Technische Universität München

Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse – Eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt

Dipl.-Kfm. Thorsten Groth

Vollständiger Ausdruck der von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Technischen Universität München zur Erlangung des akademischen Grades eines

Doktors der Wirtschaftswissenschaften (Dr. rer. pol.)

genehmigten Dissertation.

Vorsitzender: Univ.-Prof. Dr. M. Moog

Prüfer der Dissertation:

1. Univ. Prof. Dr. Dr. A.-K. Achleitner
2. Univ. Prof. Dr. Dr. h.c. R. Reichwald

Die Dissertation wurde am 21.09.2005 bei der Technischen Universität München eingereicht und durch die Fakultät für Wirtschaftswissenschaften am 29.03.2006 angenommen.

Abstract (deutsche Fassung)

Die vorliegende Arbeit untersucht erstmalig für den deutschen Kapitalmarkt die Marktwirkung von sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen auf empirischer und theoretischer Ebene. Empirisch wird Marktwirkung von sekundär, in den Tageszeitungen FAZ und Handelsblatt verbreiteten Analystenempfehlungen dabei mittels einer Ereignisstudie untersucht.

Frühere, meist US-amerikanische Studien, bspw. zur Heard-on-the-Street-Kolumne, werden dabei im Wesentlichen bestätigt. So wird eine sekundär verbreitete Kaufempfehlung (Verkaufsempfehlung) mit einer statistisch signifikant positiven (negativen) abnormalen Kursreaktion assoziiert; hierbei fällt die Höhe der Kursreaktion im Fall von Verkaufsempfehlungen durchschnittlich deutlich stärker aus als im Fall von Kaufempfehlungen. Zu beobachten ist, dass die Preiseffekte einen langfristigen Charakter besitzen, was die so genannte Media-Coverage- und Wertvolle-Information-Hypothese stützt. Zudem wird deutlich, dass die Aktienkursreaktion zum Zeitpunkt der sekundären Verbreitung geringer ausfällt als zum angenommenen Zeitpunkt der primären Verbreitung.

Bei der Überprüfung der Einflussfaktoren der Marktwirkung mittels univariater und multivariater Analysen ist ein tendenziell positiver Einfluss des operativen Cashflows und der Analystenabdeckung auf die Höhe der Aktienkursreaktion zu beobachten. Vielfache Nennungen gleichgerichteter Empfehlungen wird mit einem positiven Einfluss im Fall von Kauf- und einem negativen Einfluss im Fall von Verkaufsempfehlungen assoziiert. Weiterhin wurde für Verkaufsempfehlungen festgestellt, dass die Marktkapitalisierung und Sekundärmarktliquidität einen tendenziell positiven sowie die Research-Reputation des empfehlenden Institutes einen negativen Einfluss auf die Höhe der Aktienkursreaktion ausüben. Demgegenüber ergibt sich für die letztgenannten Variablen im Fall von Kaufempfehlungen kein eindeutiges Ergebnis.

Werden Transaktionskosten berücksichtigt, so können Investoren lediglich im Fall von Verkaufsempfehlungen - insbesondere bei Vorliegen bestimmter Charakteristika - profitieren. Eine ergänzende Befragung von 101 Finanzanalysten beleuchtet die Kommunikationsbeziehung zwischen von Journalisten- und Analysten und zeigt Entwicklungsperspektiven auf (u.a. mehr Informationen zum Hintergrund der Empfehlungen; stärkere Trennung von Journalisten- und Analystenmeinung).

Abstract (English)

This dissertation investigates the effects created by the secondary dissimination of analysts' recommendations in the financial sections of the FAZ and Handelsblatt newspapers. An event study approach is applied to study the abnormal effects of second-hand buy and sell recommendations. Thereby, for the first time second-hand information is studied in the context of the German capital market.

Overall, the evidence confirms earlier research such as from the Wall Street Journal HTS column. Second-hand buy (sell) recommendations are associated with statistically significant positive (negative) abnormal stock price reactions. On average the stock price reactions are much stronger for sell recommendations. This result substantiates the view that investors may be less able to exploid sell recommendations during the primary dissemination due to short sale restrictions. The price effects are persistent over a 25 day period which supports both the media-coverage and the valuable information hypothesis.

Through multivariate and univariate regression analyses different factors are tested with regard to their impact on the market reaction of second-hand buy and sell recommendations. A positive impact on abnormal returns can be identified for the variables operating cash flow as well analyst coverage. Having the same recommendation published in both FAZ and Handelsblatt is associated with a positive impact in case of buy and a negative impact in case of sell recommendations. In case of sell recommendations evidence furthermore suggest that size (market capitalization) and trading volume do have a negative impact on abnormal returns; mixed evidence exists for latter mentioned variables in case of buy recommendations.

When transaction costs are taken into account second-hand buy recommendations do not present an unexploided opportunity for profit. However, when following second-hand sell recommendations with certain characteristics (i.e. low capitalization and trading volume) investors may be able to profit. Journalists as well as regulators should become increasingly aware of the potential impact of second-hand information. Moreover, a supplementing survey of 101 financial analysts suggest some room for improvement regarding the presentation of analyst recommendations in newspapers (i.e. more background information, strict separation of journalists' and analysts' opinion)

Inhaltsübersicht

ABBILDUNGSVERZEICHNIS VII
TABELLENVERZEICHNIS XI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS: XV
VERZEICHNIS DER VERWENDETEN FORMELN XIX
ANHANGSVERZEICHNIS XXI

1 EINLEITUNG 1

1.1 PROBLEMSTELLUNG UND ZIEL DER UNTERSUCHUNG 1
1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG 4

2 BEGRIFFLICHE UND THEORETISCHE GRUNDLAGEN 9

2.1 FINANZANALYSTEN 9
2.2 PRIMÄR- UND SEKUNDÄRINFORMATIONEN 26
2.3 NEUER MARKT ALS SEGMENT FÜR WACHSTUMSUNTERNEHMEN 29
2.4 INFORMATIONSEFFIZIENZ UND -VERARBEITUNG 37
2.5 ZWISCHENFAZIT 55

3 ANALYSTENEMPFEHLUNGEN UND -ZITATE IN DER WIRTSCHAFTSPRESSE AUS EMPIRISCHER SICHT 59

3.1 HINTERGRUND UND ZIELSETZUNG DER BEFRAGUNG 59
3.2 STAND DER FORSCHUNG 61
3.3 AUFBAU DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG 65
3.4 GRENZEN DER UNTERSUCHUNG 72
3.5 BESCHREIBUNG DER STICHPROBE 73
3.6 ERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG 76
3.7 ZWISCHENFAZIT 109

4 BISHERIGE FORSCHUNGSERGEBNISSE UND ERKLÄRUNGSANSÄTZE ZUR MARKTWIRKUNG SEKUNDÄR VERBREITETER ANALYSTENEMPFEHLUNGEN 113

4.1 EINGRENZUNG DES UNTERSUCHTEN WIRKUNGSSPEKTRUMS 113
4.2 BISHERIGE FORSCHUNGSERGEBNISSE 118
4.3 ERKLÄRUNGSANSÄTZE 157
4.4 ZWISCHENFAZIT 167

5 UNTERSUCHUNGSDESIGN ZUR MARKTWIRKUNG SEKUNDÄR VERBREITETER ANALYSTENEMPFEHLUNGEN 171

5.1 ZIELSETZUNG UND ERLÄUTERUNG DER EREIGNISSTUDIE 171
5.2 STRUKTUR EINER EREIGNISSTUDIE NACH BOWMAN 172
5.3 METHODIK DER EREIGNISSTUDIE 175
5.4 DISKUSSION DER NORMALVERTEILUNG ABNORMALER RENDITEN 206
5.5 ZWISCHENFAZIT 208

6 EMPIRISCHE ANALYSE ZUR MARKTWIRKUNG SEKUNDÄR VERBREITETER ANALYSTENEMPFEHLUNGEN 211

6.1 ÜBERBLICK 211
6.2 STICHPROBE, DATENBASIS UND DESKRIPTIVE ANALYSEN 211
6.3 HYPOTHESENBILDUNG 229
6.4 GESAMTANALYSE 249
6.5 UNIVARIATE ANALYSEN 257
6.6 KORRELATIONSANALYSE 286
6.7 MULTIVARIATE ANALYSEN 288
6.8 GRENZEN DER UNTERSUCHUNG 296
6.9 ZWISCHENFAZIT 299

7 IMPLIKATIONEN DER EMPIRISCHEN ERGEBNISSE 305

7.1 IMPLIKATIONEN FÜR INVESTOREN 305
7.2 IMPLIKATIONEN FÜR JOURNALISTEN 308
7.3 IMPLIKATIONEN FÜR ANALYSTEN UND IHRE ARBEITGEBER 311
7.4 IMPLIKATIONEN FÜR DEN GESETZGEBER UND ÜBERWACHUNGSBEHÖRDEN 314
7.5 IMPLIKATIONEN FÜR UNTERNEHMEN 317
7.6 ZWISCHENFAZIT 318

8 SCHLUSSBETRACHTUNG 321

8.1 ZUSAMMENFASSUNG 321
8.2 AUSBLICK 325
ANHANG 327
LITERATURVERZEICHNIS 359

Inhaltsverzeichnis

ABBILDUNGSVERZEICHNIS VII
TABELLENVERZEICHNIS XI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS: XV
VERZEICHNIS DER VERWENDETEN FORMELN XIX
ANHANGSVERZEICHNIS XXI

1 EINLEITUNG 1

1.1 PROBLEMSTELLUNG UND ZIEL DER UNTERSUCHUNG 1
1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG 4

2 BEGRIFFLICHE UND THEORETISCHE GRUNDLAGEN 9

2.1 FINANZANALYSTEN 9
2.1.1 Funktionale und institutionelle Abgrenzung 9
2.1.2 Prozess der Wertpapieranalyse 12
2.1.3 Arbeitsumfeld und Beitrag der Analysten 16
2.1.4 Zielsystem und Interessenkonflikte 19
2.1.5 Funktionen von Finanzanalysten 23
2.2 PRIMÄR- UND SEKUNDÄRINFORMATIONEN 26
2.3 NEUER MARKT ALS SEGMENT FÜR WACHSTUMSUNTERNEHMEN 29
2.3.1 Charakterisierung von Wachstumsunternehmen 30
2.3.2 Ausgestaltung des Neuen Marktes 32
2.3.3 Neusegmentierung des Aktienmarktes 35
2.4 INFORMATIONSEFFIZIENZ UND -VERARBEITUNG 37
2.4.1 Modelle der Informationseffizienz 37
2.4.1.1 Informationseffizienz nach Fama 37
2.4.1.2 Modifizierte Konzepte der Informationseffizienz 42
2.4.2 Empirische Überprüfung der Informationseffizienz 45
2.4.3 Einordnung der Finanzanalystentätigkeit und der Sekundärinformationen in die Konzeptionen der Informationseffizienz 51
2.5 ZWISCHENFAZIT 55

3 ANALYSTENEMPFEHLUNGEN UND -ZITATE IN DER WIRTSCHAFTSPRESSE AUS EMPIRISCHER SICHT 59

3.1 HINTERGRUND UND ZIELSETZUNG DER BEFRAGUNG 59
3.2 STAND DER FORSCHUNG 61
3.3 AUFBAU DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG 65
3.3.1 Erhebungsverfahren und Konzeption der Untersuchung 65
3.3.2 Methodik und Verfahren der Datenauswertung 68
3.3.3 Durchführung der Datenerhebung und Rücklauf 69
3.4 GRENZEN DER UNTERSUCHUNG 72
3.5 BESCHREIBUNG DER STICHPROBE 73
3.6 ERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG 76
3.6.1 Qualität der Berichterstattung und Verbesserungsempfehlungen 76
3.6.2 Ausmaß und Motivation der Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten 83
3.6.3 Rolle des Arbeitgebers 96
3.6.4 Verwendung von sekundären Informationsquellen 100
3.6.5 Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen 106
3.7 ZWISCHENFAZIT 109

4 BISHERIGE FORSCHUNGSERGEBNISSE UND ERKLÄRUNGSANSÄTZE ZUR MARKTWIRKUNG SEKUNDÄR VERBREITETER ANALYSTENEMPFEHLUNGEN 113

4.1 EINGRENZUNG DES UNTERSUCHTEN WIRKUNGSSPEKTRUMS 113
4.2 BISHERIGE FORSCHUNGSERGEBNISSE 118
4.2.1 Marktwirkung primär verbreiteter Analystenempfehlungen 118
4.2.1.1 Allgemeine primär verbreitete Analystenempfehlungen 118
4.2.1.2 Spezialfall der Value-Line-Empfehlungen 124
4.2.2 Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen 130
4.2.2.1 Heard-on-the-Street-Kolumne des Wall Street Journals 130
4.2.2.2 Dartboard-Kolumne des Wall Street Journals 135
4.2.2.3 Barron's 138
4.2.2.4 Business Week, Forbes und USA Today 141
4.2.2.5 Publikationen außerhalb der U.S.A. 146
4.2.2.6 Wall Street Week 150
4.2.3 Spezielle Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt 153
4.3 ERKLÄRUNGSANSÄTZE 157
4.3.1 Publizitätshypothese und Veröffentlichungseffekt 157
4.3.2 Media-Coverage-Hypothese 159
4.3.3 Preisdruck-Hypothese 161
4.3.4 Wertvolle-Information-Hypothese 163
4.3.5 Weitere Erklärungsansätze und Einflussfaktoren 165
4.4 ZWISCHENFAZIT 167

5 UNTERSUCHUNGSDESIGN ZUR MARKTWIRKUNG SEKUNDÄR VERBREITETER ANALYSTENEMPFEHLUNGEN 171

5.1 ZIELSETZUNG UND ERLÄUTERUNG DER EREIGNISSTUDIE 171
5.2 STRUKTUR EINER EREIGNISSTUDIE NACH BOWMAN 172
5.3 METHODIK DER EREIGNISSTUDIE 175
5.3.1 Identifikation des Ereignisses und Überlappungsproblematik 175
5.3.2 Identifikation des Ereignistages sowie von Ereignis- und Schätzperiode 178
5.3.3 Ermittlung abnormaler Renditen 185
5.3.3.1 Berechnung der Renditen 185
5.3.3.2 Preiserwartungsmodelle zur Berechnung der abnormalen Renditen 187
5.3.3.2.1 Überblick 187
5.3.3.2.2 Methode der mittelwertbereinigten Renditen 189
5.3.3.2.3 Methode der marktadjustierten Renditen 190
5.3.3.2.4 Marktmodell 192
5.3.3.2.5 Weitere Ansätze 196
5.3.3.3 Auswahl des Referenzindizes 198
5.3.4 Aggregation der abnormalen Renditen 201
5.3.5 Analyse der Ereignisse 203
5.4 DISKUSSION DER NORMALVERTEILUNG ABNORMALER RENDITEN 206
5.5 ZWISCHENFAZIT 208

6 EMPIRISCHE ANALYSE ZUR MARKTWIRKUNG SEKUNDÄR VERBREITETER ANALYSTENEMPFEHLUNGEN 211

6.1 ÜBERBLICK 211
6.2 STICHPROBE, DATENBASIS UND DESKRIPTIVE ANALYSEN 211
6.2.1 Auswahl der Stichprobe 211
6.2.1.1 Zeitliche Abgrenzung 211
6.2.1.2 Sachliche Abgrenzung anhand der Neuer-Markt-Notierung 213
6.2.1.3 Sachliche Abgrenzung anhand der Medienauswahl 214
6.2.1.4 Diskussion der Stichprobenauswahl 220
6.2.2 Datenbasis 222
6.2.3 Deskriptive Statistik des Datenmaterials 224
6.3 HYPOTHESENBILDUNG 229
6.3.1 Überblick 229
6.3.2 Gesamteffekt und Informationsverarbeitungsprozess 231
6.3.3 Reputation der empfehlenden Institute 233
6.3.4 Ausmaß der Berichterstattung 236
6.3.5 Unternehmensaspekte 237
6.3.5.1 Marktkapitalisierung 237
6.3.5.2 Sekundärmarktliquidität 240
6.3.5.3 Bestehende Analystenabdeckung 241
6.3.5.4 Operativer Cashflow 243
6.3.5.5 Institutionelles Engagement 245
6.3.6 Zusammenfassende Erläuterung der Hypothesenbildung 247
6.4 GESAMTANALYSE 249
6.5 UNIVARIATE ANALYSEN 257
6.5.1 Empirische Ergebnisse zur Reputation der empfehlenden Institute 257
6.5.2 Empirische Ergebnisse zum Ausmaß der Berichterstattung 261
6.5.3 Empirische Ergebnisse zu spezifischen Unternehmensaspekten 265
6.5.3.1 Marktkapitalisierung 265
6.5.3.2 Sekundärmarktliquidität 269
6.5.3.3 Analystenabdeckung 273
6.5.3.4 Operativer Cashflow 278
6.5.3.5 Institutionelles Engagement 281
6.6 KORRELATIONSANALYSE 286
6.7 MULTIVARIATE ANALYSEN 288
6.8 GRENZEN DER UNTERSUCHUNG 296
6.9 ZWISCHENFAZIT 299

7 IMPLIKATIONEN DER EMPIRISCHEN ERGEBNISSE 305

7.1 IMPLIKATIONEN FÜR INVESTOREN 305
7.2 IMPLIKATIONEN FÜR JOURNALISTEN 308
7.3 IMPLIKATIONEN FÜR ANALYSTEN UND IHRE ARBEITGEBER 311
7.4 IMPLIKATIONEN FÜR DEN GESETZGEBER UND ÜBERWACHUNGSBEHÖRDEN 314
7.5 IMPLIKATIONEN FÜR UNTERNEHMEN 317
7.6 ZWISCHENFAZIT 318

