

Executive Summary

Problemstellung

Seit einigen Jahren ist an der Börse eine Trendwende in Sicht. Ein immer grösserer Teil der Investoren wechselt vom aktiven Investieren zu passiven Investments. Seit 2008 stieg das durch ETFs verwaltete Vermögen um über 1'251% an, dies entspricht einem jährlichen Zuwachs von 22% (Hoffer, 2022).

Gründe für diese Trendwende gibt es einige. Einerseits hat Markowitz (1952) mit der modernen Portfoliotheorie gezeigt, dass man durch das Halten eines gut diversifizierten Marktportfolios die Risiken minimieren kann. Zudem können aktive Investoren oftmals nicht bessere Renditen erzielen (Lakonishok, Shleifer, Vishny, Hart, & Perry, 1992). Jedoch gibt es auch kritische Meinungen gegenüber den passiven Anlagen. Es wird argumentiert, dass durch die Umverteilung von aktiven gemanagten Fonds zu passiven Anlagevehikeln die Markteffizienz verloren geht und es zu einer Verzerrung der Preise kommt (Divine, 2019; Tokic, 2020). Somit entwickeln die Aktienpreise der Unternehmen, welche in vielen passiven Anlagefonds enthalten sind, eine eigene Dynamik und entkoppeln sich vom effektiven Wert.

Diese Arbeit untersucht, ob bei den neu in den S&P 500 aufgenommenen Unternehmen der Indexeffekt erkennbar ist und ob dieser auch langfristig erhalten bleibt. Dafür wird nicht nur der Aktienkurs untersucht, sondern auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis und das Kurs-Gewinn-Verhältnis, um den Effekt auf die Bewertung der Aktie zu quantifizieren.

Methodologie

Um den Effekt der Indexanpassung zu quantifizieren, wurde eine Difference-in-Difference Analyse vorgenommen. Die Difference-in-Difference-Methode misst die Veränderung der Differenz von vor zu nach der Indexanpassung zwischen der exponierten Gruppe und der Kontrollgruppe. Dabei entspricht die exponierte Gruppe den jährlich neu in den S&P 500 aufgenommenen Unternehmen und die Kontrollgruppe setzt sich aus den 200 grössten Unternehmen gemäss Marktkapitalisierung, welche nicht im S&P 500 sind zusammen. Der Grundgedanke der Methode ist die Annahme, dass ohne die Exposition die Differenz zwischen der exponierten Gruppe und der Kontrollgruppe unverändert geblieben wäre.

Die Difference-in-Difference Analyse wird mit den jährlichen Medianwerten der exponierten Gruppe und der Kontrollgruppe berechnet. Dabei handelt es sich um eine

lineare Regression, welche sich aus drei unabhängigen Variablen zusammensetzt. Die unabhängigen Variablen sind die Zeit; die Dummy-Variable, welche zuordnet in welcher Gruppe sich das Unternehmen befindet und eine weitere Dummy-Variable, welche erkennt, ob es sich um ein exponiertes Unternehmen nach der Indexanpassung handelt. Die abhängigen Variablen stellen der Aktienkurs, das Kurs-Buchwert-Verhältnis und das Kurs-Gewinn-Verhältnis dar. Diese Regression wird für jede Indexanpassung der Jahre 2007 bis 2019 berechnet.

Resultat

Die Untersuchung hat klar gezeigt, dass die Anpassung des S&P 500 zu einem positiven Kurseffekt bei den neu in den Index aufgenommen Unternehmen führt und somit der Indexeffekt am amerikanischen Kapitalmarkt erneut nachgewiesen werden konnte. Das Ergebnis zeigte auf, dass die Aktienkurse jener Unternehmen, welche neu in den Index aufgenommen wurden, in den meisten Fällen einen klaren Indexeffekt aufwiesen. Die durchschnittliche Differenz zwischen den Aktienkursen der Kontrollgruppe und der exponierten Gruppe änderte sich mit der Aufnahme in den Index schlagartig zugunsten der neu aufgenommen Unternehmen. Der Effekt beträgt zwischen 1.58 und 67.14 US-Dollar, wenn man die durchschnittliche Differenz vor der Indexanpassung mit der durchschnittlichen Differenz in den 5 Jahren nach der Indexanpassung vergleicht. Auch der Vergleich der Differenzen vor der Indexanpassung mit den Differenzen über die nächsten 3 oder 10 Jahren nach der Indexanpassung zeigen einen klaren positiven Kurseffekt auf. Zudem ist auch erkennbar, dass der Kurseffekt in vier von fünf untersuchten Indexanpassungen auch bestehen blieb.

Im Zusammenhang mit dieser Untersuchung wurde auch noch der Effekt auf die Bewertung untersucht. Als Kennzahl für die Bewertung der Unternehmen wurde das Kurs-Buchwert-Verhältnis wie auch das Kurs-Gewinn-Verhältnis analysiert. Dabei konnte aber kein eindeutiges Resultat erkannt werden. Die Differenzen des Kurs-Buchwert-Verhältnisses zwischen Kontrollgruppe und der exponierten Gruppe haben sich nur bei fünf der dreizehn untersuchten Indexanpassungen signifikant verändert. Zudem konnte bei den signifikanten Veränderungen keine klare Richtung des Effektes erkannt werden, da die Analyse positive wie auch negative Veränderungen der Differenzen zwischen Kontrollgruppe und exponierten Gruppe ergab. Auch die Veränderung der Kurs-Gewinn-Verhältnissen hinsichtlich der Indexanpassungen war bei den meisten untersuchten Indexanpassungen positiv. Jedoch waren die Effekte minimal und in den meisten Jahren nicht signifikant.

Lediglich vier der dreizehn untersuchten Indexanpassungen ergaben ein signifikantes Resultat. Da weder beim Kurs-Buchwert-Verhältnis noch beim Kurs-Gewinn-Verhältnis eine klare Veränderung ersichtlich ist, ist davon auszugehen, dass sich nicht nur die Aktienkurse signifikant positiv veränderten, sondern auch, dass mit der Aufnahme in den Index auch der Buchwert und die Gewinne der Unternehmen zunehmen.

Bei den Unternehmen, welche neu in den S&P-500-Index aufgenommen wurden, konnten keine klaren Veränderungen in der Bewertung deren Aktien erkannt werden. Der steigende Aktienkurs, welcher festgestellt werden konnte, lässt sich auch durch höhere Buchwerte und Gewinne rechtfertigen. Somit lässt sich die These nicht bestätigen, dass passive Investmentstrategien im S&P 500 zu einer Entkopplung zwischen Aktienkurs und dem wahren Wert der Unternehmen führt.