

**ε. Theissen • L. Zimmermann**

**do contented customers make shareholders wealthy? -  
implications of intangibles for security pricing**

**CFR working paper 20-12**

In diesem Aufsatz wird gezeigt, dass Aktien von Unternehmen mit hoher Kunden-zufriedenheit (gemessen anhand regelmäßig publizierter Daten des American Customer Satisfaction Index (ASCI)) eine signifikant höhere risikoadjustierte Rendite erzielen als andere Unternehmen. Dieses Ergebnis ist robust bezüglich der verwendeten Modellspezifikation und der Testmethodik.

Eine solche abnormale Rendite kann erstens dadurch entstehen, dass Unternehmen mit hoher Kundenzufriedenheit systematisch riskanter sind als andere Unternehmen, dieses zusätzliche Risiko aber bei der Risikoadjustierung nicht erfasst wird. Sie kann zweitens durch systematisches Mispricing entstehen. Um zwischen diesen beiden Erklärungen zu unterscheiden, führen wir zahlreiche weitere Tests durch. Diese zeigen unter anderem, dass zur Erzielung der Überrendite keine Leerverkäufe erforderlich sind, und dass die zu handelnden Aktien von großen Unternehmen stammen und daher mit geringen Transaktionskosten gehandelt werden können. Diese (und weitere) Resultate sprechen gegen systematisches Mispricing.

Andererseits zeigt sich, dass Unternehmen mit hoher Kundenzufriedenheit offenbar stärker solchen Risiken ausgesetzt sind, die von Produktinnovationen der Konkurrenz (gemessen über das "product market fluidity"-Maß von Hoberg et al. (2014)) und von Innovationsaktivität allgemein ausgehen. Diese Resultate stützen das theoretische Modell von Eisfeldt und Papanikolaou (2013), das einen Zusammenhang zwischen Organizational Capital (einem Sammelbegriff für nichtmaterielle Vermögensgegenstände ("intangible capital"), zu dem man auch die Kundenzufriedenheit rechnen kann) und systematischem Risiko postuliert.