8 SCHLUSSBETRACHTUNG 321

8.1 ZUSAMMENFASSUNG 321
8.2 AUSBLICK 325
ANHANG 327
LITERATURVERZEICHNIS 359

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Struktur der Arbeit 7
Abbildung 2: Beziehung zwischen den drei Informationsmengen 40
Abbildung 3: Aufteilung der Stichprobe nach Funktion und Berufserfahrung der Analysten 74
Abbildung 4: Aufteilung der Stichprobe nach geographischem Schwerpunkt des Arbeitgebers und Gesamtmitarbeitern im Sales Bereich 75
Abbildung 5: Qualität der Berichterstattung aus Sicht der Finanzanalysten 77
Abbildung 6: Qualität der Berichterstattung aus Sicht der Sell-Side- vs. Buy-Side-Analysten 78
Abbildung 7: Qualität der Berichterstattung aus Sicht von Analysten national/regionaler vs. europäisch/globaler Häuser 79
Abbildung 8: Verbesserungspotenziale aus Sicht der Finanzanalysten 81
Abbildung 9: Verbesserungspotenziale aus Sicht der Sell-Side- vs. Buy-Side-Analysten 82
Abbildung 10: Verbesserungspotenziale aus Sicht der Analysten national/regionaler vs. europäisch/globaler Häuser 83
Abbildung 11: Anzahl von Interviews an Wirtschaftsjournalisten innerhalb von zwölf Monaten 84
Abbildung 12: Ausmaß der gegenseitigen proaktiven Information von Wirtschaftsjournalisten und Analysten 85
Abbildung 13: Initiative zu den Interviews und Genehmigung vor Veröffentlichung 87
Abbildung 14: Kooperationsgründe von Finanzanalysten 89
Abbildung 15: Kooperationsgründe von Buy-Side- vs. Sell-Side-Analysten 90
Abbildung 16: Kooperationsgründe aus Sicht von Analysten mit hoher vs. geringer Berufserfahrung 91
Abbildung 17: Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten aus Sicht der Finanzanalysten 92
Abbildung 18: Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten aus Sicht der Buy-Side- vs. Sell-Side-Analysten 93
Abbildung 19: Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten aus Sicht der Analysten national/regionaler vs. europäisch/globaler Häuser 94

Abbildung 20: Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten aus Sicht der Analysten mit hoher vs. geringer Berufserfahrung 95
Abbildung 21: Position des Arbeitgebers im Hinblick auf Interviews mit Wirtschaftsjournalisten 97
Abbildung 22: Bankinterne Regelungen 98
Abbildung 23: Konkretisierung der bankinternen Regelungen 99
Abbildung 24: Verwendung sekundärer Informationsquellen aus Sicht der Finanzanalysten 102
Abbildung 25: Sekundäre Informationsquellen von Sell-Side- vs. Buy-Side-Analysten 103
Abbildung 26: Sekundäre Informationsquellen von Analysten global/europäischer vs. national/regionaler Häuser 104
Abbildung 27: Auswahlkriterien der Analystenempfehlungen aus Sicht von Finanzanalysten 107
Abbildung 28: Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen aus Sicht von Buy-Side vs. Sell-Side-Analysten 108
Abbildung 29: Auswahl von Analystenempfehlungen aus Sicht von Analysten national/regionaler vs. europäisch/globaler Häuser 109
Abbildung 30: Wirkungsspektrum von Analystenempfehlungen 117
Abbildung 31: Vorgehen zur Ereignisidentifikation und -einordnung 177
Abbildung 32: Länge der Ereignisperiode in der relevanten Literatur (Intervalldarstellung) 180
Abbildung 33: Länge der Ereignisperiode in der relevanten Literatur (tagesgenau) 181
Abbildung 34: Relevanz von vor- und nachgelagerter Schätzperiode bzw. deren Kombination 182
Abbildung 35: Länge der Schätzperiode in der relevanten Literatur (Intervalldarstellung) 183
Abbildung 36: Länge der Schätzperiode in der relevanten Literatur (tagesgenaue Darstellung) 183
Abbildung 37: Ereignistag sowie Ereignis- und Schätzperiode im Überblick 184
Abbildung 38: Kursentwicklung des NEMAX-All-Share, des NEMAX 50 sowie des DAX und SDAX im Jahr 2001 212
Abbildung 39: Normierte Entwicklung der Indizes NEMAX-All-Share, NEMAX 50, DAX und SDAX im Jahr 2001 213
Abbildung 40: Verteilung der Ereignisse pro Unternehmen 225

Abbildung 41: Zeitliche Verteilung der Stichprobe 225
Abbildung 42: Verteilung der Ereignisse in Bezug auf die Nemax 50 Zugehörigkeit 228
Abbildung 43: Verteilung der Ereignisse der Stichprobe in Bezug auf verwendete Medien und Research-Reputation der empfehlenden Investment Banken 229
Abbildung 44: Bestimmungsfaktoren der Marktwirkung von publizierten Analystenempfehlungen 230
Abbildung 45: Hypothesen zu den Bestimmungsfaktoren der Marktwirkung von publizierten Analystenempfehlungen 248
Abbildung 46: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR) und kumulierte durchschnittliche Renditen (CAR) in der Ereignisperiode gemäß der Methode der marktbereinigten Renditen 252
Abbildung 47: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Reputations-Klassen 258
Abbildung 48: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Reputations-Klassen 259
Abbildung 49: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des Empfehlungsausmaßes 262
Abbildung 50: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des Empfehlungsausmaßes 263
Abbildung 51: Durchschnittliche abnormale Renditen nach der Unternehmensgröße 266
Abbildung 52: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen der Unternehmensgröße 267
Abbildung 53: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen der Sekundärmarktliquidität 270
Abbildung 54: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen der Sekundärmarktliquidität 271
Abbildung 55: Durchschnittliche abnormale Rendite nach Klassen der Analystenabdeckung 274
Abbildung 56: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen der Analystenabdeckung 275
Abbildung 57: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des operativen Cashflows 278
Abbildung 58: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des operativen Cashflows 279

Abbildung 59: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des institutionellen Anteils 283
Abbildung 60: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des institutionellen Anteils 284
Abbildung 61: Normalverteilungsdiagramme und Boxplots der kumulierten abnormalen Rendite [-25;+25] 336
Abbildung 62: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR) und kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR) gemäß dem Marktmodell 341
Abbildung 63: Eingangsseite des Online-Fragebogens unter www.tumfinance.com 354
Abbildung 64: Fragen drei bis fünf des Online-Fragebogens 355
Abbildung 65: Screenshot des Online-Fragebogen mit Hinweis auf eine ausgelassene Frage. 356
Abbildung 66: Screenshot des Online-Fragebogen mit Hinweis auf einen bereits beantworteten Fragebogen 357

Tabellenverzeichnis

Tabelle 4-1: Marktwirkung von Analystenempfehlungen zum Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung 122
Tabelle 4-2: Marktwirkung und langfristige Performance von Value-Line-Empfehlungen 129
Tabelle 4-3: Marktwirkung von Analystenempfehlungen in der Heart-on-the-Street-Kolumne des Wall Street Journals 134
Tabelle 4-4: Marktwirkung von Empfehlungen der Dartboard-Kolumne 136
Tabelle 4-5: Marktwirkung von Analystenempfehlungen in Barron's 140
Tabelle 4-6: Marktwirkung von Analystenempfehlungen in Business Week, Forbes und USA Today 143
Tabelle 4-7: Marktwirkung von Analystenempfehlungen in internationalen Zeitungen und Zeitschriften 148
Tabelle 4-8: Marktwirkung von Wall-Street-Week-Empfehlungen 152
Tabelle 4-9: Deutsche Untersuchungen zu primär und sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen 155
Tabelle 6-1: Deutschsprachige Zeitschriften im Vergleich 218
Tabelle 6-2: Reduktion der Stichprobe 221
Tabelle 6-3: Kreuztabelle zur Stichprobe 222
Tabelle 6-4: Verwendete Datenquellen 223
Tabelle 6-5: Mittelwert, Median, Standardabweichung sowie minimaler und maximaler Wert ausgewählter Unternehmenscharakteristika der Stichprobe 227
Tabelle 6-6: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %) und t-Statistiken, berechnet nach der Methode der marktbereinigten Renditen für die Kaufempfehlungen der Ereignisperiode 250
Tabelle 6-7 Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %) und t-Statistiken, berechnet nach der Methode der marktbereinigten Renditen für die Verkaufsempfehlungen der Ereignisperiode . 251
Tabelle 6-8: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR) ausgewählter Zeiträume der Ereignisperiode 254

Tabelle 6-9: Verteilung der abnormalen Renditen in ausgewählten Zeiträumen 256
Tabelle 6-10: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach Reputations-Klassen 260
Tabelle 6-11: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach Klassen des Empfehlungsausmaßes 264
Tabelle 6-12: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach der Unternehmensgröße 268
Tabelle 6-13: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach der Sekundärmarktliquidität 272
Tabelle 6-14: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeiträume nach der Analystenabdeckung (Analystencoverage) 276
Tabelle 6-15 Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach Cashflow-Klassen 281
Tabelle 6-16: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach Klassen des institutionellen Anteils am empfohlenen Unternehmen 285
Tabelle 6-17: Pearson/Spearman Korrelationsmatrix der erklärenden Variablen 287
Tabelle 6-18: Erwartete Hypothesen der multivariaten Analyse 290
Tabelle 6-19: Ausprägung und Erklärung der Variablen der multivariaten Analysen 291
Tabelle 6-20: Ergebnisse der linearen Regression über $CAR(-5;5)$ 292
Tabelle 6-21: Ergebnisse der linearen Regression über CAR (-25;25) 294
Tabelle 6-22: Abgleich von Ergebnissen und Hypothesen zur Gesamtreaktion 300
Tabelle 6-23: Abgleich von Ergebnissen und faktorspezifischen Hypothesen 301
Tabelle 8-1: Ergebnisse des Kolmogorov-Smirnov-Tests auf Normalverteilung für CAR [-25;-25] bis CAR [-25;+25] 334
Tabelle 8-2: Ergebnisse des Kolmogorov-Smirnov-Tests auf Normalverteilung für kumulierte abnormale Renditen ausgewählter Zeiträume 335
Tabelle 8-3: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %) und Z-

Statistiken, berechnet nach der Methode der marktbereinigten Renditen für die Kaufempfehlungen der Ereignisperiode 337
Tabelle 8-4: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %) und z-Statistiken, berechnet nach der Methode der marktbereinigten Renditen für die Verkaufsempfehlungen der Ereignisperiode . 338
Tabelle 8-5: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %) und kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %), berechnet nach dem Marktmodell für die Kaufempfehlungen der Ereignisperiode 339
Tabelle 8-6: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %), berechnet nach dem Marktmodell für die Verkaufsempfehlungen der Ereignisperiode 340
Tabelle 8-7: Ergebnisse der linearen Regression über CAR (-1;1) 342
Tabelle 8-8: Ergebnisse der linearen Regression über $|CAR(-5;5)|$ 343

Abkürzungsverzeichnis:

ACTA	Allensbach Computer und Telekommunikation Analyse
AG	Aktiengesellschaft
AHV	Abnormales Handelsvolumen
AIMR	Association for Investment Management and Research (Namensänderung in CFA-Institute)
AktG.	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
ANOVA	Analysis of Variance
API	Abnormal Performance Index
APT	Arbitrage Pricing Theory
Aufl.	Auflage
AWA	Allensbacher Werbeträger Analyse
Bd.	Band
BörsenG.	Börsengesetz
Bspw.	Beispielsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulative Abnormal Return (kumulierte abnormale Rendite
CEFS	Center for Entrepreneurial and Financial Studies
CRSP	Centers for Research in Security Prices
DAFOX	Deutscher Forschungsindex
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCF	Discounted Cashflow
DIRK	Deutscher Investor Relations Kreis
Diss.	Dissertation
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EBIT	Earnings before interest and taxes
et.al.	et alii
f.	folgende (Seite)
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung

ff.	fortfolgende (Seiten)
FiMaFöG	Finanzmarktförderungsgesetz
FTD	Financial Times Deutschland
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HTS	Heard on the Street (Kolumne im Wall Street Journal)
i.d.R.	In der Regel
i.e.	Id est [Latein]; in anderen Worten
i.V.m.	In Verbindung mit
I/B/E/S	Institutional Brokers Estimate System
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IPO	Initial Public Offering
IR	Investor Relations
IVW	Instituts zur Verbreitung von Werbeträgern
Jg.	Jahrgang
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LAE	Leseranalyse Entscheidungsträger in Wirtschaft und Verwaltung
LSE	London Stock Exchange
MA	Media-Analyse
n.v.	nicht verfügbar
NASD	National Association of Securities Dealers
Nemax AS	Nemax All Share Performance Index
NEMAX	Ehemaliger Aktienindex für Wachstumsunternehmen
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
OLS	Ordinary Least Squares (Kleinstquadratmethode)
S&P	Standards & Poors (Rating-Agentur)
S.	Seite
SEC	Securities and Exchange Comission
SIA	Securities Industry Association
SPSS	Statistical Package for Social Sciences
SZ	Süddeutsche Zeitung
u.a.O.	und andere Orte

UK	United Kingdom
USA	United States of America
US-Gaap	US Generally Accepted Accounting Principles
Vgl.	vergleiche
VL	Value Line
Vol.	Volume
vs.	versus
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WSJ	Wall Street Journal
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
Zfbf	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung

Verzeichnis der verwendeten Formeln

Formel 5-1: $R_{i,t} = \frac{\left(P_{i,t} - P_{i,t-1}\right)}{P_{i,t-1}}$ 186

Formel 5-2: $R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$ 186

Formel 5-3: $R_{i,t} = \ln\left(P_{i,t}\right) - \ln\left(P_{i,t-1}\right)$ 186

Formel 5-4: $AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ 188

Formel 5-5: $AR_{i,t} = R_{i,t} - \overline{R}_i$ 189

Formel 5-6: $\overline{R}_i = \left(\frac{1}{T}\right)\sum_{t=1}^{T} R_{it}$ 189

Formel 5-7: $\overline{R}_i = \frac{1}{250}\sum_{t=-300}^{-51} \mathrm{R_{i,t}}$ 189

Formel 5-8: $\mathrm{AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}}$ 191

Formel 5-9: $\mathrm{E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \varepsilon_{it}}$ 193

Formel 5-10: $\mathrm{AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t}}$ 194

Formel 5-11: $E(R_{i,t}) = R_f + [E(R_{m,t}) - R_f] \cdot \beta_i + \varepsilon_{i,t}$ 196

Formel 5-12: $AR_{i,t} = R_{i,t} - \left\{R_f + [E(R_{m,t}) - R_f] \cdot \beta_i\right\}$ 196

Formel 5-13: $AR_{i,t} = R_{i,t} - R_f \cdot \left(1 - \beta_i\right) - \beta_i \cdot E(R_{m,t})$ 196

Formel 5-14: $AR_t = \frac{1}{N} \bullet \sum_{i=1}^{N} AR_{it}$ 202

Formel 5-15: $CAR_{[T1,T2]} = \sum_{T1}^{T2} AR_t$ 202

Formel 5-16: $t = \sqrt{N}\,\frac{DAR_t}{S(DAR_t)}$ 204

Formel 5-17: $t = \sqrt{N}\,\frac{DCAR_{T1,T2}}{S(DCAR_{T1,T2})}$ 204

Formel 5-18: $Z = \frac{W^+ - \frac{n \cdot (n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n \cdot (n+1) \cdot (2n+1)}{24}}}$ 205

Anhangsverzeichnis

Anhang A: Übersicht der Gesprächs- und Interviewpartner 328
Anhang B: Entwicklung der Analystenzitate über alle DAX 30-Unternehmen 329
Anhang C: Entwicklung von Analystenzitaten in ausgewählten Unternehmen des DAX 30 329
Anhang D: Reputationsranking der Analystenhäuser 330
Anhang E: In der Stichprobe zur Ereignisstudie vertretene Bankinstitute . 332
Anhang F: Zeitliche Verteilung der Stichprobe 333
Anhang G: Überprüfung der Normalverteilungsannahme der Risiduen 334
Anhang H: Zusätzliche Befunde zur Ereignisstudie 337
Anhang I: Befunde zur linearen Regression der (kumulierten) abnormalen Renditen 342
Anhang J: Muster des verwendeten Anschreibens an die Analysten 344
Anhang K: Muster des verwendeten Anschreibens an die „Heads of Research“ 346
Anhang L: Fragebogen „Analystenempfehlungen und -zitate in der Wirtschaftspresse 348
Anhang M: „Screenshots“ des Online-Fragebogens 354

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Ziel der Untersuchung

Finanzanalysten stellen durch ihre Informationsbeschaffung, -verarbeitung und anschließende Distribution an eine Vielzahl von Investoren bedeutende Meinungsführer und Multiplikatoren dar.[1] Auf dem Kapitalmarkt erfüllen sie damit die wichtige, wenngleich nicht unumstrittene Funktion von Informationsintermediären,[2] denen ein positiver Einfluss auf die Agency-Kosten,[3] die Sekundärmarktliquidität und die Marktkapitalisierung[4] der abgedeckten Unternehmen zugeschrieben wird.[5]

Als Ergebnis ihrer Analysetätigkeit erstellen Finanzanalysten Berichte zu den von ihnen abgedeckten Unternehmen (Research-Reports). Typischerweise umfassen diese Unternehmensberichte zusammenfassende Anlageempfehlungen wie Kaufen, Halten oder Verkaufen. Möglich sind auch differenziertere Ratingsysteme, teilweise ergänzt durch bestimmte Zielkurse.[6] Im Rahmen der primären (ersten) Verbreitung werden zumeist die wichtigsten Kunden über diese Analystenempfehlungen informiert. Mit gewisser zeitlicher Verzögerung werden die Empfehlungen von vielen Research-Häusern zudem in elektronische Informationssysteme eingestellt. Im Rahmen der sekundären (zweiten) Verbreitung werden Analystenempfehlungen darüber hinaus über zusätzliche Verbreitungswege wie die Wirtschaftspresse weiteren Marktteilnehmern bekannt gemacht.

Maßgeblich tragen Finanzanalysten damit zum Informationsaustausch zwischen Investoren und Unternehmen bei. Ihnen kommt eine Schlüsselrolle bei der Wahl von Anlageentscheidungen durch Investoren zu. Durch ihre Empfehlungen beeinflussen Finanzanalysten in hohem Maße das Entscheidungsverhalten der Investoren. Wenig erstaunlich ist es daher, dass empirische Untersuchungen Aktienkursreaktionen bei der primären (ersten) Verbreitung von Analystenempfehlungen

---

1 Vgl. zur Rolle der Analysten als Multiplikatoren, die den Bekanntheitsgrad von Unternehmen steigern Deutsche Bank Research (1999), S. 134.

2 Vgl. Liener (1993), S. 331-334; Faltz (1999), S. 63; Vickers/Weiss (2000), S. 112-121.

3 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 305-360; Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), 507f.

