

Reihe: Portfoliomanagement

Band: 13

Hrsg.: Prof. Dr. Manfred Steiner

J. Maximilian Dressendörfer

Zyklische und antizyklische Investment-Strategien

Theoretische Fundierung und empirische Überprüfung
am Schweizer Aktienmarkt

Mit einem Geleitwort von
Prof. Dr. Andreas Grünbichler

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht.....	I
Inhaltsverzeichnis.....	III
Tabellenverzeichnis.....	XI
Abbildungsverzeichnis.....	XV
Abkürzungsverzeichnis.....	XVII
Notationsverzeichnis.....	XIX
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung.....	2
1.2 Zielsetzung und eigener Beitrag.....	3
1.3 Aufbau der Arbeit.....	5
TEIL I: THEORIE UND BISHERIGE UNTERSUCHUNGEN	
2 Effizienzmarkthypothese.....	9
2.1 Definitionsansätze zur Markteffizienz.....	10
2.1.1 Marktgleichgewicht der Wertpapierpreise.....	11
2.1.2 Marktgleichgewicht der Wertpapierpreise und -bestände.....	14
2.1.3 Nichtbestehen gewinnträchtiger Handelsstrategien.....	15
2.1.4 Exkurs: Die Bedeutung der Informationskosten.....	16
2.2 Modelle des Preisprozesses auf informationseffizienten Märkten.....	17
2.2.1 'Martingale'-Modell.....	18
2.2.2 'Submartingale'-Modell.....	18
2.2.3 'Random Walk'-Modell.....	19
2.3 Formen und Testansätze der Markteffizienz.....	20
2.3.1 Abstufung des Konzepts der Markteffizienz.....	20
2.3.2 Identifikation von Marktineffizienzen.....	21
2.3.3 Testansätze zur schwachen Form der Markteffizienz.....	22
2.4 Zusammenfassung.....	24

3 Messung des Anlageerfolgs.....	25
3.1 Ableitung von Renditeerwartungen.....	26
3.1.1 Renditevergleichsmaßstäbe.....	26
3.1.2 Risikoadjustierte Renditeerwartungen.....	28
3.2 Kumulierung langfristiger Überrenditen.....	35
3.2.1 Kumulierte Überrendite.....	36
3.2.2 'Buy & Hold'-Überrendite.....	36
3.3 Spezifikation der Teststatistik.....	38
3.3.1 Teststatistik und Schätzung des Stichprobenfehlers.....	38
3.3.2 Schätzkorrektur bei Heteroskedastizität und Autokorrelation.....	40
3.4 Auftreten von Renditeverzerrungen.....	42
3.4.1 Renditekumulierungsfehler.....	43
3.4.2 Renditeaggregationsfehler.....	43
3.4.3 Verteilungsschiefefehler.....	44
3.4.4 Gleichgewichtsfehler.....	44
3.4.5 Stichprobenfehler.....	45
3.5 Zusammenfassung.....	46
4 Vorausgehende empirische Untersuchungen.....	49
4.1 Erfolg zyklischer 'Momentum'-Strategien.....	50
4.1.1 Die Untersuchung von Jegadeesh/Titman (1993).....	50
4.1.2 'Earnings'- versus 'Price'-Strategien.....	53
4.1.3 Weitere Untersuchungen im Überblick.....	56
4.2 Erfolg antizyklischer 'Contrarian'-Strategien.....	61
4.2.1 Die Untersuchung von DeBondt/Thaler (1985).....	61
4.2.2 'Value'- versus 'Growth'-Strategien.....	64
4.2.3 Weitere Untersuchungen im Überblick.....	67
4.3 Kritikansätze zum Erfolg der Handelsstrategien.....	71
4.3.1 Risikobasierte Kritikansätze.....	71
4.3.2 Überlagerung mit bestehenden Renditeanomalien.....	73
4.3.3 Einflüsse der Marktstruktur.....	77
4.3.4 Testspezifikations- und Datenselektionsfehler.....	81
4.4 Zusammenfassung.....	83

