10 J	5 J	10 J	5 J
2%		-9.6	-18.7	-13.3	-26.8	-15.6	-30.9
10%		0.1	-4.1	-2.3	-8.4	-3.1	-10.3
25%		5.5	4.3	4.1	1.9	3.9	1.5
40%		8.7	8.2	7.6	7.2	7.7	7.4
50%		10.2	10.2	9.5	9.8	9.7	10.5
60%		11.5	12.0	11.2	12.4	11.6	13.4
75%		13.8	15.3	14.1	17.1	14.7	18.8
90%		18.0	22.1	19.4	26.7	20.4	30.4
98%		27.6	40.5	31.3	51.2	33.4	62.4

Tabelle 2: Persistenz der Wachstumsraten

Firmen, die überdurchschnittlich wachsen (Wachstum grösser als Median), während...	Umsatz	Operativer Gewinn vor Abschreibungen	Gewinn vor ausserordentlichen Posten	Falls das Gewinnwachstum zufällig auf die Firmen verteilt ist
	% der Firmen	% der Firmen	% der Firmen	% der Firmen ²
1 Jahr	50.0	50.0	50.0	50.0
2 Jahren	28.8	25.6	24.9	25.0
3 Jahren	16.9	13.0	12.2	12.5
4 Jahren	10.2	6.8	6.0	6.25
5 Jahren	6.3	3.6	3.0	3.125
6 Jahren	4.0	2.0	1.6	1.563
7 Jahren	2.7	1.2	0.9	0.781
8 Jahren	1.8	0.7	0.5	0.391
9 Jahren	1.3	0.5	0.3	0.195
10 Jahren	0.9	0.3	0.2	0.098

² eigene Berechnungen

das langfristige Wachstum in die Richtung des in der jüngeren Vergangenheit realisierten Wachstums gingen. Die Analysten waren aber zu optimistisch, und in Bezug auf die Langfristschätzungen schnitten sie schlecht ab. Auch mit einer umfassenden Anzahl von erklärenden Variablen (vergangene Umsatzzahlen, Zugehörigkeit zum Technologiesektor, Preis-Buchwert-Verhältnis, vergangene Aktienerträge, Konsensuserwartungen und Dividendenrendite) konnte der zukünftige Verlauf der Gewinnwachstumszahlen kaum erklärt werden. Dies führt zum Schluss, dass Investoren hoch bewerteten Firmen skeptisch gegenüberstehen sollten. Sehr wenig Unternehmungen sind in der Lage, die den hohen Bewertungen unterliegenden Wachstumserwartungen auch zu realisieren.

Nichtsdestotrotz deuten die grossen Bewertungsunterschiede von Firmen darauf hin, dass die Marktteilnehmer glauben, Firmen mit hohem Gewinnwachstum von vornherein identifizieren zu können. Die langfristigen Gewinnwachstumserwartungen eines gewichtigen Teils der Finanzmarktteilnehmer – der Finanzanalysten – unterscheiden kühn zwischen Firmen mit hohem und Firmen mit tiefem Gewinnwachstum. Selbst wenn starke Umsatzzahlen eine gewisse Nachhaltigkeit an den Tag legen, so gilt dies nicht für die damit verbundenen Gewinnzahlen. So waren in der Beobachtungsperiode 1951–1998 beispielsweise nur durchschnittlich 3% der Firmen in der Lage, während 5 Jahren Gewinnwachstumsraten auszuweisen, die den Durchschnitt überstiegen. Diese Zahl lässt sich praktisch nicht von Gewinnwachstumszahlen unterscheiden, die komplett zufällig zustandekommen. Insgesamt spricht das Datenmaterial dafür, dass die Wahrscheinlichkeit der Entdeckung der nächsten stark wachsenden Firma vergleichbar ist mit der Vorhersage des Resultats eines Münzenwurfes.

Ein Skeptiker könnte jetzt entgegnen, dass eine mangelnde Nachhaltigkeit des Gewinnwachstums auf Stufe Gesamtmarkt immer noch zulassen kann, dass einzelne Segmente des Marktes kontinuierlich bessere Gewinnzahlen aufweisen. Die Untersuchung der als Wachstumssektoren eingestufteten Segmente Pharma- und Technologieaktien brachte aber die gleichen Resultate: Die Umsatzzahlen wiesen eine gewisse zeitliche Persistenz auf; die mehrjährig überdurchschnittlichen Gewinnwachstumsraten waren aber praktisch nicht von einem Zufallsereignis abgrenzbar.

Konklusion

Finanzanalysten sind – trotz kühnen Gewinnschätzungen – nicht in der Lage, das langfristige Gewinnwachstum richtig einzuschätzen. Sie sind im Allgemeinen zu optimistisch. Eine gewisse prognostische Kompetenz kann für das nächste Jahr nachgewiesen werden. Auch mit Hilfe von statistischen Modellen ist es kaum möglich, die Gewinnwachstumsraten mit hoher Güte vorauszusagen. Diese Resultate sind konsistent mit der ökonomischen Intuition. Überdurchschnittliche Gewinne werden via Wettbewerb der Firmen untereinander wieder auf Normalgewinne zurückgeführt; nicht profitable oder unterdurchschnittlich rentierende Geschäftseinheiten werden geschlossen, was das Gewinnwachstum unterdurchschnittlicher Firmen wiederum beschleunigt.

In der Periode 1951–1998 betrug die mittlere Gewinnwachstumsrate über 10 Jahre (bei Reinvestition der Dividenden von durchschnittlich 2,5%) rund 10%. Ohne Berücksichtigung der Dividenden und unter Ausschluss der durchschnittlichen jährlichen Inflationsrate von 4% wuchsen die operativen Gewinne der Firmen ungefähr parallel zum Bruttoinlandprodukt der USA, nämlich mit ca. 3,5%. Werden die Erkenntnisse aus der Analyse der Vergangenheit in die Zukunft projiziert, dann lauten die Schlussfolgerungen wie folgt: Einzelne Firmen realisieren spektakuläre Wachstumsraten; allerdings handelt es sich um relativ seltene Ereignisse. Nur 10% der Firmen wachsen über 10 Jahre mehr als 18% p.a. Bei den grosskapitalisierten Firmen sind solche Ereignisse noch seltener. Eine gewisse Persistenz der Wachstumsraten kann bei den Umsatzzahlen festgestellt werden, jedoch nicht bei den Gewinnwachstumszahlen. Auch bei einzelnen Segmenten wie Technologie- oder Pharmaaktien muss von einer fehlenden Persistenz des Gewinnwachstums ausgegangen werden, trotz gegenteiliger Erwartung vieler Marktteilnehmer.

Die Resultate der Studie bestätigen eindrücklich die Wirksamkeit vom Wettbewerb der Firmen untereinander.

Impressum

Herausgeber

Redaktion

Erscheinung

Abonnemente und Bestellungen

Swissca Portfolio Management AG, Waisenhausstrasse 2, 8023 Zürich

Dr. Roman von Ah, Paul Winiger

Quartalsweise

Tel. 01 225 39 00, pmg@swissca.ch

© Swissca Portfolio Management AG, Zürich