4 Vgl. Chung/Jo (1996), S. 493-495.

5 Vgl. auch Gode/Mohanram (2001), S. 15-17, die von einem Zusammenhang zwischen hoher Analystenabdeckung und niedrigen Kapitalkosten ausgehen.

6 Vgl. Abschnitt 2.1.2 dieser Arbeit für Details zum Prozess der Wertpapieranalyse.

feststellen konnten.[7] Sofern Kapitalmärkte eine nach Fama halbstrenge Form der Informationeffizienz aufweisen,[8] sollte nur diese primäre Verbreitung einer Analystenempfehlung in den Kursen reflektiert werden; die sekundäre Verbreitung der Analystenempfehlung in der Wirtschaftspresse sollte hingegen keine Marktwirkung erzielen.

Untersuchungen konnten jedoch für den US-Kapitalmarkt auch bei der sekundären Verbreitung von Analystenempfehlungen in Tageszeitungen wie dem Wall Street Journal eine signifikante Marktwirkung feststellen.[9] Diese Beobachtung hat sowohl zahlreiche theoretische Implikationen für die Informationseffizienz von Kapitalmärkten als auch praktische Implikationen für die relevanten Interessengruppen zur Folge. Die bisherige Literatur hat in der Regel US-amerikanische und einige wenige internationale Zeitungs- und Zeitschriftenkolumnen analysiert. Speziell für den deutschen Kapitalmarkt wurden sekundär in Tageszeitungen publizierte Analystenempfehlungen im Hinblick auf ihre Marktwirkung noch nicht untersucht. Auch wurden Wachstumsunternehmen trotz ihrer zahlreich dokumentierten Besonderheiten noch keiner gesonderten Analyse unterzogen.[10]

Gerade in den letzten Jahren war laut Untersuchung des Medienforschungsinstitutes Medientenor ein sehr deutlicher Anstieg der Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse zu beobachten.[11] Wie im Anhang B illustriert, ist ein Anstieg von rund 30 Prozent in den Jahren 2000 bis 2003 allein im Hinblick auf Analystenzitate der DAX 30-Unternehmen zu verzeichnen gewesen.[12] Korrespondierend hierzu untersuchen Kuperman/Athavale/Eisner mit Hilfe einer Zeitreihenuntersuchung die Entwicklung der Analystenzitate zwischen 1990 und 2001 für das US-

---

7 Vgl. exemplarisch für eine Marktwirkung von primär verbreiteten Analystenempfehlungen Womack (1996), S. 137; Ryan/Taffler (2001), S. 1. Vgl. für eine umfassenden Überblick Tabelle 4-1 dieser Arbeit.

8 Vgl. zum Konzept der Informationseffizienz nach Fama (1970), S. 383. Vgl. auch Abschnitt 2.4.1 dieser Arbeit. Die halbstrenge Form der Informationseffizienz liegt vor, wenn alle öffentlich verfügbaren Informationen in den Preisen enthalten sind. Bei der halbstrengen Form besteht für Analysten im Gegensatz zur strengen Form der Informationseffizienz ein Anreiz zur Informationsproduktion.

9 Vgl. exemplarisch die erste und bekannteste Studie zur Heard-on-the-Street-Kolumne des Wall Street Journals Davies/Canes (1978), S. 55. Vgl. auch Liu/Smith/Syed (1989), S. 577; Baumann/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 660 und Huth/Maris (1992), S. 400, die alle eine signifikante Kursreaktion bei der sekundären Verbreitung einer Analystenempfehlung im Wall Street Journal feststellen. Vgl. im Detail Abschnitt 4.2.2 dieser Arbeit.

10 Vgl. zu den Besonderheiten von Wachstumsunternehmen Küting (2000), S. 601, 677; Küting (1980); Bassen (2001), S. 9-11; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 29.

11 Beim Medien Tenor handelt es sich um ein Medienforschungsinstitut, das verschiedene Printmedien und neue Medien nach (laut Eigenangabe) wiss. Analysemethoden auswertet.

12 Vgl. Anhang B: Entwicklung der Analystenzitate über alle DAX 30-Unternehmen. Vgl. S. 329.

amerikanische Tageszeitung Wall Street Journal. Dabei stellen die Autoren fest, dass ein signifikanter und wachsender Anteil von WSJ-Artikeln Analystenzitate verwendet.[13]

Die Gründe für diesen Anstieg bleiben bislang allerdings ebenso wie die Motive der beteiligten Gruppen und möglichen Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen unklar. Zugleich wurde die auch aus Kapitalmarktsicht sehr interessante Frage[14] nach der Qualität der Berichterstattung zu Analystenempfehlungen noch nicht erörtert. Dieses ist umso erstaunlicher, als die Wirtschaftspresse eine hohe Bedeutung bei der Informationsbeschaffung von Investoren einnimmt. So informieren sich gemäß einer Forsa-Studie regelmäßig 38 Prozent der Investoren vor einer Anlage mittels Finanzmagazinen und Zeitungen.[15]

Vor dem Hintergrund dieser Problemstellung verfolgt die vorliegende Arbeit das Oberziel, für den deutschen Kapitalmarkt die Marktwirkung von sekundär in Tageszeitungen verbreiteten Analystenempfehlungen auf empirischer und theoretischer Ebene zu untersuchen. Von besonderem Interesse sind dabei sowohl das Ausmaß als auch die Einflussfaktoren der Marktwirkung. Das Ausmaß der Marktwirkung wird dabei mittels einer Ereignisstudie untersucht. Deren Ergebnisse stellen den Ausgangspunkt für die Analyse der Einflussfaktoren der Marktwirkung mittels einer multiplen Regressionsanalyse dar.

Ein spezieller Schwerpunkt der Untersuchung wird dabei aufgrund deren besonderen Charakteristika auf Wachstumsunternehmen des Neuen Marktes gelegt. Auf der Basis der theoretischen und empirischen Untersuchungen werden anschließend praxisrelevante Implikationen und Handlungsempfehlungen für die beteiligten Interessengruppen abgeleitet.

---

13 Die von Kuperman/Athavale/Eisner (2003), S. 76-78 durchgeführte OLS-Regressionsanalyse über den Anteil von WSJ-Artikeln mit Analystenzitaten (abhängige Variable) ergibt einen R^2-Wert von 0,63. Unabhängige Variable ist der so genannte Zeit-Trend-Faktor, der einen positiven T-Wert von 8,98 erreicht. Gemäß der Studie ist die Tendenz, Analysten zu zitieren, besonders ausgeprägt bei langen Artikeln über 250 Wörtern.

14 Vgl. Schuster (2003), S. 5, 19-21. Der Autor weist darauf hin, dass Medien bei unverzerrter Weitergabe von Informationen zur Kapitalmarkteffizienz beitragen können; bei selektiver Auswahl, Gewichtung, Interpretation allerdings auch die urprüngliche Aussage verändern können, was sie zu einer neuen Einflussgröße macht.

15 Vgl. o.V. (2003), S. 1. Vgl. auch Institut für Demoskopie Allensbach (2000), S. 1-3, welches den Informationsquellen Zeitungen und Zeitschriften eine hohe Bedeutung als beimisst.

Das Subziel der Disseration besteht darin, ein besseres Verständnis zur Berichterstattung über Analystenempfehlungen und -zitate in der Wirtschaftspresse zu schaffen. Zur Erreichung dieses Subziels wird eine Befragung von Finanzanalysten zu fünf Themenkomplexen vorgenommen, die im Zusammenhang mit der Berichterstattung zu Analystenempfehlungen und -zitaten stehen. Die Erkenntnisse dieser Befragung tragen dazu bei, eine fundierte Referenzbasis zur Erreichung des Oberziels, der Untersuchung der Marktwirkung sekundär in Tageszeitungen verbreiteter Analystenempfehlungen, zu bilden.

1.2 Gang der Untersuchung

Die im Kern durch eine hohe Anwendungsorientierung gekennzeichnete Zielsetzung wird in acht Kapiteln bearbeitet (vgl. Abbildung 1).[16] In der Einleitung des **Kapitels 1** wird dabei die zu untersuchende Problemstellung entwickelt sowie Ziele und der Gang der Untersuchung behandelt.

Das **Kapitel 2** legt die begrifflichen und theoretischen Grundlagen der Arbeit. Hierzu wird zunächst das der Arbeit zugrunde liegende Verständnis von Finanzanalysten, von Primär- und Sekundärinformationen sowie von Wachstumsunternehmen abgegrenzt. Anschließend werden die verschiedenen modelltheoretischen Auffassungen zur Informationseffizienz diskutiert und darauf aufbauend die Rolle der Finanzanalysten und Sekundärinformationen im Verständnis dieser Effizienzmodelle geklärt.

Im **Kapitel 3** wird mittels einer Befragung von Finanzanalysten ein umfassendes qualitatives Verständnis zu Analystenzitaten und -empfehlungen in der Wirtschaftspresse aufgebaut. Hierzu werden fünf Themenkomplexe empirisch untersucht; diese betreffen sowohl die Qualität und mögliche Verbesserungsempfehlungen in der Berichterstattung zu Analystenthemen als auch das Ausmaß und die Motivation der Zusammenarbeit zwischen Analysten und Wirtschaftsjournalisten. Die Rolle der Arbeitgeber von Finanzanalysten, die Verwendung sekundärer Informationsquellen sowie die Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen stellen weitere untersuchte Themenfelder dar. Zunächst wird dabei

[16] Vgl. zum Verständnis der Betriebswirtschaftslehre als anwendungsorientierte Wissenschaft Ulrich (1984), S. 169-200.

die Zielsetzung der Befragung erläutert, bevor anschließend der aktuelle Forschungsstand zu den einzelnen Themenfeldern diskutiert wird. Der Fokus wird dabei auf die Urheber der Zitate und Empfehlungen, die Equity-Finanzanalysten, gelegt. Im Anschluss an die Dokumentation des Forschungsprozesses und möglicher Untersuchungsgrenzen erfolgt eine Beschreibung der Stichprobe sowie eine deskriptive Analyse der Untersuchungsergebnisse. Die Differenzierung der Untersuchungsergebnisse nach Funktion und Berufserfahrung der Analysten sowie nach geographischem Schwerpunkt des Analystenhauses erlaubt es dabei, potenzielle Unterschiede im Antwortverhalten dieser Gruppen zu identifizieren.

Im **Kapitel 4** werden die bisherigen Forschungsergebnisse zur Marktwirkung von sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen vorgestellt und darauf aufbauend Erklärungsansätze dieser Marktwirkung präsentiert. Ausgehend von dem potenziellem Wirkungsspektrum der Analystentätigkeit konzentriert sich die Betrachtung auf die Kurs- bzw. Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen. In Abgrenzung zur sekundären Verbreitung finden dabei die Ergebnisse zur primären Verbreitung ebenso eine kurze Berücksichtigung. Die Strukturierung der Forschungsergebnisse erfolgt anhand der einzelnen Publikationsmedien, wobei die Ergebnisse für den deutschen Kapitalmarkt gesondert analysiert werden. Auf Grundlage der Forschungsergebnisse werden verschiedene in der Literatur diskutierte Erklärungsansätze für die Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen präsentiert.

Kapitel 5 leitet ein Untersuchungsdesign zur Bestimmung der Marktwirkung sekundärer Analystenempfehlungen her. Dabei wird die Ereignisstudie als geeignete Methodik zur Bestimmung der kurzfristigen Marktwirkung identifiziert. In der Folge orientiert sich der Aufbau des Kapitels stark an der von Bowman vorgeschlagenen Struktur einer Ereignisstudie, was Erläuterungen zur Identifikation des Ereignisses und Ereignistages sowie zur Ermittlung, Aggregation und Analyse abnormaler Renditen bedingt. Neben grundsätzlichen Erwägungen zur Ereignisstudie wird zudem das spezifische Vorgehen in der vorliegenden Ereignisstudie diskutiert. Daneben werden auch ergänzende Aspekte wie die Annahme der Normalverteilung abnormaler Renditen gewürdigt.

Kapitel 6 beinhaltet die Darstellung und Auswertung der empirischen Untersuchung zur Marktwirkung von sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen. Dabei wird auf die in Kapitel 4 erläuterten Forschungsergebnisse und Erklärungs-

ansätze sowie die in Kapitel 5 gelegten Grundlagen zum Untersuchungsdesign zurückgegriffen. Zunächst wird hierbei die Stichprobe anhand zeitlicher und sachlicher Kriterien bestimmt. Anschließend wird die Datenbasis näher erläutert und die deskriptive Statistik des Datenmaterials präsentiert. Die nachfolgende Hypothesenbildung betrifft sowohl die Aktienkursreaktion in der gesamten Stichprobe als auch einzelne Einflussfaktoren der Marktwirkung. Eine Überprüfung der insgesamt zwölf Hypothesen findet in der Gesamtanalyse sowie den univariaten und multivariaten Analysen statt. Um ein besseres Verständnis der Variablenzusammenhänge zu entwickeln, wird eine Korrelationsanalyse ergänzend eingesetzt.

Das **Kapitel 7** zeigt die wesentlichen Implikationen der Arbeit für Analysten und Journalisten, Unternehmen, Investoren sowie den Gesetzgeber auf. Wo erforderlich, wird auf bestehende Defizite und notwendige Handlungsempfehlungen hingewiesen.

In der Schlussbetrachtung des **Kapitels 8** werden die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit zusammengefasst und Ansatzpunkte für zukünftige Forschungsfelder aufgezeigt.

Aufgrund der Zielsetzung der Arbeit werden Fragen nach den psychologischen und behavioristischen Faktoren, die Investoren zum Handeln veranlassen, nicht berücksichtigt.[17] Ausgeklammert werden zudem modelltheoretische Betrachtungen zur komplexen Rolle der Medien im Preisbildungsprozess des Aktienmarktes.[18] Die Wirkung sonstiger Wirtschaftsnachrichten, beispielsweise in Chaträumen, werden nur insofern betrachtet, als sie dem Untersuchungsziel zuträglich sind. Die Grundstruktur der Arbeit skizziert die nachfolgende Abbildung 1.

---

17 Vgl. zu behavioristischen Faktoren Schuster (2003), S. 15, der beschreibt, dass fiktive Unternehmensnachrichten auf Internet-Message-Boards teilweise sehr starke Kursausschläge verursacht haben.

18 Vgl. hierzu Mauboussin (2002), 1ff. Vgl. zu qualitativen Ausführungen zur vermeindlichen Steuerungsfunktion der Medien Rolke/Wolff (1999).

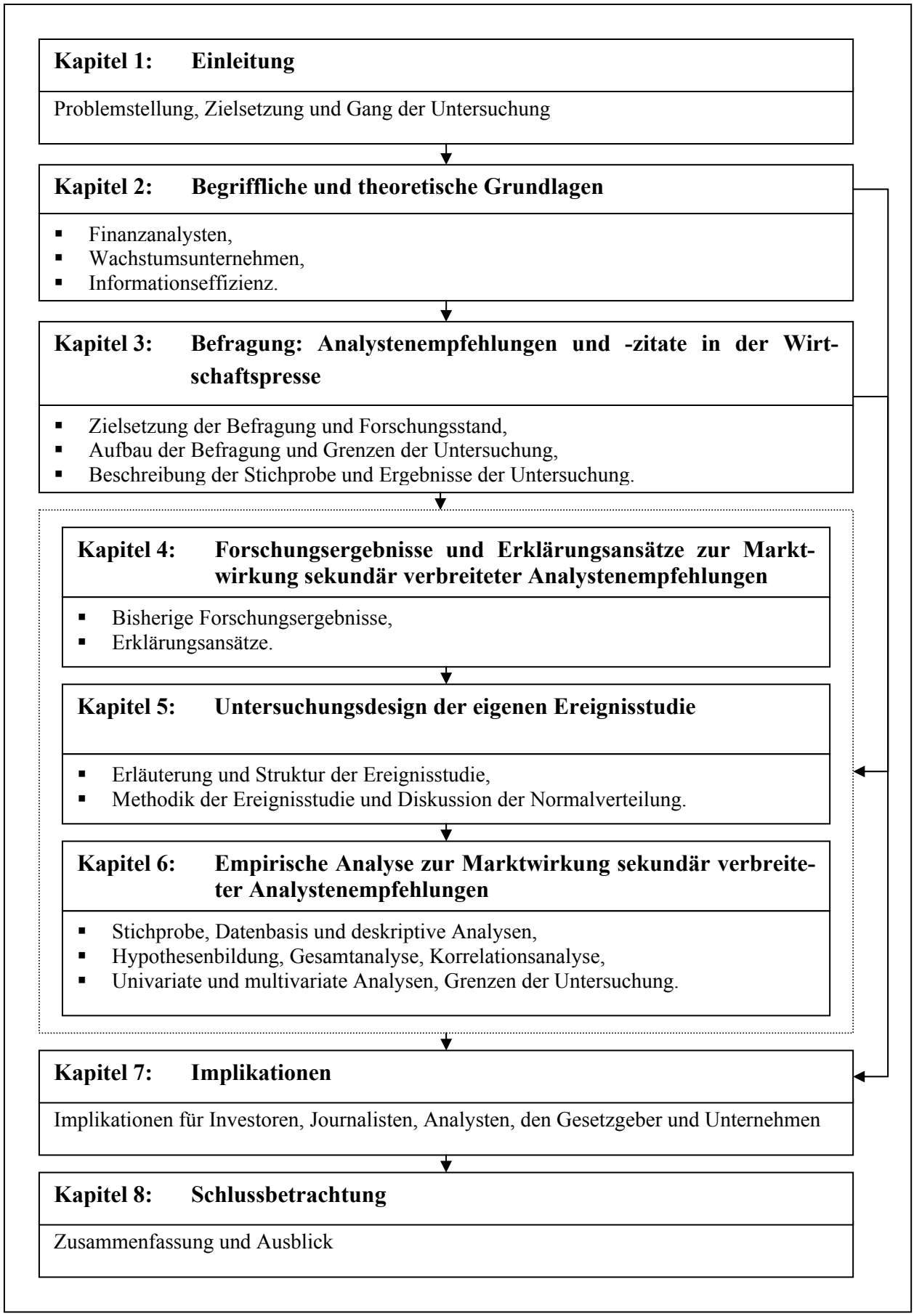


Abbildung 1: Struktur der Arbeit

2 Begriffliche und theoretische Grundlagen

„The information in the analyst report is probably the single most important source of information that reaches the marketplace about public companies.“[19]

Um eine Diskussionsgrundlage für die weitere Bearbeitung des Themas zu schaffen, ist es zunächst notwendig, die begrifflichen und theoretischen Grundlagen des Forschungsgebietes zu erörtern. Im Vordergrund der Betrachtung steht dabei zunächst die Person und Tätigkeit des Finanzanalysten. Nach der funktionalen und institutionellen Abgrenzung des Finanzanalysten soll insbesondere der Prozess der Wertpapieranalyse sowie das Arbeitsumfeld und der spezifische Beitrag der Finanzanalysten diskutiert werden. Auch Aspekte zum Zielsystem und den Funktionen der Finanzanalysten werden skizziert. In engem Zusammenhang hierzu steht der Begriff der Sekundärinformation, der anschließend thematisiert wird. Bedingt durch den Fokus der Arbeit werden darüber hinaus auch die besonderen Charakteristika von Wachstumsunternehmen aufgezeigt sowie das im Jahr 2001 maßgebliche Segment für Wachstumsunternehmen, der Neue Markt, erörtert. Ein besonderes Gewicht für die vorliegende Arbeit nimmt das Konzept der Informationseffizienz ein. Abschließend werden daher verschiedene Modelle der Informationseffizienz sowie deren empirische Überprüfung und Bedeutung für die vorliegende Untersuchung debattiert.

