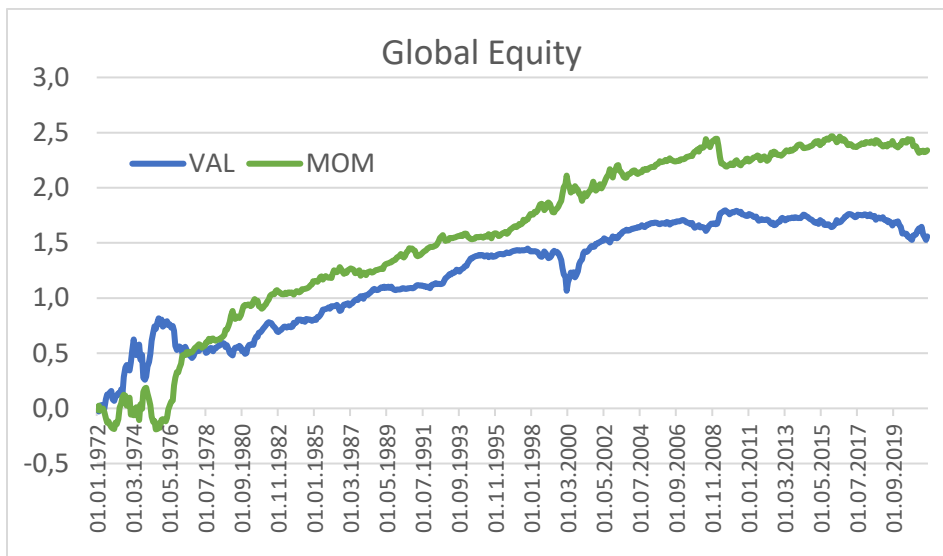


Value und Momentum aus der Sicht von Finanzprofis

Value und Momentum gehören weiterhin zu den populärsten „investment styles“ professioneller Anleger und Fondmanager. Historisch schlagen sich diese Strategien sehr gut, selbst wenn es immer mal wieder temporäre Rückschläge gibt. Angesichts dieser Performance stellt sich die Frage ob Value- und Momentumstrategien mit erhöhtem Risiko verbunden sind. Die Finanztheorie geht nämlich traditionell davon aus, dass erhöhte Rendite nicht ohne ein höheres Risiko zu haben ist. Eine ganze Reihe theoretischer Modelle und empirischer Test versucht daher einen Zusammenhang zwischen Value, Momentum, und Risiko herzustellen.



Die Portfolios sind eine aktualisierte und erweiterte Version der Faktoren aus Asness, C., T. Moskowitz, und L. Pedersen, 2013, "Value and Momentum Everywhere," *The Journal of Finance*, 68 (3), 929-985.

Wir haben uns dieser Frage aus anderer Richtung genähert und Finanzprofis unter anderem über den DVFA zu einem Online-Experiment eingeladen. Wir wollten wissen, wie die Risikoeinschätzungen dieser Anleger von verschiedenen Kennzahlen der zu bewertenden Firmen abhängt.

Das verwendete Design ist relativ einfach: Anhand von sieben Kennzahlen werden zwei Firmen einander gegenübergestellt (siehe Abbildung). Enthalten sind das Markt-Buchwert-Verhältnis sowie das KGV als Maße für Value, sowie die Überrendite relativ zum Markt (excess return) der letzten zwölf Monate als Maß für Momentum. Die Teilnehmer sollen nun einschätzen welche der beiden Aktien der Firmen sie für riskanter halten. Wir wollen hierbei nicht wissen, was die Anleger im Studium gelernt haben oder in ihren DVFA Kursen, sondern wie sie das reale Risiko auf Finanzmärkten einschätzen. Für einige der Firmenpaare fragen wir

1. Consider companies A and B.			
		Company A	Company B
Market-to-Book Ratio	i	1.39	1.49
Price-Earnings Ratio	i	17.41	14.33
Debt-to-Equity Ratio	i	2.93	0.84
Excess Return	i	-8.9%	-8.5%
Volatility	i	14.9%	25.8%
Beta	i	0.51	1.54
Total Assets (in million \$)	i	21845	6839

Which of these companies' stock do you think is riskier?

auch nach der erwarteten Rendite, denn nicht jeder mag die historischen Renditen dieser Anlagestile vor Augen haben oder glauben, dass sich diese in Zukunft fortsetzt.

Unsere Ergebnisse sind eindeutig. Professionelle Finanzmarktteilnehmer sehen sowohl Value- als auch Momentumaktien als weniger riskant an. Eine höhere Marktbewertung, die sich in einem höheren KGV oder in einem höheren Markt-Buchwert-Verhältnis ausdrückt, sehen die Teilnehmer skeptisch. Womöglich halten sie es für unsicher ob diese Bewertung Bestand hat und assoziieren ein höheres Risiko mit diesen Aktien. Eine gute vergangene Rendite schreckt die Anleger dagegen nicht, eher sind es Firmen mit negativer Renditeentwicklung, die als riskanter eingeschätzt werden. Wir können dagegen bestätigen, dass traditionelle Risikomaße wie Volatilität und Beta auch von den Teilnehmern als risikoträchtig bewertet werden. Insofern sind die Ergebnisse für Value und Momentum eingebettet in eine ansonsten der Finanztheorie entsprechende Risikobewertung.

Dennoch stellen die Ergebnisse natürlich ein Problem für die Finanztheorie da. Gibt es etwa relativ sichere Aktien mit starker Rendite, die sich zudem anhand einfacher Kennzahlen identifizieren lassen? Überzeugte Value- und Momentum Anleger werden genau das behaupten, aber diese Meinung kann nicht dem Mainstream entsprechen, da sich ansonsten alle Anleger in diesem Segment tummeln würden und die Preise nach oben trieben. Es lohnt sich daher auch auf die Renditeerwartungen zu schauen. Tatsächlich erwarten die Teilnehmer, dass sich eine positive Rendite der letzten zwölf Monate zumindest über die nächsten zwölf Monate fortsetzt. Momentum verspricht also aus Sicht der Finanzprofis gute Renditen bei überschaubarem Risiko. Etwas gemischer fallen die Ergebnisse für Value aus. Aktien mit niedrigem KGV wird eine zukünftige Outperformance zugeschrieben, für Aktien mit niedrigem Markt-Buchwert-Verhältnis gilt dies jedoch nicht.

Insgesamt scheint der Eindruck der professionellen Anleger zu sein, dass es sich bei Value und Momentum weniger um Risikofaktoren sondern um Anomalien handelt. Folgerichtig steht die Effizienzmarkttheorie bei den Teilnehmern nicht sehr hoch im Kurs als Antwort auf die Frage welche Finanzmarktmodelle sie für valide halten. Faktormodelle und Bewertung mit Hilfe von Multiples genießen weit höheres Ansehen.

Quelle: Der Beitrag basiert auf "Value and momentum from investors' perspective: Evidence from professionals' risk-ratings" von Christoph Merkle und Christoph Sextroh, erschienen in: Journal of Empirical Finance, 62, Jg. 2021, S. 159–178.