5 Rationale Erklärungsansätze	85
5.1 Rationale Variation erwarteter Renditen.....	86
5.1.1 Exkurs: 'Mean Reversion'-Alternativhypothese.....	86
5.1.2 'Risk Change'-Hypothese von Chan (1988).....	88
5.1.3 Erweiterung der 'Risk Change'-Hypothese durch Ball/Kothari (1989).....	90
5.1.4 Zusammenhang zur 'Mean Reversion' nach Jones (1993).....	93
5.2 Mehrfaktorielle Erklärung von Renditeanomalien.....	95
5.2.1 Mehrfaktorieller Erklärungsansatz von Fama/French (1996).....	96
5.2.2 Trennschärfeproblematik der Erklärungshypothesen.....	98
5.3 Zusammenfassung.....	100
6 Verhaltensbasierte Erklärungsansätze	103
6.1 Partielle Erklärungsansätze.....	104
6.1.1 'Overreaction'.....	104
6.1.2 'Noise Trading'.....	105
6.1.3 'Positive Feedback Trading'.....	107
6.2 'Investor Sentiment'-Modell von Barberis/Shleifer/Vishtny (1998).....	108
6.2.1 Modellbeschreibung.....	108
6.2.2 Modellformulierung.....	111
6.2.3 Modellösung und empirische Implikationen.....	113
6.3 'Overconfidence'-Modell von Daniel/Hirshleifer/Subrahmanyam (1998).....	115
6.3.1 Grundmodell mit konstanter Zuversicht.....	115
6.3.2 Erweitertes Modell mit ergebnisabhängiger Zuversicht.....	119
6.4 'Momentan Trading'-Modell von Hong/Stein (1997).....	123
6.4.1 Modellbeschreibung.....	124
6.4.2 Modellformulierung.....	125
6.4.3 Modellösung und empirische Implikationen.....	129
6.5 Zusammenfassung.....	132

TEIL II: EMPIRISCHE ERGEBNISSE AM SCHWEIZER AKTIENMARKT

7	Datengrundlage.....	137
7.1	Datenherkunft und Stichprobenbildung.....	138
7.1.1	Aktienzeitreihen.....	138
7.1.2	Aktienindexzeitreihen.....	143
7.1.3	Zinssatzzeitreihen.....	146
7.2	Deskriptive Statistiken und diagnostische Tests.....	148
7.2.1	Deskriptive Statistiken.....	148
7.2.2	Renditesaisonalitäten.....	150
7.2.3	Autokorrelationen.....	153
7.3	Datenaufbereitung.....	155
7.4	Zusammenfassung.....	156
8	Untersuchungsaufbau.....	159
8.1	Parameter des Untersuchungsaufbaus.....	160
8.1.1	Spezifikation der Handelsstrategien.....	160
8.1.2	Differenzierung der Untersuchungsreihen.....	161
8.1.3	Anzahl der Untersuchungsläufe zu den Handelsstrategien.....	165
8.2	Portfoliobildung und Berechnung der Portfoliorenditen.....	167
8.2.1	Stichprobenbildung zu den Untersuchungsläufen.....	167
8.2.2	Portfoliobildung.....	168
8.2.3	Berechnung marktadjustierter Portfoliorenditen.....	170
8.2.4	Berechnung risikoadjustierter Portfoliorenditen.....	172
8.3	Spezifikation der Testhypothesen und Teststatistiken.....	176
8.3.1	Hypothesensystem zur Momentum-Strategie.....	177
8.3.2	Hypothesensystem zur Contrarian-Strategie.....	178
8.3.3	Spezifikation der Teststatistiken.....	179
8.4	Zusammenfassung.....	181