2.1 Finanzanalysten

2.1.1 Funktionale und institutionelle Abgrenzung

„Unter einem Finanzanalysten ist laut Eberts „[…] eine Person zu verstehen, die im Hinblick auf eine Wertpapieranlage, vornehmlich mit Hilfe „externer“ Informationen, wissenschaftlich fundierte („objektive“) Analysen und Prognosen über Kapitalmärkte (Aktien- und Rentenmarkt), Branchen und Einzelunternehmungen erstellt.“[20] Die so erstellten Analysen und Prognosen gehen „[…] in schriftlicher Form vorrangig institutionellen Investoren als Entscheidungsgrundlage für Investitionsentscheidungen zu.“[21]

---

19 Vgl. Schmitt, R.B. (1994), S. 1. Zitiert wird William Lerach.
20 Vgl. Eberts (1986), S. 255; vgl. S. 37-47 für den Beruf des Finanzanalysten.
21 DVFA (2000), S. 9; vgl. auch Vopel (1999), S. 174.

Finanzanalysten lassen sich gemäß ihrer funktionalen und institutionellen Einordnung abgrenzen.[22] In Bezug auf die erstgenannte funktionale Einordnung sind fünf verschiedene Research-Formen zu unterscheiden, deren wichtigstes Abgrenzungskriterium das relevante Untersuchungsobjekt darstellt. Ergebnis dieser funktionalen Differenzierung sind die Aufgabenfelder Strategie, Economic Research, Fixed Income Research, Quantitative Research, und Aktienresearch (Equity Research).[23] Dabei ist zwischen den einzelnen Funktionen regelmäßig eine hohe interdisziplinäre Arbeitsteilung zu vermuten; so werden beispielsweise viele Aktienanalysten auf Datenmaterial des Economic Research aufbauen.[24] Der Bereich des Equity Research im Speziellen beschäftigt sich mit der Analyse und Bewertung einzelner Unternehmen, der Prognose von Gewinn-, Rendite-, und Wertentwicklung sowie der Ableitung von Aktienempfehlungen.[25] Aufgrund der Zielsetzung dieser Arbeit wird nachfolgend ausschließlich das funktionale Aufgabenfeld des Aktienresearch näher untersucht.

Hinsichtlich der institutionellen Einordnung kann zwischen Sell-Side- und Buy-Side-Analysten unterschieden werden. **Sell-Side-Analysten** sind regelmäßig für Brokerhäuser, Universalbanken, Investmentbanken oder unabhängige Research-Häuser tätig und haben meist einen vergleichsweise intensiven und regelmäßigen Kontakt zu den abgedeckten Unternehmen.[26] Ihre Research-Leistung distribuieren Sell-Side-Analysten an einen ausgewählten Kreis meist institutioneller Investoren und (mit einem gewissen zeitlichen Abstand) auch an elektronische Informationsdienste und Wirtschaftsmedien.[27] Aufgrund des damit erreichten sehr hohen Anlagevolumens ist von einer hohen Multiplikatorwirkung der Sell-Side-Analysten auszugehen.[28] Die Vergütung der Sell-Side-Analysten erfolgt meist indirekt, indem die durch die Empfehlungen ausgelösten Kauf- oder Verkaufstransaktionen der meist institutionellen Kunden über die Bank des Analysten abgewickelt werden.[29] Zunehmend sind jedoch auch direkte Kompensationsmodelle möglich.[30]

---

22 Vgl. Wichels (2002), S. 31.
23 Vgl. Achleitner (2002), S. 761f.; Wichels (2002), S. 36 nennt zusätzlich noch die Technische Analyse als weitere funktionale Differenzierungsmöglichkeit.
24 Vgl. Wichels (2002), S. 36.
25 Vgl. Pietzsch (2004), S. 12.
26 Vgl. Schulz (1999), S. 153f.; Bittner (1996), S. 24; Wichels (2002), S. 20, 32.
27 Vgl. Pietzsch (2004), S. 11.
28 Vgl. zur Multiplikatorwirkung: Faitz (2000), S. 174; Lindner (1998), S. 210.
29 Zudem werden Provisionen durch das Konsortialgeschäft generiert. Vgl. hierzu Abschnitt 2.1.4.
30 Vgl. Düsterlho (2001), 74f.

Im Gegensatz zu den Sell-Side-Analysten sind **Buy-Side-Analysten** der Anlageseite zuzurechnen. So greifen große institutionelle Investoren mit hohem Anlagevolumen wie beispielsweise Investmentgesellschaften,[31] Pensionsfonds oder Versicherungen zunehmend auf eigenes Inhouse-Research von Buy-Side-Analysten zurück.[32] Dieser Trend hat sich durch zunehmende Zweifel an der Unabhängigkeit von Sell-Side-Analysten und die wachsende Informationsflut noch verstärkt.[33] Da sich Buy-Side-Analysten regelmäßig mit einer größeren Anzahl von Branchen und Unternehmen befassen, greifen sie häufiger auf die Studien der Sell-Side-Analysten zurück und scheuen auch die Diskussion mit deren Erstellern nicht.[34] Die Research-Ergebnisse der Buy-Side-Analysten dienen ausschließlich zur Entscheidungsvorbereitung der eigenen Portfoliomanager und werden typischerweise nicht der Öffentlichkeit zugänglich gemacht.[35] Aufgrund des damit eingeschränkten Empfängerkreises erzielen Buy-Side-Analysten im Vergleich zu ihren Kollegen von der Sell-Side eine geringere Multiplikatorwirkung. Bedingt durch die meist nur interne Verbreitung der Buy-Side-Empfehlungen liegt der Schwerpunkt der vorliegenden Arbeit auf Sell-Side-Analysten.[36] Nichtsdestotrotz findet auch die Meinung der Buy-Side-Analysten bei übergeordneten Themen Berücksichtigung.[37]

Aufgrund der immer häufiger anzutreffenden Verknüpfung von (Investment-) Banking und institutionellen Funktionen innerhalb derselben Bank- und Finanzkonzerne ist der Argumentation Lieners zuzustimmen, dass eine Unterscheidung von Buy-Side und Sell-Side nach dem Arbeitgeber zunehmend weniger sinnvoll ist.[38] Im Ergebnis wurden die intensivere und kontinuierlichere Beziehung zu den abgedeckten Unternehmen, die Distribution der Analysten-Reports an eine Vielzahl von externen Investoren und unterschiedliche Geschäftsmodelle als die

---

31 Vgl. Drill (1995), S. 113.

32 Vgl. Pietzsch (2004), S. 11f.; Schulz (1999), S. 153-156.

33 Vgl. Schulz (1999), S. 153f.; Eberts (1986), S. 98-111; Löffler (1997), S. 10.

34 Vgl. Bittner (1996), S. 24f.; Schulz (1999), S. 154.

35 Vgl. Stubenrath (2001), S. 22; Lindner (1998), S. 211.

36 Vgl. in der Literatur für einen Fokus auf Sell-Side-Analysten: Bhushan (1989), S. 255-260; Smith/Sabherwal (2001), S. 5-15; O'Brien/Bhushan (1990), S. 60; Chung (2000), S. 39; Rajan/Servaes (1997), S. 510-513; Bricker et al. 1(2001), S. 11, 27.

37 So wird in Kapitel 3 auch die Einschätzung von Buy-Side-Analysten berücksichtigt.

38 Vgl Liener (1993), S. 332; viele traditionelle Sell-Side-Broker und Banken besitzen auch Asset- und Portfolio-Management-Unternehmen: Merrill Lynch (Mercury), Deutsche Bank (DWS, Deutsche Asset Management), UBS (UBS Asset Management, Phillips&Drew), Dresdner Bank (DIT). Vgl. exemplarisch Deutsche Bank (2001), S. 1; UBS (2001), S. 1; vgl. auch Hax (1998), S. 31.

Hauptcharakteristika der Sell-Side-Analysten gegenüber ihren Buy-Side-Kollegen identifiziert.[39]

2.1.2 Prozess der Wertpapieranalyse

Das Tätigkeitsspektrum von Finanzanalysten lässt sich grundsätzlich als dreistufiger Informationsverarbeitungsprozess darstellen.[40] Die drei wesentlichen Prozessschritte bestehen dabei aus der Informationsbeschaffung, der Informationsaufbereitung sowie der Informationsdistribution.[41]

Im ersten Schritt, der **Informationsbeschaffung**, müssen die für die Wertpapieranalyse notwendigen Daten zusammengetragen werden.[42] Die Datenquellen hierfür bestehen sowohl aus der traditionellen Jahres- und Quartalsberichterstattung[43] als auch den persönlichen Kommunikationsformen wie Einzel- und Gruppengesprächen (One-on-Ones) sowie Telefon- und Analystenkonferenzen.[44] Mit Hilfe der letztgenannten persönlichen Kommunikationsformen gelingt es Analysten in besonderem Maße, die für Wachstumsunternehmen wichtigen,[45] nicht-finanziellen, stärker zukunftsgerichteten Informationen zu erhalten. Wichels konnte in diesem Zusammenhang zeigen, dass Analysten nicht-finanziellen Informationen wie der Qualität des Top-Managements, der Unternehmensstrategie, sowie der Effektivität der Produktentwicklung eine überragende Bedeutung beimessen.[46] Auch eine Erhebung von Schulz unter DVFA-Analysten verschiedener Brachen bestätigt die große Bedeutung nicht-finanzieller Informationen; zudem wird die Präferenz der Analysten für eine direkte Kommunikation mit dem Management bekräftigt.[47] Zu nennen sind weiterhin Ad-hoc-Mitteilungen als eine zusätzliche Datenquelle.[48]

---

39 Vgl. Wichels (2002), S. 33f.; Schulz (1999), S. 153; Bittner (1996), S. 24f.

40 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 57; Stubenrath (2001), S. 17.

41 Vgl. Hax (1998), S. 11f.

42 Vgl. Hax (1998), S. 12f.

43 Vgl. Pike/Meerjansen/Chadwick (1993), S. 496; Arnold/Moizer (1984), S. 9, 203; Day (1986), S. 301.

44 Vgl. Pietzsch (2004), S. 63; Wichels (2002), S. 159.

45 Besonders für Wachstumsunternehmen scheinen die Prognosen zur zukünftigen Entwicklung (Wachstum, Margen) eine hohe Bedeutung einzunehmen. Vgl. exemplarisch für eine hohe Aktienkursreaktion und ein hohes Analysteninteresse infolge veränderter Wachstums- und Margenprognosen für Marconi: O.V. (2001d), S. 1f.

46 Vgl. Wichels (2002), S. 156.

47 Vgl. Schulz (1999), S. 192 (für Informationsquellen), 218 (für die Bedeutung nicht-finanzieller Informationen); vgl. auch Hax (1998), S. 12-17: vermutet, dass Analysten direkte Gespräche mit dem Management verwenden, um Informationsvorsprünge gegenüber anderen Analysten zu erreichen, was möglicherweise konfliktär zur Insider-Gesetzgebung ist (§15 Abs. 3 WpHG).

48 Vgl. zur Ad-hoc-Publizität: Hauser (2003), S. 119-130.

Auch die nicht unmittelbar vom Unternehmen erhobenen Daten zu Branchen, Kapitalmarkt und der Volkswirtschaft aus einer Vielzahl von Quellen (Verbände, Fachzeitschriften, amtliche Statistiken) können als relevant erachtet werden.[49]

Im zweiten Schritt, der **Informationsaufbereitung und -verarbeitung**, wird das zuvor erhobene Datenmaterial neu strukturiert und anschließend im Detail analysiert.[50] Ziel der Analyse ist es, Aussagen über die Attraktivität der untersuchten Finanzierungstitel abzuleiten. Zu diesem Zweck wird zunächst der Unternehmenswert auf Basis eines geeigneten Bewertungsverfahrens ermittelt. Hierzu stehen neben den marktorientierten auch fundamentale Verfahren sowie der relativ neue Realoptionsansatz zur Verfügung.[51] Während der Realoptionsansatz in der Praxis noch eine relativ geringe Verbreitung findet,[52] erfreut sich die Bewertung mittels des fundamentalen Discounted-Cashflow-Verfahrens sowie mittels der marktorientierten Unternehmensmultiplikatoren (Multiples) einer hohen Beliebtheit. Sowohl Kames als auch Wichels zeigen in diesem Zusammenhang, dass die Multiplikatorbewertung noch vor dem Discounted-Cashflow-Verfahren am häufigsten eingesetzt wird.[53] Die hohe Popularität des Multiplikatorverfahrens ist ursächlich auf die relativ einfache Anwendung, die Marktorientierung sowie den vergleichsweise geringeren Datenbedarf zurückzuführen.[54] In der Praxis hat es sich durchgesetzt, mehrere Bewertungsverfahren parallel einzusetzen. Damit können die Schwächen einzelner Verfahren kompensiert und die Ergebnisse plausibilisiert werden.[55] Nichtsdestotrotz bleibt mit den Prämissen der Bewertung immer auch ein subjektives Element bestehen.[56] Für eine detaillierte Beschreibung der zuvor beschriebenen

---

49 Vgl. Hax (1998), S. 15f.; Day (1986), S. 304. Vgl darüber hinaus für die Bedeutung der unternehmensseitigen Kapitalmarktkommunikation zur Informationsbeschaffung der Analysten Porak (2002); Achleitner/Bassen/Pietzsch/Wichels (2002), S. 29-44

50 Vgl. Hax (1998), S. 17; Pietzsch (2004), S. 67-72; Stubenrath (2001), S. 17f.; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 66-68.

51 Vgl. für eine detaillierte Beschreibung der einzelnen Bewertungsverfahren: Seppelfricke (2003), S. 23-166.

52 Vgl. Wichels (2002), S. 146-148: keiner der befragten Analysten verwendet die Realoptionsmethode.

53 Vgl. Kames (2000), S. 52f.; 57-60; Wichels (2002), S. 146-148 (für Ergebnisse der Befragung): häufigste Multiples: P/E, P/Cash Flow, Preis/Buchwert, EV/EBITDA, EV/EBIT und EV/Sales; häufigste DCF-Variation: WACC, Adjusted Present Value (APV); vgl. auch Hax (1998), S. 17f für Unterstützung des weitverbreiteten KGVs.

54 Vgl. Block (1999), S. 87-89.

55 Vgl. Pietzsch (2004), S. 67.

56 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 66; Vopel (1999), S. 182. Immaterielle Vermögensgegenstände sind insbesondere bei Wachstumsunternehmen zu berücksichtigen: vgl. hierzu Maul (2001), S. 128-131. Vgl. für eine Diskussion des Informationsgehalts von Analystenempfehlungen Krische/Lee (2000), S. 30; Mikhail/Asquith (2002), S. 25-30.

Bewertungsverfahren wird auf die Werke von Hooke, Nicolaou, Achleitner/Nathusius, Kames, Wichels, Bodie/ Kane/Marcus and Copeland/Koller/Murrin verwiesen.[57]

Basierend auf der Unternehmensbewertung und den Einschätzungen zur Unternehmensentwicklung werden Analysten Unternehmensberichte (Research-Reports) oder auch Research-Updates verfassen, die an den spezifischen Anforderungen und Bedürfnissen ihrer jeweiligen Zielgruppen ausgerichtet sind.[58] Für Buy-Side-Analysten bedeutet dies, dass sie Studien und Analysen erstellen, die dem (internen) Fondsmanager Einschätzungen und Empfehlungen hinsichtlich der optimalen Portfoliostruktur geben.[59] Im Vergleich hierzu werden Sell-Side-Analysten regelmäßig sehr umfassende Unternehmensberichte (Research-Reports) für die Zielgruppe der institutionellen Investoren erstellen, die das Ziel haben, "[…] den Leser mit einer akkuraten Schätzung der Unternehmensgewinne für die nächsten drei Jahre, zusammen mit einem grundlegenden Verständnis der Unternehmensperspektiven auszustatten"[60]. Darüber hinaus ist es auch üblich, dass Analysten weitere Kennzahlen wie beispielsweise den erwarteten Cashflow, EBIT oder die Dividende pro Aktie schätzen. Verstärkt werden auch qualitative Argumente beispielsweise im Hinblick auf die Wettbewerbsposition, das Management oder die Unternehmensstrategie aufgegriffen.[61]

Aufbauend auf der fundierten Analyse des Unternehmens spricht der Analyst typischerweise eine Anlageempfehlung aus. Neben den grundsätzlichen Empfehlungsstufen Kaufen, Halten und Verkaufen sind dabei auch stärker ausdifferenzierte mehrstufige Rating-Systeme möglich.[62] Teilweise ergänzt werden diese Anlageempfehlungen durch die Nennung von Zielkursen.[63] Zu unterscheiden ist darüber hinaus zwischen Anlageempfehlungen mit Aussagen zur absoluten Kursentwick-

---

57 Vgl. Seppelfricke (2003), S. 23-166; Achleitner/Nathusius (2004); vgl. für eine Diskussion der fundamentalen und marktorienten Bewertungsmethoden: Hooke (1998), S. 65-418 Kames (2000), S. 61-138; vgl. für einen Überblick zu den Equity-Bewertungsmethoden: Nicolaou (2000), S. 90-106; Bodie/Kane/Marcus (1999), S. 530-559; Wichels (2002), 68f.; vgl. zur DCF Methodik: Copeland/Koller/Murrin (1996), S. 135-424, 464-532.

