

Profunde Kritiker des Fünf-Faktor-Modells

Ist die konkrete Ausweitung von drei auf fünf Faktoren wirklich besser? Warum blieb Momentum außen vor? Robeco-Experten sind kritisch.

Pim van Vliet, David Blitz und Matthias Hanauer hegen ihre Zweifel am überarbeiteten Faktormodell von Fama/French, das 2015 um zwei Faktoren, nämlich Investitionstätigkeit und Profitabilität, erweitert wurde. Die Ergebnisse wurden in der April-Ausgabe des „Journal of Financial Economics“ vorgestellt. Die drei Robeco-Experten haben das neue Paper studiert. Das von Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French 1993 vorgestellte ursprüngliche Drei-Faktor-Modell beruhte auf den Faktoren Marktrisiko (Market), Size und Value. Der Size-Effekt

besagt, dass Aktien mit einer geringeren Marktkapitalisierung höhere Renditen verdienen können als Large Caps. Basis dieser Erkenntnis damals war ein Untersuchungszeitraum von 1963 bis 1990. Unter dem Value-Effekt versteht man die überlegene Performance von Aktien mit einem geringeren Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), verglichen mit Aktien mit hohem KBV. Nun kamen also „Profitability“ – Aktien mit einer höheren operativen Rentabilität performen besser – und „Low Investment“ – Aktien von Firmen mit einem hohen Wachstum der Total Assets performen unterdurchschnittlich – hinzu. Diese beiden neuen Faktoren sind ein konkretes Beispiel dessen, was man unter „Qualität“ subsumiert. Van Vliet meint: „Wenn man das Marktrisiko herausnimmt, hat das neue Modell die Anzahl der Faktoren auf vier verdoppelt. All diese Faktoren interagieren, sodass es nun schwieriger wird, die wechselseitigen Beziehungen der Faktoren untereinander auszuwerten.“

Blitz-Kritik

Kritisch ist auch David Blitz: „Dieser Ansatz kann für eine Form der Tautologie gehalten werden, denn Fama und French benutzen diese fünf Faktoren, um die Renditen dieser fünf Faktoren zu erklären.“ Die beiden neuen Faktoren Profitability und Low Investment würden dazu benutzt, ihre eigene Performance zu erklären. Er, Blitz, zöge es vor, wenn die beiden Autoren zeigten, dass eine Handvoll Faktoren dazu herangezogen wer-

den könnte, um die Performance zahlloser Faktoren zu erklären, die man in der Literatur finde. Fama und French tun dies auch in ihrem Folge-Paper, doch hätte dies die Basis ihrer Studie bilden sollen.



Dr. Pim van Vliet, Portfolio Manager Conservative Equities



Dr. David Blitz, Head Quantitative Equities Research



Dr. Matthias Hanauer, Quantitative Researcher

Auf Überraschungen wartet man vergeblich

Van Vliet zeigt mehr Überraschung in Bezug auf die Faktoren, die Fama und French nicht berücksichtigten: „Das neue Modell ignoriert Momentum, obwohl dieser Faktor in der akademischen Literatur akzeptiert ist.“ Fama/French haben auch den Low-Vol-Faktor nicht aufgenommen, obwohl das für Blitz eine nicht allzu große Überraschung darstellt: „Es gibt einen praktischen Grund dafür, Low-Vol nicht als Faktor aufzunehmen, denn es ist nicht einfach, diesen mit dem Marktrisikofaktor im Drei-Faktor-Modell zu kombinieren. Der Marktfaktor, der ähnlich dem Beta im Capital Asset Pricing Model (CAPM) ist, nimmt an, dass es einen höheren Ertrag für höheres Risiko gibt, während der Low-Vol-Faktor exakt das Gegenteil postuliert. Ein anderer Weg wäre, den Marktfaktor wegzulassen, aber die beiden wählten nicht diesen radikalen Schritt.“

Blitz argumentiert, dass Fama/French beim Hinzufragen der beiden Faktoren zu schnell vorgingen: „Diese beiden neuen Faktoren sind erst vor relativ kurzer Zeit entdeckt worden, und das Research zu diesen beiden Faktoren ist noch beschränkt.“ Hanauer wiederum regt an, dass eine unterschiedliche Definition der beiden Faktoren in Bezug auf Qualität angemessener wäre: „Fama und French haben zwei neue Faktoren hinzugefügt, aber es ist unklar, warum sie genau diese Definitionen wählten.“ Die Definition der Brutto-Rentabilität (Gross Profitability),

wie sie Novy-Marx gegeben habe, sei die natürlichere Wahl. Zwei Faktoren aufzunehmen ist ein großer Schritt, aber gleichzeitig auch wieder nur ein kleiner. Blitz: „In dem Papier von AQR werden für den Faktor ‚Quality minus Junk‘ 20 Variablen zugrunde gelegt und benutzt, von denen Fama und French nur zwei auswählen.“ Warum hat man nur zwei aus 20 genommen, und warum genau diese beiden?

Hanauer findet, dass die beiden Qualitätsfaktoren im Widerspruch zu früheren Ergebnissen von Fama/French stehen: „In ihrem Paper von 2008 hielten sie fest, dass Asset Growth und Profitability weniger robust sind. Nun verwenden sie in ihrem Fünf-Faktor-Modell ausgerechnet diese Variable ‚Asset Growth‘ als ihren Investmentfaktor.“

Wissenschaft hat Stoff zum Nachdenken

Die drei Experten sind sich nicht einig darüber, was die Folgen des Fünf-Faktor-Modells sein werden. Blitz vermutet, dass sich Fama/French unter Umständen selbst von ihren eigenen früheren Arbeiten distanzieren, was den Glauben an die Effizienz der Märkte anbelangt, wo das Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag linear und positiv ist: „Das Drei-Faktor-Modell unterstellt noch effiziente Märkte, da Fama und French darin Size und Value als Risikofaktoren sehen, genauso wie das Marktrisiko im CAPM. Aber jetzt kümmern sie sich nicht mehr darum zu erklären, wie diese beiden neuen Qualitätsfaktoren in ihr altes Regelwerk passen oder ob es Erklärungen aus der Behavioral Finance für diese Faktoren gibt.“ Hanauer kann dem neuen Modell jedoch auch positive Seiten abgewinnen: „Trotz aller Kritik füllt diese Studie eine Lücke in der Literatur betreffend dieser beiden Qualitätsfaktoren.“ Van Vliet hält fest, dass Fama/French Großartiges mit ihrem ursprünglichen Modell von 1993 geleistet und damit die Faktoranzahl der 80er-Jahre reduziert hätten: „Die beiden hinzugefügten Faktoren geben viel Stoff her, worüber wir in den nächsten Jahren nachdenken werden.“