



Wissen schafft Vertrauen - Wissen schafft Vermögen

Prüfung und praktische Bedeutung der Markteffizienztheorie und des Drei-Faktoren-Modells auf die Anlagestrategie und Anlagepraxis.

Prüfung der Markteffizienz

Es gibt vielleicht keinen besseren Test der Markteffizienz als die Untersuchung der Investmentbranche selbst. Tatsächlich stellen aktive Manager die Markteffizienz jeden Tag auf die Probe, da sie stetig nach Unternehmen suchen, die falsch bewertet sein könnten. Wenn die Marktpreise nicht den angemessenen Wert widerspiegeln, sollten die geschickteren Manager in der Lage sein, falsch eingeschätzte Aktien aufzuspüren und stetig besser abschneiden können als die anderen Marktteilnehmer.

Heutzutage gelten Renditeberechnungen und die Verfügbarkeit umfassender Daten zur Bewertung von Aktienentwicklungen und professionell verwalteten Fonds als Selbstverständlichkeit. Vor den 1960er Jahren gab es jedoch weder eine allgemein akzeptierte Methode der Gesamrenditeberechnung noch die Möglichkeit, die Renditen verschiedener Fonds zu vergleichen. Das hat sich mit dem Einsatz von Computern und der umfassenden Sammlung von Daten von Aktien und Anleihen geändert.

Forscher begannen die Performance professioneller Vermögensverwalter zu untersuchen und konnten zum ersten Mal die Renditen aktiver Manager mit derjenigen des Gesamtmarktes vergleichen. Sie konnten beurteilen, ob diese Manager Mehrwert schöpfen (nach Gebühren), indem sie Aktien analysieren und die Kurstendenz einzelner Wertpapiere und Märkte prognostizieren. Namhafte Forscher im Bereich von Investmentfonds sind Sharpe (1966), Jensen (1967), Malkiel (1995), und Carhart (1997). Dies sind nur einige von vielen Wissenschaftlern, die sich gefragt haben, ob professionelle Vermögensverwalter ihre Research und ihre Fähigkeiten nutzen können, um stetig besser abzuschneiden als der breite Markt. Studiendokumentationen, die diese Arbeit beschreiben, lieferten unter anderem Davis (2001) und Malkiel (2003).

Die gesammelten Belege schürten Zweifel über den Wert des aktiven Managements. Allgemein zeigt die Forschung, dass die Anzahl langfristig erfolgreicher Manager nicht größer ist, als der bloße Zufall erwarten lässt. Darüber hinaus beweisen nur wenige Manager, die sich um das Auffinden „falscher“ Aktienkurse bemühen, die Fähigkeit Fehlbewertungen auszunutzen. Ein wesentlicher Grund für ihr unterdurchschnittliches Abschneiden sind die höheren Anlageverwaltungsgebühren und Transaktionskosten, die das aktive Management verursacht.

Trotz dieser Beweislage dominieren immer noch aktive Managementstrategien die Investmentbranche, und die meisten Anleger glauben, dass Smarte Profis Research nutzen können, um Fehlbewertungen ausfindig zu machen und Marktentwicklungen vorherzusagen. Ihre Bemühungen sind jedoch in der Regel mit höheren Gebühren und Transaktionskosten verbunden und führen zu höheren Risiken und niedrigeren Renditen für die Anleger.

Praktische Folgerungen aus der Markteffizienz

Das Vertrauen in die Leistung und Effizienz der Märkte hat wichtige Implikationen für Investoren. Wenn die jeweils aktuellen Marktpreise die bestmögliche Schätzung des realen Wertes darstellen, sollten die Anleger Fehlbewertungen von Aktien als seltene und vorübergehende Erscheinung ansehen. Ebenso wesentlich ist, dass sie vermeiden sollten, Zeit und Mühen für das Ausfindigmachen und Ausnutzen von Fehlbewertungen aufzuwenden, die hier und da auftreten mögen, bis die Kurse wieder ihr Gleichgewicht gefunden haben.

Wenn Profis mit nahezu unbegrenzten Ressourcen es nicht schaffen Research und Analysen zu nutzen, um Gewinner-Aktien auszuwählen, ist es noch unwahrscheinlicher, dass Einzelpersonen besser als der Markt abschneiden können. Die Vergeblichkeit der Spekulation ist jedoch für Investoren eine gute Nachricht. Sie bedeutet, dass die Kurse öffentlich gehandelter Wertpapiere angemessen und dass andauernde Renditedifferenzen durchschnittlicher Portfolios auf unterschiedliche Risikoexpositionen der Portfolios zurückzuführen sind. Sicher ist es möglich, eine bessere Performance als der Markt zu erzielen, aber nur, wenn man ein höheres Risiko einzugehen bereit ist.

Anleger, die überzeugt sind, dass die Kapitalmärkte effizient sind, wählen einen anderen Weg zum Aufbau von Vermögen. Anstatt zu versuchen, die Kapitalmärkte zu überlisten, lassen sie die Märkte für sich arbeiten, indem sie die Quellen von Ertrag und Risiko in ihren Portfolios mit einem strukturierten, passiven Ansatz erfassen.

Auswirkungen des Dreifaktormodells auf Anlagestrategie und Anlagepraxis

Die Forschungen von Fama und French haben die Art und Weise revolutioniert, wie Menschen investieren. Ihre Dokumentation der Faktoren Marktkapitalisierung und Buch- Marktwert-Verhältnis hat das Rahmenwerk für das Verständnis der Performance von Aktien und Portfolios errichtet. Und das Dreifaktormodell ist ein leistungsfähiges Werkzeug für Anlageanalyse, Planung und Allokation.

Das Einfaktormodell ging davon aus, dass die Renditeerwartung eines Portfolios eine Funktion seiner relativen Empfindlichkeit gegenüber dem Marktprämie ist. Ein Portfolio mit einem Betawert von 0,80 hat eine Renditeerwartung, die 80 % der durchschnittlichen historischen Marktprämie gegenüber Schatzwechseln entspricht. Jede Rendite über oder unter dieser Renditeerwartung ist dem Alphawert des Anlageverwalters zu verdanken. Das Einfaktormodell erklärt etwa 70 % der Renditeunterschiede zwischen verschiedenen Portfolios.

Das Dreifaktorenmodell ist eine deutlich verbesserte Erweiterung des Einfaktormodells. Es beschreibt die Renditefaktoren klarer und bietet Anlegern die Möglichkeit, mit einer geeigneten Portfoliostruktur systematisch diese Renditen abzuschöpfen. Abgesehen vom Marktfaktor führt das Modell die Empfindlichkeit eines Portfolios gegenüber Größen- und Preisfaktoren (i. e. Marktkapitalisierung und Buch- Marktwert-Verhältnis) ein (Der Größenfaktor ist die Renditedifferenz zwischen Aktienwerten mit kleiner und großer Marktkapitalisierung. Der Preisfaktor ist die Renditedifferenz zwischen Aktien mit niedrigem KBV und solchen mit hohem KBV).

Sobald ein Portfolio auf seine relative Exposition zu diesen Faktoren eingestellt wurde, ist jede Rendite über oder unter der Renditeerwartung der Geschicklichkeit des Portfoliomanagers zuzuschreiben. Nach Maßgabe der von der Universität von Chicago durchgeführten Untersuchungen erklärt das Multifaktormodell weit über 90% der Renditeschwankungen zwischen verschiedenen Portfolios.