58 Vgl. Tiemann (1997), S. 67f.

59 Vgl. Kames (2000), S. 46.

60 Hooke (1998), S. 3.

61 Vgl. Bhushan (1989), S. 257; Rogers/Grant (1997), S. 17ff.; Breton/Taffler (2001), S. 97; Previts et al. (1994), S. 57-58.

62 So verwendet Merrill Lynch beispielsweise eine Skala mit den Differenzierungen „Strong buy", „Buy", „Hold", „Sell", und „Strong Sell". Vgl. Hax (1998), S. 19; Kames (2000), S. 52.

63 Vgl. Pietzsch (2004), S. 69.

lung einerseits sowie zum relativen Kurspotential im Vergleich zu einem Sektor, einer Industrie oder dem Gesamtmarkt andererseits.[64] Durch den Ruf nach einer stärkeren Ausgewogenheit der Empfehlungen im Zusammenhang mit den Prozessen gegen mehrere New Yorker Investmentbanken haben insbesondere die relativen Ratings neuen Auftrieb erfahren. Die Research-Abteilungen von SG Cowen und HSBC haben sich hingegen entschlossen, auf Anlageempfehlungen in der traditionellen Abstufung zugunsten einer stärkeren qualitativen Erläuterung völlig zu verzichten. Es bleibt abzuwarten, ob diese auch in der Industrie umstrittene Entscheidung von den institutionellen Kunden angenommen wird und sich durchsetzen kann.[65]

Der dritte Schritt besteht in der **Informationsdistribution**.[66] Im Fall von Buy-Side-Analysten bedeutet dies, dass ihre Analyseergebnisse zur hausinternen Verwendung an den Portfoliomanager weitergeben werden.[67] Im Regelfall gelangen die Buy-Side-Reports damit nicht außerhalb des eigenen Hauses.[68] Im Fall von Sell-Side-Analysten findet hingegen typischerweise eine zeitliche Priorisierung der Informationsweitergabe an externe Stellen statt.[69] So werden die Empfehlungen üblicherweise zu verschiedenen Zeitpunkten an jeweils unterschiedliche Empfänger weitergeleitet.[70] Zunächst werden die wichtigsten, meist institutionellen Kunden über neue Empfehlungen, Prognosen oder Prognoseänderungen informiert. Die Ansprache erfolgt dabei meist über die Mitarbeiter des Sales-Bereiches.[71] Nicht auszuschließen ist ferner, dass auch der Eigenhandel der Bank sowie relevante Bankmitarbeiter sehr früh informiert werden, wobei hierfür die Auflagen der §§ 31 bis 33 WpHG zu beachten sind.[72] Als Nächstes werden die Analystenempfehlun-

---

64 Beispiele für relative Ratings sind „overperform“, „marketperform“, „underperform“. Vgl. Dries (2002), S. 26.

65 Vgl. für die Diskussion zur Abschaffung der traditionellen Investitionsempfehlungen bei SG Cowen und HSBC: Brodie (2004), S. 15.

66 Vgl. Hax (1998), S. 19-21; Wichels (2002), S. 28; Pietzsch (2004), S. 70-72; Eberts (1986), S. 101ff.; Kim/Lin/Slovin (1997), S. 508f.

67 Vgl. Schipper (1991), S. 106: damit wird die Investitionsentscheidung des Portfoliomanagers unterstützt.

68 Einhergehend mit der geringen Distribution der Buy-Side-Empfehlungen an Institutionen außerhalb des eigenen Hauses besteht für Wissenschaftler die Schwierigkeit, Zugang zu Analystenempfehlungen der Buy-Side zu erhalten. Aus diesem Grund fokussiert sich die vorliegende Studie im Einklang mit der relevanten Literatur innerhalb der Ereignisstudie auf Empfehlungen der Sell-Side.

69 Vgl. Kim/Lin/Slovin (1997), S. 508f.; Hax (1998), S. 20f.; Chung et al. (1995), S. 1028; Pietzsch (2004), S. 70-72.

70 Vgl. Hax (1998), S. 21; Womack (1996), S. 140; Givolny/Lakonishok (1984), S. 127.

71 Vgl. Achleitner (2002), 673ff.

72 Gesetzlich sind Vorlaufgeschäfte verboten und Compliance-Systeme, die diese Geschäfte erschweren, einzurichten.

gen an den erweiterten Kundenkreis sowie mit gewisser Zeitverzögerung auch an elektronische Informations- und Nachrichtendienste wie Reuters oder Bloomberg weitergeleitet.[73] Die Wirtschafts-, Fach- und Populärpresse wird teilweise parallel zu den Informations- und Nachrichtendiensten informiert; vielfach beziehen sie ihre Informationen allerdings auch über die elektronischen Dienste oder fordern Zusammenfassungen der Research-Reports über die Pressestellen der Banken an.[74] Wird dabei zusätzlich die Zeit bis zur jeweils nächsten Drucklegung berücksichtigt, so wird deutlich, dass bis zur letztendlichen Veröffentlichung in der Wirtschaftspresse die im Vergleich längste Zeitverzögerung eintritt. Vor diesem Hintergrund ist der Auffassung von Pietzsch zuzustimmen, dass „[…] bis zur Ergebnisveröffentlichung in den Wirtschaftsmedien […] de facto bis zu drei Tage verstreichen“[75] können.

Vor dem Hintergrund der zeitlich differenzierten Informationsdistribution wird üblicherweise zwischen primärer und sekundärer Informationsverbreitung unterschieden. Die erste Weitergabe an ausgewählte Marktteilnehmer wird dabei als primäre Informationsverbreitung (Primary Dissemination) bezeichnet. Unter der sekundären Informationsverbreitung (Secondary Dissemination) wird hingegen die zeitlich spätere Veröffentlichung der Analystenempfehlungen über weitere Verbreitungswege wie beispielsweise die Fach- und Wirtschaftspresse verstanden.[76]

Nachdem ein Verständnis für den Research-Prozess entwickelt wurde, durchleuchtet der nachfolgende Abschnitt das Arbeitsumfeld und den Beitrag der Analysten für die Investmentbank. Der Fokus der Betrachtung liegt dabei auf der Sell-Side.

2.1.3 Arbeitsumfeld und Beitrag der Analysten

Das Arbeitsumfeld der Aktienanalysten ist typischerweise durch einen hohen Komplexitätsgrad sowie durch eine hohe Wissensbasierung und Technologisierung gekennzeichnet.[77] Prinzipiell ist die Organisation des Research-Bereiches nach

---

73 Vgl. Hax (1998), S. 19-21.
74 Vgl. Pietzsch (2004), S. 71.
75 Vgl. Pietzsch (2004), S. 71.
76 Vgl. Kim/Lin/Slovin (1997), S. 508f.; Davies/Canes (1978), S. 43f.; Barber/Loeffler (1993), S. 273f.; Pietzsch (2004), S. 70ff.; Albert/Smaby (1996), S. 59f.; Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 1; Sant/Zaman (1996), S. 617; Han/Suk (1996), S 28.
77 Vgl. Vopel (1999), S. 178; Pietzsch (2004), S. 41-44.

Branchen, nach Ländern bzw. Regionen sowie in Matrixform möglich. Aufgrund der hohen Bedeutung von branchenspezifischem Wissen, beispielsweise im Zusammenhang mit Branchenanalysen, etabliert sich zunehmend die Organisation nach Branchen als die vorherrschende Form.[78]

Das von Sell-Side-Analysten produzierte Aktienresearch stellt ein zentrales erfolgsbestimmendes Element im Dienstleistungsangebot der Investmentbanken und Broker dar. Dabei profitieren insbesondere zwei verschiedene Bereiche von der Analystenkompetenz: der Wertpapierhandel und das Konsortialgeschäft. Zur Unterstützung des letztgenannten **Konsortialgeschäftes** arbeitet der Sell-Side-Analyst intensiv mit den Mitarbeitern der Investmentbanking-Bereiche Mergers & Acquisitions, Capital Markets und Corporate Finance zusammen.[79] Im Rahmen von M&A-Transaktionen obliegt den Sell-Side-Analysten beispielsweise die Aufgabe, Ertragsaussichten und Synergieeffekte zu quantifizieren und darauf aufbauend eine Unternehmensbewertung vorzunehmen.[80] Auch im Rahmen von Börsengängen oder Kapitalerhöhungen stellen Sell-Side-Analysten ihre umfangreiche Unternehmens- und Branchenexpertise zur Verfügung, indem Sie beispielsweise die Konzeption der Equity-Story unterstützen oder das Unternehmen auf Roadshows bei Investoren und Analysten begleiten.[81] Es verwundert daher auch nicht, dass dem Renommee der Analysten eine hohe Bedeutung bei Mandatsakquisitionen zukommt.[82] Empirisch wird der Zusammenhang von Investmentbanking-Mandaten und Analystenabdeckung unter anderem durch die Untersuchung von Clarke et al. untermauert.[83]

Für den **Wertpapierhandel** schaffen Sell-Side-Analysten durch ihre Rolle in der Vermarktung von Aktien Wert. Indem sie Research-Reports verfassen, Empfehlungen aussprechen und für Diskussionen zur Verfügung stehen, liefern Analysten dem Institutional-Sales-Bereich ein argumentatives Fundament,[84] um die größten-

---

78 Vgl. Kames (2000), S. 49f.; Malkiel (1995), S. 128; Bodie/Kane/Marcus (1999), S. 799-804.

79 Vgl. Pietzsch (2004), S. 42f.

80 Werden Analysten aktiv in die Mandatsgewinnung eingebunden, so spricht man auch von Deal-getriebenen Research.

81 Vgl. Achleitner (2002), S. 774ff. Analysten sehen sich in diesem Zusammenhang allerdings zunehmend höheren regulatorischen Grenzen gegenübergestellt.

82 Vgl. Achleitner (2002), S. 767ff.; Teo (2000); Simon/Pohl/Tesch (2000), S. 31; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 55; Neynaber/Hutmann (1991), S. 87f.

83 Vgl. Clark et al. (2003), S. 1, 24f.

84 Vgl. Chung (2000), S. 35-39, 51f.; Achleitner (2002), S. 669ff.

teils institutionellen Kunden im Hinblick auf spezifische Aktienkäufe oder -verkäufe zu beraten.[85] Empirische Ergebnisse zeigen, dass Handelstransaktionen im Sinne eines Quid Pro Quo oftmals von jenen Häusern durchgeführt werden, die zuvor auch das Aktienresearch bereitgestellt haben.[86] Das entsprechende Brokerhaus profitiert an diesen Handelstransaktionen in Form von Kommissionen, die für jedes Handelsgeschäft zu entrichten sind. Auch die Untersuchung der Torontoer Börse durch Irvine liefert weitere empirische Unterstützung für die Sicht der Analysten als Marketinghilfe für die Broker.[87] So kann Irvine zeigen, dass der Marktanteil von Banken/Brokern bei jenen Werten vergleichsweise höher ist, die sie durch eigene Analysten abdecken.[88] Voraussetzung hierfür ist die effektive Zusammenarbeit des Analysten mit dem Institutional-Sales-Bereich. Zu diesem Zweck werden Mitarbeiter dieses Bereiches beispielsweise regelmäßig im Rahmen von so genannten Morning Calls über Bewertungsänderungen oder spezifische Bewertungsfragen informiert.[89]

Buy-Side-Analysten generieren im Gegensatz zu Sell-Side-Analysten ausschließlich dadurch Wert, dass sie die Auswahlentscheidung ihrer Arbeitgeber unterstützen. Indirekt mag diese verbesserte Fundierung der Anlageentscheidungen einen positiven Einfluss auf die Höhe der Portfoliorenditen haben; damit einhergehend sind auch positive Effekte im Hinblick auf das Kundenvertrauen und das Portfoliovolumen denkbar. Der Stellenwert des Buy-Side-Analysten hängt dabei stark von der Ausrichtung und Organisationsgröße des institutionellen Investors ab.[90]

Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass das Sell-Side-Aktienrearch sowohl im Wertpapierhandel als auch im Konsortialgeschäft ein zentrales erfolgsbestimmendes Element der Investmentbanken und Broker darstellt. Die Transaktionsgenerierung in diesem Bereich wird auch im nachfolgend diskutierten Zielsystem von Finanzanalysten und den dabei auftauchenden Interessenkonflikten Beachtung finden. Deren Kenntnis ist sowohl für das Verständnis der Kommunikationsbeziehung zu Journalisten als auch für die Diskussion der Kapitalmarktwirkung der Analystenempfehlungen von hoher Bedeutung.

---

85 Vgl. Hooke (1999), S. 22.
86 Vgl. zu Soft-Dollar-Kommissionen Conrad/Johnson/Wahal (2001), S. 415.
87 Vgl. Hax (1998), S. 26.
88 Vgl. Irvine (1996), S. 1; Irvine (2000), S. 1-5; vgl. auch Chung (2000), S. 38f. zur Marketing Rolle der Analysten.
89 Vgl. Pietzsch (2004), S. 43.
90 Vgl. Schulz (1999), S. 154f.; Pietzsch (2004), S. 43.

2.1.4 Zielsystem und Interessenkonflikte

Ein Mechanismus zur Interessengleichschaltung zwischen Analysten und ihren Arbeitgebern stellt die Entlohnungsstruktur dar. Insbesondere durch die bislang üblichen hohen variablen Entlohnungskomponenten können dabei die Verhaltensanreize für Finanzanalysten so ausgestaltet werden,[91] dass Zielkonflikte zwischen Analysten und ihren Arbeitgebern minimiert werden und es zu einer prinzipiellen Interessensübereinstimmung von Analysten und ihren Arbeitgebern kommt. Im Hinblick auf das Zielsystem wird daher nachfolgend auch eine gemeinsamen Perspektive der Sell-Side-Analysten und ihrer Arbeitgeber eingenommen.[92]

Die Grundannahme im Hinblick auf die **Zielgrößen** von Finanzanalysten besteht darin, dass es sich bei Finanzanalysten um primär eigennutzenmaximierende Kapitalmarktteilnehmer handelt.[93] Dies bedeutet, dass für Finanzanalysten das monetäre Ziel der langfristigen Maximierung ihrer Einkünfte im Vordergrund steht.[94] Diese Maximierung der Kompensation kann auf zwei verschiedenen Wegen erreicht werden: durch die Generierung von Provisionen und durch Reputationsaufbau.[95] Der **Reputationsaufbau** stellt aus theoretischer Sicht einen Mechanismus dar, um das Glaubwürdigkeitsproblem der Analysten gegenüber Investoren zu überwinden.[96] Der Glaubwürdigkeit zuträglich ist eine konstant hohe Prognosequalität und damit einhergehend das Bemühen, Prognose- und Schätzfehler zu minimieren.[97] Dabei ist es für den Analysten nicht nur wichtig, absolut gute Prognoseergebnisse zu erreichen, sondern auch relativ zu seinen Kollegen gut abzuschneiden. Maßgeblich beeinflusst wird die Reputation auch durch die Platzierung des Analysten in öffentlichen Reputationsrankings, wie sie von Reuters, dem Institutional Investor Maga-

---

91 Ein weiterer indirekter Anreiz liegt in den Karriereerwartungen der Analysten begründet. Auch hier ist davon auszugehen, dass die Anreize prinzipiell zu einer Interessenskonformität zwischen Sell-Side-Analysten und ihren Arbeitgebern führen.

92 Vgl. Brath/Kasznik/McNichols (2000), S. 5f. Die Autoren vertreten die Meinung, dass Broker ihre Analysten so mit Anreizen versehen werden, dass diese direkt oder indirekt für Handelstransaktionen kompensiert werden. Vgl. auch O'Brien/Bhushan (1990), S. 59f: vermuten eine implizite Verbindung zwischen Analystenkompensation und den generierten Umsatzen. Vgl. für ähnliche Vermutung Löffner (1997), S. 39.

93 Vgl. Hax (1998), S. 130.

94 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 52ff.

95 Vgl. Pietzsch (2004), S. 50; Hax (1998), S. 130ff.

96 Vgl. in der Literatur zur Reputation von Analysten: Ramakrishnan/Thakor (1984), S. 416; Hirst/Koonce/Simko (1995), S. 338; .

97 Vgl. Schadevitz (1996), S. 208f.

zin oder Extel/Thomson Financial durchgeführt werden.[98] Auch quantitative Rankings, welche die Profitabilität der Empfehlungen oder die Höhe der Prognoseabweichungen quantifizierten, stellen eine weitere Facette der Reputation dar.[99] Sowohl Rankingplätze und als auch Prognosegenauigkeit werden maßgeblich durch die Expertise, Branchenkenntnis und Informationsbasis des Analysten bestimmt. Elementare Vorraussetzung für die Informationsbasis stellt dabei ein entsprechend guter Managementzugang dar.[100] Weiterhin kann eine Spezialisierung auf bestimmte Industrien oder der Rückgriff auf Knowledge-Management-Systeme innerhalb der eigenen Organisation die Expertise des Analysten weiter erhöhen. Insgesamt ist der Reputationsaufbau durch eine Vielzahl von wechselseitigen Abhängigkeiten gekennzeichnet. Dies wird auch beim Managementzugang deutlich. So wird beispielsweise die Bereitschaft des Managements, dem Analysten Zugang zu Unternehmensinformationen zu gewähren und für Einzelgespräche zur Verfügung zu stehen, neben der Kompetenz auch von der wahrgenommenen Reputation des Analysten abhängen.[101]

Die zweite Möglichkeit für Analysten, die eigene Kompensation zu maximieren, besteht in der **Generierung von Provisionen**.[102] Der Provisionszuwachs durch Analysten hängt eng mit dem Wertbeitrag zusammen, den sie generieren. Wie zuvor diskutiert, ist insbesondere für den Wertpapierhandel und das Konsortialgeschäft ein entsprechend positiver Beitrag der Analysten zu erwarten.[103] Zusätzliche Provisionen im Wertpapierhandel können dabei generiert werden, indem Analysten durch ihre Anlageempfehlungen und Research-Reports eine Vermarktungsfunktion für Aktien wahrnehmen.[104] Die von Analysten generierten Informationen stellen ein argumentatives Fundament für den Sales- und Trading-Bereich der Bank dar, um die größtenteils institutionellen Kunden im Hinblick auf Handelsgeschäfte zu beraten.[105] Empirisch liefert die Untersuchung von Irvine Hinweise darauf, dass die Abdeckung von Aktien durch die eigenen Analysten zu einem höheren Marktanteil

---

98 Vgl. Moerschen (2001a), S. 47; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 53; Achleitner (2002), S. 768-777.