9 Erfolg der Momentum-Strategie am Schweizer Aktienmarkt.....	183
9.1 Durchschnittlicher marktadjustierter Erfolg.....	184
9.1.1 Formations- und Halteperioden gleicher Länge.....	184
9.1.2 Formations- und Halteperioden abweichender Länge.....	185
9.1.3 Gleichgewichteter Marktindex.....	186
9.1.4 Nichtüberlappend gebildete Untersuchungsreihen.....	188
9.1.5 Trennung von Formations- und Halteperiode.....	189
9.2 Zeitliche Stabilität des marktadjustierten Erfolgs.....	190
9.2.1 Marktadjustierter Erfolg nach Formationszeitpunkten.....	190
9.2.2 Schwankungsbreite des marktadjustierten Erfolgs.....	195
9.3 Marktadjustierter Erfolg nach Transaktionskosten.....	196
9.3.1 Durchschnittlicher marktadjustierter Erfolg.....	196
9.3.2 Stabilität des marktadjustierten Erfolgs.....	199
9.4 Zusammenfassung.....	200
10 Überprüfung von Kritikansätzen zur Momentum-Strategie.....	203
10.1 Risikoadjustierter Erfolg der Momentum-Strategie.....	204
10.1.1 Testhypothesen.....	205
10.1.2 Erklärungsgrad der Regressionen.....	207
10.1.3 Durchschnittliche Risiken und Risikoänderungen.....	208
10.1.4 Durchschnittlicher risikoadjustierter Erfolg.....	210
10.2 Überlagerung mit dem Größeneffekt.....	213
10.2.1 Größeneigenschaften der Winner- und Loser-Portfolios.....	214
10.2.2 Testhypothesen.....	217
10.2.3 Marktadjustierter Erfolg größenneutraler Portfolios.....	219
10.2.4 Größen- und risikoadjustierter Erfolg.....	223
10.3 Überlagerung mit dem Januareffekt.....	227
10.3.1 Testhypothesen.....	228
10.3.2 Saisonalität des marktadjustierten Erfolgs.....	229
10.3.3 Saisonalität des risikoadjustierten Erfolgs.....	232
10.4 Zusammenfassung.....	235

11 Erfolg der Contrarian-Strategie am Schweizer Aktienmarkt.....	239
11.1 Durchschnittlicher marktadjustierter Erfolg.....	240
11.1.1 Formations- und Halteperioden gleicher Länge.....	240
11.1.2 Formations- und Halteperioden abweichender Länge.....	241
11.1.3 Gleichgewichteter Marktindex.....	242
11.1.4 Trennung von Formations - und Halteperiode.....	243
11.2 Zeitliche Stabilität des marktadjustierten Erfolgs.....	245
11.2.1 Marktadjustierter Erfolg nach Formationszeitpunkten.....	245
11.2.2 Schwankungsbreite des marktadjustierten Erfolgs.....	249
11.3 Marktadjustierter Erfolg nach Transaktionskosten.....	250
11.3.1 Durchschnittlicher marktadjustierter Erfolg.....	250
11.3.2 Stabilität des marktadjustierten Erfolgs.....	252
11.4 Zusammenfassung.....	254
12 Überprüfung von Kritikansätzen zur Contrarian-Strategie.....	257
12.1 Risikoadjustierter Erfolg der Contrarian-Strategie.....	258
12.1.1 Testhypothesen.....	258
12.1.2 Erklärungsgrad der Regressionen.....	260
12.1.3 Durchschnittliche Risiken und Risikoänderungen.....	261
12.1.4 Durchschnittlicher risikoadjustierter Erfolg.....	263
12.1.5 Zeitliche Stabilität des risikoadjustierten Erfolgs.....	265
12.2 Überlagerung mit dem Größeneffekt.....	268
12.2.1 Größeneigenschaften der Winner- und Loser-Portfolios.....	269
12.2.2 Testhypothesen.....	272
12.2.2 Marktadjustierter Erfolg größenneutraler Portfolios.....	273
12.2.4 Größen- und risikoadjustierter Erfolg.....	278
12.3 Überlagerung mit dem Januareffekt.....	281
12.3.1 Testhypothesen.....	281
12.3.2 Saisonalität des marktadjustierten Erfolgs.....	282
12.3.3 Saisonalität des risikoadjustierten Erfolgs.....	287
12.4 Zusammenfassung.....	289
13 Schlußbemerkungen.....	293

Anhang	297
Anhang zu Kapitel 5.....	299
Anhang zu Kapitel 7.....	305
Anhang zu Kapitel 9.....	317
Anhang zu Kapitel 10.....	323
Anhang zu Kapitel 11.....	327
Anhang zu Kapitel 12.....	333
Literaturverzeichnis.....	339
Autorenverzeichnis.....	353
Stichwortverzeichnis.....	357