

**M. Hagemeister • A. Kempf**

**CAPM und erwartete Renditen:  
eine Untersuchung auf Basis der Erwartung von  
Marktteilnehmern**

**CFR Working Paper 07-01**

Die Kapitalmarkttheorie beschäftigt sich seit langer Zeit mit der Frage, welche Faktoren einen Einfluss auf die erwarteten Renditen von Wertpapieren besitzen. Der bekannteste aus der Theorie abgeleitete Faktor ist das systematische Risiko (Beta) einer Aktie gemäß CAPM. Weitere aus theoretischer Sicht bewertungsrelevante Faktoren sind die Dividendenrendite, die Liquidität und das unsystematische Risiko einer Aktie.

Eine Vielzahl von Studien untersucht empirisch die Bewertungsrelevanz dieser Faktoren. Die empirische Evidenz dieser Studien ist allerdings sehr widersprüchlich. Mutmaßlich ist hierfür das hohe Rauschen in realisierten Renditen verantwortlich, die in diesen Studien typischerweise als Approximation für erwartete Renditen verwendet werden. Dies macht einen Nachweis der Einflussfaktoren äußerst schwierig, sofern nicht Zeiträume von etlichen Jahrzehnten verwendet werden.

Hier liegt der zentrale Beitrag unserer Studie: Wir verwenden einen andersartigen Proxy für die erwartete Rendite als in bisherigen Studien. Wir bestimmen die erwarteten Renditen unmittelbar aus den Gewinnerwartungen von Analysten mittels des Residual-Income-Modells. Unser Ansatz reduziert das Rauschen in dem Maß für erwartete Renditen und erlaubt es deshalb, Einflussfaktoren für erwartete Renditen zu identifizieren, selbst wenn keine sehr langen Datenreihen vorliegen.

Unsere empirische Untersuchung für die Unternehmen des HDAX im Zeitraum von 1996 bis 2006 führt zu folgenden zentralen Ergebnissen:

- (1) Die Ergebnisse auf Basis der erwarteten Renditen stützen das Steuer-CAPM und das Liquiditäts-CAPM. Wir finden drei wesentliche Einflussgrößen für die erwarteten Renditen: Beta, Dividendenrendite und Liquidität.
- (2) Verwendet man – wie in der Literatur üblich – statt der erwarteten Renditen die realisierten Renditen, so stützen die Daten keinerlei Variante des CAPM.

Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass für theoretische Kapitalmarktmodelle in bisherigen Untersuchungen möglicherweise kaum Unterstützung gefunden wurde, weil die erwarteten Renditen aus realisierten Renditen abgeleitet wurden anstatt sie direkt aus Erwartungen von Kapitalmarktteilnehmern abzuleiten.