99 Vgl. Desai/Liang/Singh (2000), S. 21ff.

100 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 53.

101 Auch mag die Prädisposition des Analysten einen Einfluss auf die Auskunftsbereitschaft des Managements haben.

102 Vgl. Irvine (2001b), S. 211; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 52-55; Pietzsch (2004), S. 51f.

103 Vgl. Abschnitt 2.1.3.

104 Vgl. zur Marketing Rolle der Analysten: Chung (2000), S. 35-39, 51f.

105 Vgl. Achleitner (2002), S. 669ff.; Conrad/Johnston/Wahal (2001), S. 415.

des betreffenden Bankinstituts in den abgedeckten Werten führt.[106] Zusätzliche Provisionen im Konsortialgeschäft können durch die intensive Zusammenarbeit mit den Investmentbanking-Bereichen Mergers & Acquisitions, Capital Markets und Corporate Finance generiert werden.[107] So können die letztgenannten Bereiche bei der Generierung und Durchführung von Corporate-Finance-Mandaten auf die Branchen- und Unternehmensexpertise der Analysten zurückgreifen. Dem Renommee der Analysten kommt in diesem Zusammenhang eine hohe Bedeutung bei der Mandatsakquisition zu.[108]

Interessenkonflikte können ferner zwischen den Subzielen Transaktionsgenerierung auf der einen Seite und Reputationsaufbau auf der anderen Seite entstehen.[109] Der Hauptkonflikt hängt dabei ursächlich mit den Folgegeschäften im Investmentbanking zusammen. Um die Geschäftsbeziehung zu wichtigen Investmentbanking-Kunden nicht zu gefährden und den Informationszugang zum Unternehmen nicht zu verlieren, mag es Analysten im Einzelfall schwer fallen, negative Aussagen zum Unternehmen zu treffen.[110] Verstärkend wirken dabei auch die tendenziell sinkenden Kommissionen im Wertpapierhandel.[111] So mag der Analyst geneigt sein, seine Prognosegenauigkeit zu vernachlässigen und in der Tendenz eher Kaufempfehlungen zu verfassen, was entsprechend den Investmentbanking-Bereich unterstützt. Fundamental werden diese Empfehlungen jedoch nicht in jedem Fall gerechtfertigt sein. Die konsequente Verfolgung dieser Strategie würde mithin die Reputation und Glaubwürdigkeit bei Investoren gefährden.[112] Insbesondere im Zuge des stärkeren Marktrückgangs seit März 2000 wurde auch der Vorwurf erhoben, dass Analysten ihr Research zugunsten der Akquisition von Mandanten und auf Kosten der Objektivität missbraucht haben.[113] Im Ergebnis gilt es daher für den Analysten abzuwägen zwischen der Prognosegenauigkeit, Glaubwürdigkeit und Reputation einerseits und der Transaktionsgenerierung im Investmentbanking andererseits.[114] Ein weiterer Zielkonflikt entsteht im

---

106 Vgl. Irvine (1996), S. 1; Irvine (2000), S. 1-5; Hooke (1999), S. 22; Chung (2000), S. 38f.
107 Vgl. Pietzsch (2004), S. 42f.
108 Vgl. Achleitner (2002), S. 767ff.; Teo (2000); Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 55; Simon/Pohl/Tesch (2000), S. 31.
109 Vgl. Hong/Kubik/Solomon (2000), S. 121, 143.
110 Vgl. Dugar/Nathan (1995), S. 132; vgl. auch Ho (1995), S. 21 zur assymetrischen Kostenfunktion von Analysten im Hinblick auf Kauf- und Verkaufsempfehlungen.
111 Vgl. Pietzsch (2004), S. 56-59.
112 Vgl. zur Modellierung des Entscheidungsprozesses von Analysten: Howieson (1991), S. 165-169; 180.
113 Vgl. Lin/McNichols (1998), S. 101.
114 Vgl. zum Interessenkonflikt: Hetzler/Palan/Seger (2001a/b/c), S. 1f.; Verchere (1991), S. 69f.

Zusammenhang mit der Generierung von Umsätzen im Wertpapierhandel. So ist bei Verkaufsempfehlungen mit im Vergleich geringeren Transaktionsvolumina zu rechnen, da hiermit nur bereits bestehende Aktionäre angesprochen werden können.[115] Kaufempfehlungen richten sich hingegen an eine breitere potenzielle Investorenbasis, mit der prinzipiell ein höheres Transaktionsvolumen generiert werden kann, wodurch Kaufempfehlungen wirtschaftlich attraktiver erscheinen.[116] Empirisch bestätigt Stickel die Dominanz von Kaufempfehlungen gegenüber Verkaufsempfehlungen.[117] Auch wird durch Francis/Willis ein positiver Zusammenhang zwischen Prognoseoptimismus und Handelsvolumen nachgewiesen.[118]

Vor dem Hintergrund der bekannten Interessenkonflikte bei Analysten wurden von verschiedenen Seiten Maßnahmen ergriffen, um diesen Konflikten zu begegnen. Von Seiten der Standesorganisationen der Analysten, der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement (DVFA) und des amerikanischen CFA-Institutes (vormals AIMR)[119], wurden beispielsweise die ethischen Richtlinien (Code of Ethics) für Analysten weiter verschärft. Wenn beispielsweise ein Mitglied des CFA-Institutes gegen diese ethischen Richtlinien verstößt, muss er im schlimmsten Fall mit einem Ausschluss aus dem CFA-Institute rechnen.[120] Von den betroffenen Bankinstituten/Brokern wurde darüber hinaus die organisatorische Trennung zwischen Research- und Investmentbanking-Bereich weiter vorangetrieben. Zusätzlich haben sich verstärkt so genannte „unabhängige“ Research-Häuser am Markt etabliert, die zumindest dem Zielkonflikt zum Investmentbanking nicht mehr unterliegen.[121] Ob die beschriebenen Maßnahmen wie die Selbstregulierung durch die Standesorganisationen, die verstärkte organisatorische Trennung und die Etablierung von so genannten „unabhängigen“ Research-Häusern ausreichen, um die Ziel- und Interessenkonflikte von Analysten gänzlich zu beheben, muss jedoch bezweifelt werden.

---

115 Von der Möglichkeit des Short-Sales wird hierbei abstrahiert.

116 Vgl. Pietzsch (2004), S. 56ff.

117 Vgl. Stickel (1995), S. 37.

118 Vgl. Francis/Willis (2001), S. 3.

119 Die Association for Investment Management and Research wurde im Jahr 2004 in CFA-Institute umbenannt.

120 Dieser Ausschluss aus dem CFA-Institute hätte auch gleichzeitig zur Folge, dass der Titel CFA nicht mehr getragen werden kann.

121 Das Kompensationsmodell der derzeit tätigen Independent-Research-Häuser schließt allerdings auch das Auftragsresearch für betroffene Unternehmen nicht aus, wodurch wiederum eine neue Art von Zielkonflikt entsteht.

Aufmerksamen Kapitalmarktteilnehmern werden die verbleibenden Interessen- und Zielkonflikte nicht verborgen bleiben. Es ist daher zu vermuten, dass Empfehlungen von Analysten, die potenziellen Zielkonflikten unterliegen, von Investoren differenzierter betrachtet werden. So mag beispielsweise eine Empfehlung, die vor dem Hintergrund einer bekannten Corporate-Finance-Mandatierung erstellt wurde, nur eine begrenzte Marktwirkung entfalten.[122]

2.1.5 Funktionen von Finanzanalysten

Finanzanalysten werden in der Literatur drei wesentliche Funktionen zugeschrieben: die Funktion als Informationsintermediär, die Monitoring- und die Marketing-Funktion. Diese drei Rollen stellen dabei jeweils ergänzende Sichtweisen dar, die sich keinesfalls gegenseitig ausschließen müssen.[123]

Eine wesentliche theoretische Fundierung erhält die Finanzanalystentätigkeit aus der Literatur zur **Finanzintermediation**.[124] Die Finanzintermediation trägt dazu bei, die Informationsprobleme auf dem Kapitalmarkt zu überwinden und Transaktionskosten zu reduzieren.[125] Unter den denkbaren, von Breuer dargestellten Intermediationstypen ist der Finanzanalyst als Finanz-Gutachter zu verstehen, dessen Tätigkeit eine reine Informationsleistung[126] darstellt. Zur Erstellung dieser Leistung wird der Produktionsfaktor Information verwendet; der Output besteht in der Analyse und Interpretation von Informationen. Im Einklang mit diesem Verständnis definiert Hax Informationsintermediäre auf Finanzmärkten als „[…] Intermediäre, die bei einem Austauch von Finanzierungstiteln eingeschaltet werden, um die aus einer asymmetrischen Informationsverteilung resultierenden Informationsbarrieren zwischen Kapitalnehmern und Kapitalgebern zu überwinden oder abzumildern“[127]. Die angesprochene asymmetrische Informationsverteilung[128] setzt die Existenz von Marktunvollkommenheiten voraus, was der neo-institutionalistischen

---

122 Vgl. auch Carter/Dark/Singh (1998), S. 285-311, die einen Zusammenhang zwischen der langfristigen Aktienkurs-Performance und der Emissions-Mandatierung feststellen.

123 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 47-52; vgl. auch zur Bedeutung der Analystenfunktion aus Unternehmenssicht Peppmaier (2000), S. 144-150.

124 Vgl. Bittner (1996), S. 26f.; Schoenen (1994), S. 11: sieht die Intermediation als eine der Hauptaufgaben der Analysten. Vgl. auch Bank (2001), S. 836-848; Breuer (1995), S. 516ff.; Chemmanur/Fulghieri (1994), S. 57ff.

125 Vgl. Scholtens (1993), S. 114.

126 Vgl. Bitz (1989), S. 432.

127 Hax (1998), S. 46.

128 Vgl. für das grundlegende Werk zur Informationsintermediation Diamond (1984), S. 393-414.

Sichtweise des Kapitalmarktes entspricht.[129] Für Unternehmen und Investoren ergeben sich durch die Einbindung von Finanzanalysten verschiedene Kostenvorteile. Diese entstehen durch die Spezialisierung des Intermediärs,[130] die Wiederverwendung von Informationen[131] und die Multiplikatorwirkung des Intermediärs[132]. Auch die reduzierte Qualitätsunsicherheit und verbesserte Informationseffizienz werden als weitere Vorteile der Einschaltung eines Informationsintermediärs genannt.[133]

Die zweite wichtige Funktion der Finanzanalysten besteht in ihrer **Monitoring-Aufgabe**.[134] Die Grundidee hierbei ist, dass Analysten durch ihre Informationssammlung, -verarbeitung und anschließenden Verbreitung an eine Vielzahl von Investoren einen disziplinierenden Einfluss auf das Management ausüben und damit einen Beitrag leisten, die Informationsbarrieren zwischen Investoren und Unternehmen zu senken.[135] Die Disziplinierungsmaßnahmen der Analysten sind dabei überwiegend indirekter Art, da zumindest Sell-Side-Analysten meist keine unmittelbaren Anteilseigner des Unternehmens sind und ihnen damit direkte Disziplinierungen in Form von Stimmrechtsausübungen oder Aktienverkäufen nicht zur Verfügung stehen. Indirekt können Analysten jedoch durchaus Einfluss auf das Management ausüben. So diskutieren Analysten im Rahmen ihrer Veröffentlichungen und Empfehlungen die Strategie des Unternehmens und denkbare Verbesserungspotenziale.[136] Die Qualität des Managements wird laut einer Befragung von Wichels sogar als zentrales nicht-finanzielles Beurteilungskriterium innerhalb der Aktienanalyse angesehen.[137] Infolge ihrer jahrelangen Beobachtung werden Analysten darüber hinaus zu gefragten Experten innerhalb ihrer Branche.[138] Das Feedback der Analysten, beispielsweise im Rahmen von Einzelgesprächen (One-on-

---

129 Vgl. Schmidt/Terberger (1994), S. 394.

130 Vgl. Wichels (2002), S. 29-32; Löffler (1997), S. 10f.

131 Beispielsweise können bestimmte branchen- oder industriebezogene Informationen wiederverwendet werden.

132 Vgl Löffler (1997), S. 9f.; Wichels (2002), S. 32f.; Hax (1998), S. 45ff.; vgl. zur Sichtweise des Finanzanalysten als Meinungsführer und Multiplikator: Dürr (1995), S. 115f.

133 Vgl. Vopel (1999), S. 173; vgl. als Basiswerk Leland/Pyle (1977), S. 383ff für die Reduktion der Qualitätsunsicherheit von Kreditgebern gegenüber Kreditnehmern durch Finanzintermediäre.

134 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 305-360; Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), S. 503; vgl. auch Chung/Jo (1996), S. 493. Vgl. für die Idee von Analysten als wichtiges Element der Corporate Governance: Weston/Chung/Siu (1997), S. 392f, 396, 400f.

135 Vgl. Chung/Jo (1996), S. 493; Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), S. 503f.

136 Vgl. für die Sicht der Analysten als gefragte Experten innerhalb der Branche: Düsterlho (2000), 74f.

137 Vgl. Wichels (2002), S. 156: Die befragten Analysten messen der Qualität des Managements unter den nicht-finanziellen Faktoren in der Aktienanalyse die höchste Bedeutung bei (Wert: 4,6 von 5).

138 Vgl. Düsterlho (2000), 74f.

Ones) oder Analystentreffen geäußert, mag dabei Anregungen für weitergehende operative und strategische Veränderungen im Unternehmen geben.[139]

In der Folge kann die Analystentätigkeit dazu beitragen, wertvernichtendes Verhalten des Managements aufzuzeigen bzw. diesem vorzubeugen.[140] Dementsprechend wird auch die Möglichkeit des Managements eingeschränkt, den Eigentümern exzessive nicht-monetäre (und ggf. auch monetäre) Werte zu entziehen.[141] Damit tragen Analysten zu einer Reduktion der Überwachungskosten bei,[142] die aufgrund der Trennung von Eigentum und Kontrolle entstehen.[143] Dieser Vorstellung folgend, obliegt Analysten eine wichtige Funktion innerhalb der Corporate Governance eines Unternehmens.[144]

In der Literatur sprechen bereits Jensen/Meckling die besondere Rolle des Analysten in der Überwachung des Managements und der Informationsversorgung der Kapitalgeber an.[145] Empirische Belege dafür, dass das analystenseitige Monitoring zu einer Reduktion der Agency-Kosten führt, wird dabei durch die spätere Studie von Doukas/Kim/Pantzalis erbracht.[146] Diamond zeigt darüber hinaus die theoretische Vorteilhaftigkeit der an einen Finanzintermediär delegierten Überwachung (Delegated Monitoring) auf. Der Leitgedanke dahinter ist, dass die an einen Intermediär delegierte Überwachung geringere Überwachungskosten verursacht als die Mehrfachüberwachung durch eine Vielzahl von Investoren.[147] Dieses Delegations-

---

139 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 48-51.

140 Vgl. Chung/Jo (1996), S. 495; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 49.

141 Vgl. Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), S. 504.

142 Vgl. Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), S. 504f.

143 Vgl. für die Teilung von Eigentum und Kontrolle (separation of ownership and control): Fama/Jensen (1983), S. 301-311; 315, 321-323; vgl für das Grundlagenwerk zur Teilung von Eigentum und Kontrolle Berle/Means (1932); vgl. zur Untersuchung von Eigentumskonzentration (durch Insider) und Performance: Morck/Shleifner/Vishny (1988), S. 293-315.

144 Vgl. für einen Literaturüberblick zur Corporate Governance Weston/Chung/Siu (1997), S. 391-412. Vgl. zum Shareholder-Manager-Konflikt Fluck (1999), S. 379-398; Morck/Shleifner/Vishny (1988), S. 293-315.

145 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 305-360, die argumentieren, dass die Monitoring-Aktivitäten „become specialized in those institutions and individuals, who possess comparative advantages in these activities."

146 Vgl Doukas/Kim,/Pantzalis (2000), S. 59: finden, dass die Monitoring-Funktion von Analysten effektiver ist bei Ein-Segment-Unternehmen im Vergleich zu Multi-Segment-Unternehmen; vgl. für das Gegenargument: Breton/Taffler. (1993), S. 22-25: in einer Testsituation konnten die meisten Analysten nicht so genanntes "Window-Dressing" bzw. kreative Buchführung aufdecken.

147 Vgl. Diamond (1984), S. 393-414, Hax (1998), S. 45f, 185f. Vgl. auch für das erweiterte Werk Diamond (1996), S. 51-54. Vgl. zu den Ursprüngen der Finanzintermediation durch Banken Dimond/Dybwig (1983), S. 405-419s sowie zur kritischen Reflektion des Dimond/Dybwig-Modells Green/Lin (2000), S. 3-13.

konzept wurde ürsprünglich von Diamond für den Kreditmarkt entwickelt und später auf den Kontext von Finanzanalysten übertragen. Finanzanalysten sind dementsprechend als Informationsagenten der Investoren zu interpretieren.[148] Gemäß einer Befragung durch Steiger rechnen CEOs mit einem insgesamt steigenden Einfluss der Analysten im Rahmen der Corporate Governance.[149]

Die **Marketing-Aufgabe** stellt die dritte bedeutende Funktion der Analysten dar. Dabei arbeiten die Analysten eng mit dem Sales-Bereich ihres Institutes zusammen, um den Verkauf und die Vermarktung von Wertpapieren zu unterstützen.[150] Chung findet in diesem Zusammenhang Hinweise darauf, dass Investoren Wertpapiere von hochqualitativen Unternehmen präferieren.[151] Analysten werden entsprechend auch ihr Aktienresearch und ihre Empfehlungen an diesen Investorenpräferenzen ausrichten.[152] Zum Zwecke der Transaktionsgenerierung werden zudem traditionell mehr Kauf- als Verkaufsempfehlungen ausgesprochen. Analysten verbringen laut einer Reuters Umfrage 24 Prozent ihrer Zeit damit, ihre Empfehlungen bei institutionellen Investoren zu vermarkten.[153] Analysten sind damit als Teil des Marketing-Teams von Banken und Brokern anzusehen.[154] Ihr Einflussbereich erstreckt sich nicht nur auf den Wertpapierhandel, sondern auch auf das Konsortialgeschäft, wo sie als wichtige „Reputationsträger“ für die Mandatsgewinnung unverzichtbar sind.

