

S. Artmann • P. Finter • A. Kempf

determinants of expected stock returns: Large sample evidence from the German market

CFR working paper 10-01

In diesem Aufsatz ermitteln wir im Rahmen einer umfassenden Studie Determinanten von (erwarteten) Aktienrenditen. Dabei widmen wir uns dem deutschen Aktienmarkt, über den vergleichsweise wenig bekannt ist. Im Zeitraum 1963 bis 2006 untersuchen wir mehr als 900 börsennotierte Nicht-Finanzunternehmen. Zunächst widmen wir uns der Frage, welche Unternehmenskennzahlen Aktienrenditen im Querschnitt erklären. Im nächsten Schritt konstruieren wir Faktoren und testen, ob sich für diese eine signifikante Risikoprämie ermitteln lässt. Abschließend testen wir konkurrierende Multi-Faktorenmodelle in Hinblick auf deren Erklärungskraft. Wir kommen zu den folgenden zentralen Ergebnissen:

- Neben der vergangenen Rendite einer Aktie (Momentum) erklären zwei Value-Kennzahlen, nämlich das Marktwert-Buchwert-Verhältnis (MBV) und das Gewinn-Kurs-Verhältnis (GKV), erwartete Aktienrenditen im Querschnitt. Diverse andere Kennzahlen haben keine Erklärungskraft oder verlieren ihren Einfluss, wenn sie gemeinsam mit diesen drei Renditetreibern betrachtet werden.
- In Querschnittsregressionen schätzen wir signifikant positive Prämien für den Momentum-, MBV-, und GKV-Faktor. Dagegen finden wir keine signifikanten Prämien für den Markt- und Größen-Faktor.
- Ein Vier-Faktorenmodell bestehend aus dem Markt-, dem MBV-Faktor-, dem GKV- und dem Momentum-Faktor ist am besten geeignet, um Querschnittsunterschiede deutscher Aktienrenditen zu erklären. Dieses Modell liefert einen deutlich höheren Erklärungsgehalt als das Drei-Faktorenmodell von Fama und French (1993). Auch dem Vier-Faktorenmodell von Carhart (1997) ist es geringfügig überlegen.

Die Ergebnisse bestätigen die weltweit dokumentierte überlegene Performance von Value- gegenüber Growth-Aktien und Aktien mit hohem Momentum gegenüber Aktien mit niedrigem Momentum. Die Ergebnisse des Papiers verdeutlichen jedoch auch die Heterogenität internationaler Kapitalmärkte. Im Unterschied zu anderen Ländern lässt sich beispielsweise am deutschen Aktienmarkt keine signifikante Überrendite kleiner Unternehmen gegenüber großen Unternehmen beobachten. Daneben besitzen in Deutschland zwei Value-Kennzahlen (anstatt nur einer Kenngröße) Erklärungskraft. Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse, dass sich die für die USA dokumentierte hohe Erklärungsgüte des Fama und French (1993) Modells nicht uneingeschränkt auf andere Kapitalmärkte übertragen lässt. Für die Anwendung des Modells, beispielsweise zur Kapitalkostenschätzung, hat dies elementare Implikationen.