

Rückvergleich von nachrichtenbasierten Anlagestrategien

Masterarbeit

in

Banking & Finance

am

Institut für Banking und Finance

Universität Zürich

bei

PROF. DR. THORSTEN HENS

Verfasser: CHRISTOPH BISCHOFBERGER

Abgabetermin: 26.08.2011

Executive Summary

Problemstellung

Ist es möglich durch die Auswertung von Informationen eine bessere Rendite zu erzielen als der Markt oder sind Kapitalmärkte effizient und die Vergangenheit kann die Zukunft nicht vorhersagen? Mit der Auswertung von Nachrichten untersuchte Sinha (2010) die Vorhersagbarkeit von Renditen und konnte damit eine profitable Anlagestrategie entwickeln. Lassen sich Aktienpreisschwankungen somit nicht mit einer Zufallsbewegung erklären, sowie es die Theorie stets beteuerte? Ziel dieser Arbeit ist es zu prüfen, ob eine nachrichtenbasierte Investitionsstrategie mittelfristig bessere Renditen erzielt als der Markt. Die Strategie wird sich dabei an der Börsenstimmung gegenüber einzelnen Aktientiteln orientieren, wobei diese Stimmung durch die Auswertung von historischen, aggregierten Nachrichten von kotierten Unternehmen definiert wird. Dazu wird ein gleitender Durchschnitt der bewerteten Nachrichten verwendet, womit insbesondere getestet wird, welche Zeitspanne (Formationsperiode) bei der Titelselektion die beste Performance erzielt und ob eine allfällige Überrendite mit einem zusätzlichen Risiko einhergeht.

Vorgehensweise

Zuerst wird in einem theoretischen Teil auf die Informationseffizienz der Kapitalmärkte eingegangen und das zur Performanceanalyse verwendete Drei-Faktoren-Modell von Fama und French wird vorgestellt. Anschliessend werden einige Kenntnisse bisheriger Untersuchungen zu Nachrichten- und Momentumstrategien vermittelt, bevor dann die Methodik der eigenen Untersuchung erläutert wird. Dabei werden insbesondere die benutzten Daten, die verschiedenen Investmentstrategien und die Bildung des Investitionsindikators vorgestellt. Bei der Untersuchung werden Portfolios gemäss dem Nachrichtenindikator nach einer ein-, drei, sechs- und zwölfmonatigen Formationsperiode gebildet und ebenfalls für alle unterschiedlichen Zeitperioden gehalten. Die Titelselektion bei der Portfoliobildung ist auf die Titel des S&P 500 Index beschränkt und verfolgt neben einem Long-Only-Ansatz, welcher in die 10% der Aktien mit den besten Nachrichten investiert, auch einen Long-Short-Ansatz, welcher die besten 10% der Aktien kauft und die schlechtesten 10% verkauft.

Resultate

Die Ergebnisse dieser Arbeit unterstützen die Beobachtungen von Sinha (2010) insofern, dass die Auswertung von Nachrichten eine ökonomisch signifikante Überrendite ermöglicht. Praktisch alle getesteten Long-Only Portfolios erzielten eine bessere Rendite als der Markt

und dies konnte ohne ein zusätzliches Risiko in Form von Volatilität erreicht werden. Die Resultate sind somit konsistent mit der Hypothese, dass Nachrichten von den Märkten nur langsam verarbeitet werden und daher ein klares Indiz gegen die Theorie effizienter Märkte von Fama (1970). Dies gilt insbesondere für die starke und mittelstarke Informationseffizienz. Die Performanceanalyse der unterschiedlichen Formationsperioden zeigte, dass die Portfolios mit einer einmonatigen Formationsperiode gemäße der Sharp Ratio die besten Renditen für das eingegangene Risiko aufweisen. Die einmonatige Formationsperiode beinhaltet auch die Portfolios mit der durchschnittlich höchsten monatlichen Outperformance gegenüber dem S&P 500 Index. Das Portfolio mit einer einmonatigen Formationsperiode und einer gleich langen Halteperiode hat mit einer annualisierten Rendite von 7.5% und einer durchschnittlichen Outperformance des S&P 500 Index von 3.68% pro Jahr, das beste Ergebnis erzielt. Werden die unterschiedlichen Formationsperioden hingegen einer Regressionsanalyse nach den Risikofaktoren des Drei-Faktoren-Modells von Fama und French unterzogen, zeichnet sich ein weniger eindeutiges Ergebnis ab. Das Portfolio mit einer zwölfmonatigen Formationsperiode und einer einmonatigen Halteperiode hat mit einem Alpha von 29 Basispunkten pro Monat die höchste Überrendite erzielt. Daher kann nicht generell gesagt werden, dass eine kürzere Formationsperiode zu besseren Ergebnissen führt. Im Unterschied zu den Ergebnissen von Sinha (2010) heben sich in dieser Arbeit vor allem die Long-Only Portfolios mit positiven Alphafaktoren und einer guten Risiko-Rendite Eigenschaft hervor, während die Ergebnisse der Long-Short Strategien weniger überzeugten. Diese verhalten sich eher marktneutral und konnten über die betrachtete Periode von knapp 7 Jahren praktisch keinen Mehrwert generieren. Dennoch war die aggregierte Rendite während bestimmten Zeitpunkten deutlich höhere als diejenige des S&P 500 Index.

Die detaillierte Untersuchung der schlechten Long-Short Performance zeigte, dass sich die Short-Positionen praktisch spiegelbildlich zu den Long-Positionen entwickelten. Es scheint, als hätten die schlechten Nachrichten dazu geführt, dass die betreffenden Aktien aufgrund übertriebener Verkaufsaktivitäten unterbewertet waren und sich dann mit einer Preissteigerung dem wahren Wert annäherten. Diese Erkenntnisse führen zur Hypothese, dass der Markt gute und schlechte Nachrichten mit einer unterschiedlichen Effizienz verarbeitet. Schlechte Nachrichten führten dabei zu einer unverzüglichen Überreaktion mit anschließender Preisanpassung, während gute Nachrichten von den Finanzmärkten nur langsam verarbeitet wurden.