2.2 Primär- und Sekundärinformationen

Die bisherige Literatur zur First-Hand- und Second-Hand-Information stammt überwiegend aus dem angelsächsischen Bereich;[155] in der deutschsprachigen Literatur wurde die Begriffe der First-Hand- und Second-Hand-Information in ihrer finanzwirtschaftlichen Bedeutung bisher noch nicht diskutiert oder gar übersetzt. In Ermangelung von besseren Alternativen sollen jedoch annäherungsweise der

---

148 Vgl. Pietzsch (2004), S. 48. Vgl. exemplarisch für einen Überblick zur Principal-Agent-Theorie Picot/Reichwald/Wigand (2003), S. 55-60 und Groth (2003a), S. 538.

149 Vgl. Steiger (2000), S. 200f.

150 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 50f.

151 Für die Approximation der Unternehmensqualität greift Chung auf das S&P-Rating zurück. Vgl. Chung (2000), S. 35f.

152 Vgl. Chung/Jo (1996), S. 50f.

153 Vgl. Schumacher/Kagelmann (2001), S. 21 verweisend auf den Reuters Survey 2000.

154 Vgl. Chung (2000), S. 35f.

155 Vgl. für die Ausnahme Hong Kong: Chan/Fong (1996), S. 1121-1139.

Begriffe Primär- und Sekundärinformation als Übersetzung verwendet werden.[156] Bis dato wurde die Sekundärinformation innerhalb der deutschsprachigen Literatur bereits in den Naturwissenschaften, der Informationstechnologie und der Marktforschung verwandt; allerdings mit z.T. erheblichen Differenzen zur finanzwirtschaftlichen Bedeutung.[157] Nachfolgend soll daher zunächst der Begriff der Sekundärinformation im finanzwirtschaftlichen Kontext erläutert werden. Hierzu ist es notwendig, eine Abgrenzung zur Primärinformation vorzunehmen.[158]

Bei der **Primärinformation** (First-Hand-Information) handelt es sich um die **erste Verbreitung**[159] bzw. Weitergabe von neuen Informationen (Primary Dissemination).[160] Primärinformationen stammen mithin direkt vom Informationsproduzenten. Bezogen auf den Kontext der Finanzanalysten ist davon auszugehen, dass die besten Kunden der Research-Abteilungen als Erste über bestimmte Analystenempfehlungen und -berichte informiert werden.[161] Die Mehrheitsmeinung in der Literatur sieht folglich auch die erste Weitergabe einer Analystenempfehlung an die (besten) Kunden als Primärinformation an.[162]

Die **Sekundärinformation** (Second-Hand-Information) basiert demgegenüber auf der zweiten, **sekundären Verbreitung** (secondary dissemination)[163] von Informationen, die infolge einer ersten Weitergabe bereits für ausgewählte Marktteilnehmer zugänglich sind. Grundsätzlich kann dabei diese sekundäre Weitergabe über verschiedene Verbreitungswege erfolgen.[164] In Bezug auf die sekundäre Verbrei-

---

156 Alternativ hätte überlegt werden können, die Second-Hand-Information mit dem sehr umständlichen Konstrukt „Information der zweiten Hand“ zu übersetzen.

157 Vgl. zur Verwendung in den Naturwissenschaften: Jungjohann/Bernhardt (1980), S. 1-23; vgl. zur Verwendung in der Informationstechnologie: Weber (2002), S. 13; Hartmann (2002), S. 4: betrachten Sekundärinformationen insbesondere als interpretierte, abgeleitete oder verdichtete Daten.

158 Vgl. zum Begriff und der Funktion von Informationen sowie des Kommunikationsprozesses Wigand/Picot/Reichwald (1997), S. 58ff., Reichwald (1993), S. 447ff.

159 Vgl. zu den Verbreitungsmedien von Informationen Picot/Reichwald/Wigand (2003), S. 63, die zwischen Primärmedien, Sekundär- und Tertiärmedien unterscheiden. Primärmedien erfordern keinen Technikeinsatz zur Kommunikation (Mensch-Medien); bei Sekundärmedien ist hingegen auf der Senderseite die Verwendung von Technik notwendig (bspw. Druckmedien) und bei Tertiärmedien ist auf Sender- und Empfängerseite der Technikeinsatz notwendig (bspw. elektronische Medien).

160 Vgl. zur First-Hand-Information: Chan/Fong (1996), S. 1121-1137.

161 Vgl. exemplarisch: Bolster/Trahan (2000), S. 1f.

162 Vgl. als Beispiel zur Mehrheitsmeinung: Ferreira/Smith (1999), S. 380; Bolster/Trahan (2000), S. 1f.; Davies/Canes (1978), S. 43; Sant/Zaman (1996), S. 617; Han/Suk (1996), S 28 ; Vgl. zur Gegenmeinung: Beneish (1991), S. 393f: sieht die Medienpublikation als First-Hand-Information an, da diese damit Reputationsbildung betreiben können.

163 Vgl. Davies/Canes (1978), S. 43f ; Beneish (1991), S. 393f.; Barber/Loeffler (1993), S. 273f.

164 Vgl. Albert/Smaby (1996), S. 59f.; Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 1.

tung von Analystenempfehlungen[165] wird Wirtschaftssendungen im Fernsehen,[166] wöchentlichen Wirtschaftszeitschriften[167] und insbesondere auch Tageszeitungen[168] eine hohe Bedeutung zugemessen. Die überwiegende Mehrheit in der Literatur vertritt in diesem Zusammenhang die Auffassung, dass publizierte Analystenempfehlungen als Sekundärinformationen anzusehen sind, da diese i.d.R. schon ein erstes Mal an die Research-Kunden der Bank distribuiert wurden.[169] Demgegenüber vertritt Beneish eine Minderheitsmeinung, dass Analysten ihre Empfehlungen zum Zweck des Reputationsaufbaus - noch vor den Kunden - an geeignete Medien weitergeben; demnach seien in den Wirtschaftsmedien publizierte Analystenempfehlungen als Primärinformationen anzusehen.[170] Aufgrund der in der Literatur beschriebenen gegenteiligen Unternehmenspraxis, die in Interviews bestätigt wurde, kann dieser Minderheitsmeinung allerdings nicht gefolgt werden.[171]

Interessant ist darüber hinaus auch der Grad der Veränderung der ursprünglichen Information, welche eine Sekundärinformation erfahren kann, ohne dass sie als neue Primärinformation bezeichnet werden muss. Trahan/Bolster definieren in diesem Zusammenhang die Sekundärinformation wie folgt:

> „The term second-hand information refers to information that has been collected from public sources and manipulated or simply reported again by a public news source.“[172]

Mit dieser sehr weit gefassten Definition schließen Trahan/Bolster nicht nur die einfache Weitergabe von Informationen, sondern auch die Manipulation der Informationen mit ein. Demgegenüber fällt die Definition von Chan/Fong enger aus: Sie begrenzen Sekundärinformation auf die zweite Distribution von Informationen

---

165 Vgl. Palmon/Sun/Tang (1994), S. 397.

166 Die Sendung „Wall Street Week with Louis Rukeyser“ verbreitet bspw. verschiedene Analystenmeinungen im Medium Fernsehen. Für Deutschland sei mit Einschränkungen die 3-Sat-Börsensendung genannt. Vgl. hierzu Gerke (1998), S. 39.

167 Beispielhaft seien hier Business Week und Barron’s für wöchentliche Wirtschaftsmagazine genannt. vgl. für Business Week: Mathur/Waheed (1995), S. 584f.

168 Vgl. Ferreira/Smith (1999), S. 380.

169 Vgl. zur Mehrheitsmeinung: Davies/Canes (1978), S. 43; Ferreira/Smith (1999), S. 380; Sant/Zaman (1996), S. 617; Han/Suk (1996), S 28; Bolster/Trahan (2000), S. 1f.

170 Vgl. für Minderheitsmeinung, welche publizierte Analystenempfehlungen als Primärinformationen einschätzt Beneish (1991), S. 394.

171 Vgl. exemplarisch für die Klassifizierung von publizierten Analystenempfehlungen als Sekundärinformationen: Barber/Loeffler (1983), S. 273; Chan/Fong (1996), S. 1121ff; Bolster/Trahan (2000), S. 1, 14-16; vgl. für eine Liste der Interviewpartner Anhang A.

172 Trahan/Bolster (1995), S. 3.

und weisen der Gruppe der Journalisten im Kontext von Analystenempfehlungen eine reine Verbreitungsfunktion (Reporting Role) zu.[173] Dieser Auffassung wird in der vorliegenden Arbeit im Prinzip gefolgt, wobei aufgrund variierender Leserbedürfnisse und -gewohnheiten und damit auch unterschiedlichen Zeitungsformaten eine gewisse zielgruppenadäquate journalistische Aufbereitung der Analystenempfehlungen nicht ausgeschlossen wird, solange die Empfehlungen in ihren Kernelementen erhalten bleiben.

Zur größeren Klarheit des Gesamtkontextes erscheint es darüber hinaus sinnvoll, die Sekundärinformation gegenüber der „sekundären Informationsquelle“ abzugrenzen. Die letztgenannte sekundäre Informationsquelle bezeichnet dabei eine zweite, nicht vom Unternehmen stammende Informationsquelle; dieser können sowohl unverarbeitete als auch aufbereitete Informationen entnommen werden. Exemplarisch für unverarbeitete Informationen sei an dieser Stelle die reine Weitergabe von Kurs- und Handelsdaten genannt. Demgegenüber werden verarbeitete oder aufbereitete Informationen zur Branche, der Marktentwicklung oder auch besonderen Unternehmenscharakteristika durch Marktforschungsinstitute, Branchenverbände, Beratungsunternehmen, Rating-Agenturen oder auch fremde Analysten bereitgestellt. Während bei der sekundären Informationsquelle der Ursprung der Information das Haupt-Differenzierungskriterium darstellt,[174] grenzen sich Sekundär- und Primärinformation in dem hier verwendenten Verständnis vornehmlich durch die Verbreitung ab.[175]

2.3 Neuer Markt als Segment für Wachstumsunternehmen

Die empirische Untersuchung zur Wirkung von publizierten Analystenempfehlungen basiert auf einer Stichprobe von Unternehmen mit einer Notierung am Neuen Markt.[176] Zielgruppe des Handelssegmentes Neuer Markt stellen junge Wachstumsunternehmen dar.[177] In der Literatur wurden Wachstumsunternehmen daher auch bereits mit Unternehmen des Neuen Marktes gleichgesetzt.[178] Um ein genaue-

---

173 Vgl. Chan/Fong (1996), S. 1121.

174 Unterschieden wird zwischen Informationsquellen, bei denen das Unternehmen selbst und solchen, bei denen eine externe Quelle den Ursprung einer Information darstellt.

175 Differenziert wird nach der ersten (primären) und der zweiten (sekundären) Verbreitung der Information.

176 Vgl. Abschnitt 6.2.1.2 zum Auswahlkriterium Neuer-Markt-Notierung.

177 Vgl. zur Zielgruppe des Neuen Marktes: Achleitner (2003), S. 250, 564f.; vgl. auch Deutsche Börse AG (2001d), Abschnitt 1, Nr. 1.

178 Vgl. Pietzsch (2004), S. 14.

res Verständnis von Wachstumsunternehmen zu erlangen, sollen nachfolgend zunächst die Charakteristika von Wachstumsunternehmen herausgestellt werden, bevor anschließend die konkrete Ausgestaltung des Neuen Marktes sowie die Neusegmentierung ab dem Jahr 2003 diskutiert wird.

2.3.1 Charakterisierung von Wachstumsunternehmen

Ein Großteil der bisherigen Literatur zu Wachstumsunternehmen untersucht die Entstehung von Wachstum oder versucht zu klären, ob es bestimmte Grenzen des Wachstums gibt.[179] In diesem Kontext ist insbesondere der ressourcenorientierte Ansatz (Ressource-Based-View) von Penrose zu nennen, welcher die Bedeutung unternehmensinterner Ressourcen und Fähigkeiten für das Wachstum betont.[180] Ebenso wurde der Zusammenhang zwischen Wachstum und Unternehmensgröße vielfach kontrovers diskutiert.[181] Neben diesen allgemeinen Erklärungs- und Abgrenzungsansätzen in der Literatur[182] können Wachstumsunternehmen auch an Hand ihres besonderen Profils charakterisiert werden. So weisen Wachstumsunternehmen einige besondere Merkmale auf, die sie von anderen Unternehmen abgrenzen und die gleichzeitig bei der Aktienanalyse von besonderer Bedeutung sein können.

Ein besonderes Charakteristikum von Wachstumsunternehmen stellt das **überdurchschnittliche Wachstum** bzw. Wachstumspotenzial dar. Dieses überdurchschnittliche Wachstum kann sowohl an Hand von Inputgrößen (bspw. Bilanzsumme oder Mitarbeiter) als auch durch erwirtschaftete Outputgrößen (Umsatz, Gewinn, Kundengrößen) gemessen werden.[183] In diesem Zusammenhang wird in der Literatur die interessante Diskussion geführt, welcher Vergleichsmaßstab für überdurchschnittliches Wachstum herangezogen werden kann; ob bspw. alle Unternehmen in Wachstumsbranchen als Wachstumsunternehmen zu bezeichnen sind oder nur diejenigen, welche stärker wachsen als der jeweilige Branchendurchschnitt.[184] Da es jedoch praktisch und methodisch sehr schwer sein kann, herauszufiltern, ob ein Unternehmen selbst verantwortlich für überdurchschnittliches Wachstum ist oder dies einer großen Branchendynamik zu verdanken hat,

---

179 Vgl. als Beispiel: Albach/Bock/Warnke (1985), S. 121-403.
180 Vgl. Penrose (1959), S. XIII; 1-42; 65-87; vgl. auch Fingerle (2004), S. 13-37.
181 Vgl. Rudolf/Witt (2002), S. 12f.
182 Vgl. auch für eine Übersicht: Gruber/Harhoff/Tausend (2004), S. 3-6.
183 Vgl. Fingerle (2003), S. 725.
184 Vgl. Rudolf/Witt (2002), S. 19-21.

schlagen Rudolf/Witt die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate als Maßstab für überdurchschnittliches Wachstum vor.[185] Durch diesen Maßstab können gleichzeitig auch die Auswirkungen von konjunkturellen Schwankungen auf das Unternehmenswachstum gemindert werden.[186]

Des Weiteren sind die meisten Wachstumsunternehmen durch ein sehr **dynamisches Branchenumfeld** gekennzeichnet, in der meist enormer Wettbewerbs- und Innovationsdruck vorherrscht und die Notwendigkeit für Unternehmen besteht, sich sehr schnell an veränderte Rahmenbedingungen anpassen zu müssen.[187]

Ferner sind Wachstumsunternehmen stärker als etablierte Unternehmen **unternehmergeprägt**, d.h. das Management hält signifikante Anteile am Unternehmen. Häufig stellen auch die Gründer noch einen Teil dieses Managementteams. Diese teilweise Verknüpfung von Management und Anteilsbesitz hat eine asymmetische Informationsverteilung zwischen den einzelnen Investorengruppen zur Folge.[188]

Eng verbunden mit einem überdurchschnittlichen Wachstum sind zumeist hohe Aufbauinvestitionen, die einen **hohen Kapitalbedarf** der Wachstumsunternehmen zur Folge haben. Diesem erhöhten Kapitalbedarf stehen anfänglich allerdings meist nur geringere Rückflüsse aus vorangegangenen Investitionen gegenüber. Im Ergebnis kann diese Situation somit zu geringen bzw. sogar negativen Cashflows führen.[189] Ebenso können Wachstumsunternehmen überwiegend nur auf eine **kurze wirtschaftliche und rechtliche Existenz** zurückblicken; sie weisen somit auch meist keinen Track-Record und nur geringen Bekanntheitsgrad auf Produkt- und Kapitalmärkten auf. [190]

Infolge eines insgesamt geringeren Diversifikationsgrades weisen Wachstumsunternehmen darüber hinaus laut Küting eine höhere **Branchenabhängigkeit** bzw. auch **Krisenanfälligkeit** auf. [191] Die zuvor genannten Charakteristika führen insgesamt zu einer größeren Prognose- und Planungsunsicherheit bei Wachstumsunter-

---

185 Vgl. Rudolf/Witt (2002), S. 20f.
186 Vgl. Albach (1976), S. 689; Sabadinowitsch (2000), S. 7.
187 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 30f.
188 Vgl. Pietzsch (2004), S. 17. So sind Investoren mit Managementfunktion oftmals besser und frühzeitiger informiert als der restliche Investorenkreis.
189 Vgl. Gruber/Harhoff/Tausend (2004), S. 1, 8-11; Bassen (2002), S. 10.
190 Vgl. Bassen (2002), S. 9; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 30; Fingerle (2003), S. 725.
191 Vgl. Küting (2000), S. 600f. Stellt insbesondere die Auswirkungen der spezifischen Branchenstruktur und Risiken des Neuen Marktes für die Bilanzanalyse in den Vordergrund der Betrachtung.

nehmen, was besondere Anforderungen an die Finanzanalyse von Wachstumsunternehmen und deren Potenzial stellt. Weiterhin erschwert wird die Bewertung durch den oftmals hohen Anteil immaterieller Vermögenswerte, den so genannten **Intangibles**.[192] Wird zudem das höhere Ausmaß an Informationsasymmetrien in Betracht gezogen, so wird deutlich, warum Investoren bei Wachstumsunternehmen eine besondere Informationsversorgung einfordern.

Zusammenfassend zeigt sich, dass Wachstumsunternehmen ein besonderes Risiko-Rendite-Profil aufweisen.[193] Der professionellen Analyse und Bewertung von Wachstumsunternehmen durch erfahrene Finanzanalysten ist daher eine große Bedeutung beizumessen. Die genannten besonderen Charakteristika von Wachstumsunternehmen sind als Tendenz- bzw. Richtungsaussage zu verstehen. Eine trennscharfe Abgrenzung zu etablierten Unternehmen erscheint mit Hilfe dieser Charakteristika nur begrenzt möglich. Inwieweit die Charakteristika von Wachstumsunternehmen sich auch in der Börsendefinition von Wachstumsunternehmen wiederfinden, beleuchtet das nachfolgende Kapitel.

