

Zwei neue Faktoren im Detail

Qualitätsfaktor durch die beiden robusten Faktoren „Low Investment“ und „Profitability“ eingefangen

Erst vor wenigen Jahren haben Kapitalmarktforscher Profitabilität und Investitionen als Faktoren dokumentiert, die das Profil der Aktienrenditen erklären. Zu nennen sind hier unter anderem Eugene Fama und Kenneth French, die 2014 ein Working Paper unter dem Titel „A Five-Factor Asset Pricing Model“ publizierten und dabei den Quality-Faktor ansprachen, aber auch Robert Novy-Marx, der 2013 „The Other Side of Value: The Gross Profitability Premium“ im „Journal of Financial Economics“ publizierte. Obwohl die Ansichten der Autoren auseinandergehen, welche Charakteristika als Proxy für Profitabilität oder Investition herangezogen werden sollen, so präsentieren sie doch einen robusten Nachweis dafür, dass mit diesen Faktoren eine Prämie verbunden ist. Die Autoren betonen auch, dass Profitabilität oder Investitionen nicht bloß Ausprägungen anderer, bereits gut dokumentierter Faktoren wie des Value-Faktors sind. Novy-Marx etwa hält fest, dass Profitabilität eine negative Korrelation zum Faktor Value aufweist. Ähnlich haben Cooper, Gulen und Schill 2008 in „Asset Growth and the Cross Section of Stock Returns“, veröffentlicht im „Journal of Finance“, festgestellt, dass der Faktor „Low Investment“ eine signifikante Erklärungskraft besitzt – und zwar sogar dann, wenn die Ergebnisse in Bezug auf Value, Size und Momentum kontrolliert werden. Das Trio fand heraus, dass Aktien hochprofitabler Gesellschaften zu höheren Renditen tendieren und Firmen mit einer niedrigen Investitionsquote, gemessen am Wachstum ihrer Assets, in der Folgeperiode höhere Renditen generieren.

Diese Faktoren sind nicht irgendwelchen Data-Mining-Exzessen zu verdanken, sondern stehen im Einklang mit der Asset-Pricing-Theorie und verfügen über eine gut dokumentierte empirische Evidenz in Verbindung mit der theoretischen Rechtfertigung in der akademischen Literatur.

Produktionsbasiertes Asset Pricing

Hou, Xue and Zhang (2014b) haben in einem NBER Working Paper mit dem Titel „A Comparison of New Factor Models“ ein detailliertes ökonomisches Modell zum Thema der Effekte von Profitabilität und

Investitionstätigkeit vorgelegt. So muss der Grenzertrag eines Investments, abdiskontiert auf den Gegenwartswert, gleich den Grenzkosten der Investition sein, oder – anders ausgedrückt – die Rendite einer Investition, definiert als Quotient aus Grenznutzen und Grenzkosten der Investition, muss gleich dem Diskontierungszinssatz sein. Diese Optimalitätsbedingung bedeutet, dass das Verhältnis von Investition und erwarteter Rendite negativ ist: Wenn die erwartete Investition niedrig ist, sind die erwarteten Renditen hoch. Intuitiv bedeutet das bei gegebenen Cashflows, dass Unternehmen mit hohen Kapitalkosten – und damit hohen erwarteten Renditen – Schwierigkeiten dabei haben werden, ausreichend viele Projekte

Fazit

Zusammenfassend gesagt wird der Profitabilitätsfaktor so definiert, dass erstens Aktien von Unternehmen mit hoher Eigenkapitalrendite höhere Erträge erwarten lassen, aber zweitens auch jene von Firmen mit niedriger Investitionsquote (das sind solche mit geringeren Änderungen bei Gesamtvermögen beziehungsweise Buchwert). Unternehmen mit hohen Kapitalkosten werden sich nur auf die profitabelsten Investitionsprojekte einlassen. Als Erklärungsansatz aus der Behavioral Finance könnte man zum Faktor „Profitability“ anführen, dass Investoren nicht hinreichend zwischen Wachstum mit hoher erwarteter Profitabilität und Wachstum mit niedriger Profitabilität unter-

Sechs-Faktor-Ansatz sorgt für erhöhte Robustheit

Seit 2015 kamen „Investment“ und „Profitability“ neu hinzu.

Volatilität	Bewertung	Momentum	Size	Investment	Profitabilität
Low Vol	Value	Gewinner	Mid Cap	Niedrige Investitionen	Hohe Profitabilität
High Vol	Growth	Verlierer	Large Cap	Hohe Investitionen	Tiefe Profitabilität
Volatilität der Wochenrenditen über 2 Jahre	Inverses Kurs-Buchwert-Verhältnis	Momentum auf Basis 12 Monate minus 1 Monat	Free-Float-adjustierte Markt-kapitalisierung	Zuwachs des Unternehmensvermögens in den letzten 2 Jahren	Verhältnis von Bruttogewinn zu Gesamtvermögen

Die beiden jüngeren Faktoren ergänzen die vier länger bekannten und führen in einem Sechs-Faktor-Multi-Beta-Allokationsansatz, wie ihn ERI Scientific Beta propagiert, auch dank günstiger Korrelationseigenschaften im Hinblick auf die anderen vier Faktoren zu erhöhter Stabilität.

Quelle: Studie

mit positiven Barwerten (Net Present Values – NPVs) zu finden, und daher nicht viel investieren werden. Die Optimalitätsbedingung impliziert aber auch eine positive Beziehung zwischen Profitabilität und erwarteten Renditen. Eine hohe Profitabilität, das heißt ein hoher erwarteter Cashflow relativ zum Eigenkapital, impliziert bei einem gegebenen Investitionsniveau einen hohen Diskontierungssatz. Auch das ist intuitiv zu verstehen: Wenn die Diskontrate nicht hoch genug wäre, um die hohe Profitabilität wettzumachen, würde die Firma sich vielen Investitionsmöglichkeiten gegenübersehen, die einen positiven NPV aufweisen, und so mehr investieren, wobei sie weniger profitable Investments akzeptiert.

scheiden, was dazu führt, dass profitable Wachstumsfirmen zu niedrig gepreist werden. Bezüglich des Faktors „Low Investment“ lässt sich festhalten, dass eine niedrige Investitionsquote das limitierte Ausmaß an Projekten angesichts der hohen Kapitalkosten des Unternehmens widerspiegelt. Vom Standpunkt der Verhaltensökonomie aus lässt sich argumentieren, dass Investoren Firmen mit niedriger Investitionsquote infolge von Fehlern bei ihren Erwartungen unterschätzen und daher zu günstig preisen.

Letztlich sieht das aktuelle Set-up von ERI Scientific Beta nun den Einsatz von sechs Faktoren (siehe Grafik) vor, um im Rahmen einer Multi-Faktor-Allokation die absolute Robustheit zu verbessern.