

s. artmann • p. finter • a. kempf • s. koch • e. theissen

**The cross-section of German stock returns:
new data and new evidence**

CFR working paper 10-12

In diesem Aufsatz beschäftigen wir uns mit der Erklärung erwarteter Renditen am deutschen Aktienmarkt. Im Mittelpunkt der Analyse steht dabei die Erklärungsgüte dreier bekannter Kapitalmarktmodelle: Neben dem CAPM werden das Fama-French Drei-Faktorenmodell und das Carhart Vier-Faktorenmodell untersucht.

Wir analysieren eine umfassende Stichprobe von mehr als 900 börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im Zeitraum 1962 bis 2006. Zunächst konstruieren wir die für die Modelle benötigten Faktoren. Mit Hilfe von Zeitreihenregressionen testen wir anschließend den Erklärungsgehalt der Modelle für zahlreiche Testportfolios, die auf Basis der Kennzahlen Beta, Unternehmensgröße, Buchwert-Marktwert-Verhältnis, Momentum (die vergangene Rendite einer Aktie) und Industriezugehörigkeit konstruiert wurden. Wir kommen zu den folgenden zentralen Ergebnissen:

- Aktien mit hohem Momentum und hohem Buchwert-Marktwert-Verhältnis (BMV) erzielen im Durchschnitt signifikant höhere monatliche Renditen als Aktien mit niedrigem Momentum und niedrigem BMV. Ein positiv-monotoner Zusammenhang lässt sich dabei nur für Momentum beobachten.
- Keines der drei Kapitalmarktmodelle ist in der Lage, die Renditen der Testportfolios adäquat zu erklären. Am ehesten gelingt dies noch dem Carhart Vier-Faktorenmodell.
- Die Erklärungsgüte der Modelle variiert mit der Wahl der Testportfolios. Während die Modelle beispielsweise gute Ergebnisse bei der Erklärung der Renditen von Industrieportfolios liefern, haben sie Probleme bei der Erklärung von Portfoliorenditen aus einer (Doppel)Sortierung nach Momentum und dem BMV.

Die im Rahmen der Studie verwendeten Faktoren und Testportfolios stehen auf der Homepage des CFR (www.cfr-cologne.de) zum kostenfreien Download bereit.