2.3.2 Ausgestaltung des Neuen Marktes

Mit der Gründung des Neuen Marktes am 10. März 1997 wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse ein Handelssegment geschaffen, das sich speziell an wachstumsstarke Unternehmen richtete.[194] Zielgruppe des Neuen Marktes stellten „[…] innovative Unternehmen […]“[195] dar, „[…] die neue Absatzmärkte erschließen, neue Verfahren der Beschaffung, Produktion oder beim Absatz verwenden beziehungsweise neue Produkte und/oder Dienstleistungen anbieten und ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum erwarten lassen“[196].

In den USA existiert mit der Nasdaq bereits seit 1971 eine Plattform, die jungen wachstumsstarken Unternehmen einen Kapitalmarktzugang ermöglicht. Vorreiter in Europa war der Nouveau Marché in Frankreich mit seiner Gründung im Jahr 1996.[197] Neben dem Neuen Markt wurden sukzessive weitere europäische Wachstumssegmente gegründet: So die NMAX in Amsterdam und im Juni 1999 der Nu-

192 Vgl. Küting (2000), S. 601; Küting (1980).
193 Vgl. Pietzsch (2004), S. 17.
194 Vgl. Achleitner (2002), S. 281.
195 Deutsche Börse AG (2001d), Abschnitt 1, Nr. 1.
196 Deutsche Börse AG (2001d), Abschnitt 1, Nr. 1.
197 Deutsche Börse (2001e), S. 16f.

ovo Mercato in Mailand. Die Einrichtung des Nuevo Mercato in Madrid und des Swiss New Market in Zürich sowie der Nasdaq-Europe in Brüssel komplettieren die Reihe europäischer Wachstumssegmente.[198] Im größten Kapitalmarkt Europas, dem Vereinigten Königreich, existiert kein reines Wachstumssegment. So stellt der Londoner Alternative Investment Market (AIM) ein Mischsegment dar, das neben Technologie- und Wachstumsunternehmen auch weitere Werte wie Fußballklubs oder Pubs enthält.[199] Auch der techMARK ist lediglich als Tracking-Instrument zu verstehen. Nach Marktkapitalisierung und Börsenumsätzen stellte der Neue Markt in den Jahren 2000 und 2001 das bedeutendste europäische Wachstumssegment dar.[200] Insgesamt konnten über 340 Neuemissionen am Neuen Markt durchgeführt werden, darunter alleine 137 im Jahr 2000, aber nur 11 im Jahr 2001.[201]

Beim Neuen Markt handelte es sich um ein Handelssegment, das privatrechtlich organisiert wird, was bedeutet, dass die Deutsche Börse AG über Aufnahme und Ausschluss eines Wertpapiers entscheidet.[202] Die Aufnahme in den Neuen Markt setzte dabei die Zulassung zum öffentlich-rechtlich organisierten Geregelten Markt voraus.[203] Um eine Doppelnotierung zu vermeiden, verzichtete der Emittent jedoch mit der Antragstellung auf Zulassung am Neuen Markt auf eine Notierung am Geregelten Markt.[204]

Zur Reduktion der bei Wachstumsunternehmen charakteristischen Qualitätsunsicherheit ist von der Deutschen Börse AG ein umfangreiches Regelwerk für den Neuen Markt aufgestellt worden.[205] Dabei waren strenge Zulassungsvoraussetzungen, Handelsbedingungen und Offenlegungspflichten zu beachten. So hatte die Emission ein Volumen von mindestens 5 Mio. Euro, eine Mindeststückzahl von 100.000 Aktien und einen Gesamtnennbetrag von mindestens 250.000 Euro zu erreichen. Mindestens 50 Prozent des Emissionsvolumens musste dabei aus einer Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen stammen. Zugelassen waren bei der erstmaligen Emission nur Stammaktien. Bei einem Emissionsvolumen von unter (über) 100 Mio. Euro hatte das Unternehmen zusätzlich mindestens 20 Prozent (10 Pro-

198 Nasdaq-Europe bezeichnet die frühere Easdaq in Brüssel.
199 Vgl. Deutsche Börse (2001e), S. 17.
200 Vgl. Hauser (2003), S. 108.
201 Vgl. Blättchen/Nespethal (2002), S. 119f.
202 Vgl. Deutsche Börse AG (2001c).
203 Vgl. Hauser (2003), S. 98.
204 Vgl. Müller (2003), S. 7f.; Deutsche Börse AG (2001d), Abschnitt 2 Nr. 2.3.
205 Vgl. Bassen (2002), S. 12.

zent) Streubesitzanteil nachzuweisen.[206] Verpflichtend war weiterhin ein Mindest-Eigenkapital des Emittenten in Höhe 1,5 Mio. Euro.[207] Weiterhin waren zwei Betreuer, so genannte Designated Sponsors, zu benennen, die jederzeit Geld- und Briefkurse stellten und damit die Liquidität im Handel gewährleisteten.[208] Zu beachten war ferner eine sechsmonatige Haltepflicht (Lock-up-Periode) für Altaktionäre.[209] Weiterhin wurden folgende umfangreiche Zulassungsfolgepflichten eingeführt:[210]

- Erstellung von Jahresabschluss und Lagebericht gemäß den internationalen Rechnungslegungsstandards US-GAAP oder IAS/IFRS und deren Veröffentlichung innerhalb von drei Monaten nach Ende des Berichtszeitraumes.
- Publikation von standardisierten Quartalsberichten innerhalb von 2 Monaten nach Berichtsende.
- Mindestens ein Analystenmeeting jährlich.
- Bekanntmachung des Finanzkalenders.
- Veröffentlichungen in deutscher und englischer Sprache.[211]

Ziel der strengen Publizitätspflichten war es, eine hohe Transparenz am Neuen Markt zu gewährleisten und damit das Vertrauen der Investoren zu sichern.[212] Diese Ziele wurden jedoch durch fragwürdige Ad-hoc-Meldungen, verfehlte Prognosen und die stark negative Kursentwicklung des Neuen Marktes seit März 2000 konterkariert. Auch zahlreiche Bilanzskandale sowie Fälle von Insiderhandel und Betrugsverdacht verstärkten diese Tendenz.[213] Exemplarisch hierfür sei das Beispiel der Comroad AG genannt, für die nur ein Bruchteil der ursprünglich vorgegebenen Umsätze nachgewiesen wurde.[214] Schließlich verunsicherten zahlreiche Insolvenzen, darunter mit der Biodata AG am 20. November 2001 erstmals auch ein Unternehmen des Nemax 50, die Investoren zusätzlich.[215] In der Folge hat der Neue Markt einen zunehmenden Vertrauens- und Bedeutungsverlust erlitten.[216]

---

206 Vgl. Achleitner (2002), S. 281.
207 Vgl. Achleitner (2002), S. 281.
208 Vgl. Bassen (2002), S. 11-14.
209 Vgl. Deutsche Börse (2001d), S. 4-20.
210 Zusätzlich ist der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission zu akzeptieren.
211 Vgl. Deutsche Börse (2001d), S. 4ff.; vgl. auch Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 38f.
212 Vgl. Hauser (2003), S. 100f. Vgl. für den Zusammenhang von Informationen/Informationsaufnahme und Vertrauen Picot/Reichwald/Wigand (2003), S. 123ff.
213 Vgl. Lockhart et al. (2001), S. 31.
214 Vgl. Müller (2003), S. 22.
215 Als erstes Unternehmen musste die Gigabell AG im September 2001 Insolvenz beantragen.
216 Vgl. Müller (2003), S. 22f.

Vor diesem Hintergrund und der anhaltenden öffentlichen Kritik hat die Deutsche Börse am 5. Juni 2003 den Neuen Markt geschlossen und eine Neusegmentierung des Aktienmarktes der Frankfurter Wertpapierbörse durchgeführt.[217]

2.3.3 Neusegmentierung des Aktienmarktes

Auf Grundlage des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes wurde von der Deutsche Börse AG eine Neuordnung des Aktienmarkts vorgenommen.[218] Dabei ist der Gesamtmarkt in zwei Segmente unterteilt worden, die sich im Hinblick auf ihre Transparenzstandards unterscheiden:[219] das Premium Segment **„**Prime Standard**“** sowie der mit geringeren Transparenzanforderungen ausgestattete „General Standard“. Für den **General Standard** gelten lediglich die gesetzlichen Mindestanforderungen des Amtlichen Handels und Geregelten Marktes.[220] Damit ist der General Standard insbesondere für jene Unternehmen interessant, die primär eine kostengünstige Notierung wünschen und überwiegend nationale Investoren ansprechen.[221]

Demgegenüber beinhaltet eine Notierung im **Prime Standard** schärfere Informations- und Publizitätspflichten, die über die Anforderungen des General Standard hinausgehen.[222] Wesentliche Kernelemente wie die Verpflichtung zu einer internationalen Rechnungslegung, einer Quartalsberichterstattung, einem Finanzkalender sowie zu mindestens einer Analystenkonferenz und Publikationen in englischer und deutscher Sprache werden dabei aus dem Regelwerk des Neuen Marktes übernommen.[223] Mit diesen insgesamt höheren Transparenzanforderungen richtet sich dieses Segment primär an Unternehmen, die „[…] sich gegenüber internationalen Investoren positionieren wollen […]“[224]. Die Regelungen beider Segmente basieren auf öffentlichem Recht, wodurch das konsequente Durchsetzen von Sanktionen ermöglicht wird.[225]

---

217 Vgl. Salzer/Wirtz (2005), S. 14, 25. Vgl. auch Deutsche Börse (2005), S. 1

218 Die hierfür notwendige neue Börsenordnung trat zum 1.1.2003 in Kraft. Der Schwerpunkt der nachfolgenden Erläuterungen stellt die Frankfurter Wertpapierbörsed dar; Initiativen der Regionalbörsen werden nicht behandelt.

219 Vgl. Müller (2003), S. 23f.

220 Vgl. Deutsche Börse AG (2004b), S. 7.

221 Vgl. Deutsche Börse AG (2004a), S. 46-48.

222 Vgl. Deutsche Börse AG (2004b), S. 7.

223 Vgl. Müller (2003), S. 23; vgl. zu den einzelnen Regelungen: Deutsche Börse AG (2004a), S. 49f.

224 Vgl. Deutsche Börse AG (2004b), S. 7.

225 Vgl. Müller (2003), S. 23f.

Neben der Neusegmentierung fand auch eine Neuordnung der Börsenindizes statt. So wurden mit dem Wegfall des Neuen Marktes auch die hiermit assoziierten Indizes „NEMAX All Share“ und „NEMAX 50“ sukzessive eingestellt.[226] An die Stelle des „NEMAX 50“ tritt der neu eingeführte „TecDAX“, der die 30 liquidesten und größten Technologiewerte des Prime Standard umfasst.[227] Sämtliche Prime-Standard-Werte außerhalb des DAX, die technologischen Sektoren zuzuordnen sind, werden zudem im ebenfalls neu ins Leben gerufenen „Technology All Share“-Index zusammengefasst.[228] Der TecDAX und Technology All Share stellen damit die Nachfolgeindices für den Nemax 50 und den NEMAX All Share dar.[229] Die Indexhistorie des NEMAX All Share wird damit durch den Technology All Share fortgesetzt.

Neu eingeführt wurde zu Beginn des Jahres 2005 auch der so genannte German Entrepreneurial Index (GEX), der in Zusammenarbeit mit dem Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) entwickelt wurde.[230] Dieser Style-Index umfasst alle eigentümergeführten Unternehmen, die im Prime Standard notiert sind und deren Börsengang nicht länger als zehn Jahre zurückliegt. Das Kriterium der Eigentümerdominanz wird dabei erfüllt, wenn die Unternehmensleitung (Vorstände oder Aufsichtsratsmitglieder bzw. deren Familien) einen Anteilsbesitz zwischen 25 und 75 Prozent der Stimmrechte innehat.[231] Der GEX stellt damit einen Indikator für die Wertentwicklung börsennotierter mittelständischer Unternehmen dar.

Resümierend kann festgehalten werden, dass innerhalb des Untersuchungszeitraums (im Jahr 2001) mit dem Neuen Markt ein speziell auf Wachstumsunternehmen zugeschnittenes Börsensegment existierte. Obwohl der Neue Markt zum 5. Juni 2003 geschlossen wurde,[232] bestehen Kernelemente des Neuer-Markt-Regelwerks im neu geschaffenen Prime Standard fort. Auch wurden mit TecDAX und Technology All Share zwei Nachfolgeindizes für den NEMAX 50 und NEMAX All Share entwickelt. Deutlich wurde zudem, dass Wachstumsunternehmen

---

226 Der NEMAX All Share entfiel mit der Einführung des TecDAX, während der NEMAX 50 noch bis Ende 2004 fortgeführt wurde.

227 Vgl. Deutsche Börse AG (2004d), S. 6.

228 Vgl. Deutsche Börse AG (2004d), S. 7.

229 Vgl. Deutsche Börse AG (2004d), S. 6f.; Müller (2003), S. 23f.

230 Vgl. CEFS (2004), S. 1-3. Die Einführung des German Entrepreneurial Index steht nicht in unmittelbarem Zusammenhang zur Neusegmentierung.

231 Vgl. Deutsche Börse AG (2004c), S. 1; Deutsche Börse AG (2004e), S. 3-5.

232 Vgl. Deutsche Börse AG (2005), S. 1

durch eine Reihe von idealtypischen Merkmalen gekennzeichnet sind, die erhöhte Informationsbedürfnisse der Investoren zur Folge haben. Der professionellen Analyse und Bewertung von Wachstumsunternehmen durch Finanzanalysten kommt daher eine gesteigerte Bedeutung zu.[233]

Nachfolgend werden die Grundlagen der Informationseffizienz und -verarbeitung erläutert und deren Bedeutung für die vorliegende Untersuchung herausgestellt.

2.4 Informationseffizienz und -verarbeitung

Die Kapitalmarkteffizienz kann in die drei Teilbereiche der „Technischen Effizienz", der „Institutionen-Effizienz" und der „Informations-Verarbeitungs-Effizienz" unterteilt werden.[234] Die erstgenannte Technische Effizienz klärt, inwieweit sich der Markt an einen wohlfahrtsmaximierenden Einsatz der Ressourcen annähert.[235] Mit den Rahmenbedingungen und Abwicklungsmöglichkeiten von Kapitalmarkttransaktionen beschäftigt sich demgegenüber die Institutionen-Effizienz. Die letztgenannte Informations-Verarbeitungs-Effizienz, auch kurz Informationseffizienz genannt, stellt indes die Verarbeitung von Informationen in den Preisen in den Mittelpunkt der Betrachtung. Die Vielzahl an theoretischen und empirischen Arbeiten, die sich der Thematik der Informationseffizienz annimmt, belegt deren Bedeutung innerhalb der Kapitalmarkttheorie.[236] Oft werden die Begriffe Kapitalmarkteffizienz und Informationseffizienz auch synchron verwendet bzw. gleichgesetzt.[237] Hinsichtlich einer Definition der Informationseffizienz existieren unterschiedliche Ansätze, die nachfolgend näher erläutert werden.

2.4.1 Modelle der Informationseffizienz

2.4.1.1 Informationseffizienz nach Fama

Basierend auf den Grundlagen von Hayek[238] prägte Fama die wohl bekannteste Definition der Informationseffizienz.[239] Dabei führte er in seinem 1970 publizier-

---

233 Vgl. Pietzsch (2004), S. 17.
234 Vgl. Loistl (1990), S. 63.
235 Vgl. Hauser (2003), S. 19-22.
236 Vgl. exemplarisch die Arbeiten von Ganz (2004), S. 1ff., Dawson (1982), S. 17 und Kamarotou/Hanlon (1989), S. 183 für die Untersuchungen der Informationseffizienz in Deutschland, Hong Kong sowie dem UK, Canada, Japan und den USA.
237 Vgl. Hauser (2003), S. 19f.
238 Vgl. Hayek (1945), S. 527ff.
239 Vgl. Fama (1970), S. 383ff.; Müller (1992), S. 11.

ten Grundlagenwerk die bis dato existierenden Forschungskonzepte unter dem Begriff „Efficient Market Hypothesis“ zusammen. Das von ihm entwickelte Konzept findet insbesondere in der empirisch ausgerichteten Literatur starke Verwendung.[240] Einen informationseffizienten Kapitalmarkt definiert Fama zunächst in allgemeiner Form wie folgt:

> „A market in which prices fully reflect available information is called efficient.”[241]

Damit stellt die Informationsqualität der Kurse den bestimmenden Faktor bei der Beurteilung der Kapitalmarkteffizienz dar.[242] Der Wettbewerb zwischen den einzelnen Marktteilnehmern sorgt dafür, dass zu jedem Zeitpunkt stets alle verfügbaren Informationen in den Preisen enthalten sind.[243] Die Erzielung von systematischen Überrenditen mit Hilfe allgemein verfügbarer Informationen ist gemäß dieser Sichtweise ausgeschlossen.[244] Notwendige Voraussetzung für die Informationseffizienz stellt die Fähigkeit der Marktteilnehmer dar, neue Informationen unverzüglich, d.h. ohne Zeitverzögerung aufzudecken, zu verarbeiten und richtig zu interpretieren.[245] Formal ausgedrückt müssen damit der subjektive Kenntnisstand und der objektive Informationsstand übereinstimmen.[246] Dieses kann nur dann gewährleistet werden, wenn unter den Marktteilnehmern eine rationale Erwartungsbildung vorhanden ist.[247] Für den Fall von Unsicherheit bezüglich des erwarteten zukünftigen Preises geht Fama von einem „Fair Game“ aus, d.h. die Wahrscheinlichkeit von positiven und negativen Abweichungen des realisierten und erwarteten Preises entsprechen sich (Fair-Game-Modell). [248]

Zusammenfassend können für einen informationseffizienten Kapitalmarkt im Sinne Famas insbesondere drei notwendige, sehr restriktive Bedingungen identifiziert werden:[249]

---

240 Vgl. Müller (1992), S. 11ff.
241 Vgl. Fama (1970), S. 383.
242 Vgl. Klein (1999), S. 108.
243 Vgl. Fama (1970), S. 383ff.
244 Vgl. Jensen (1978), S. 96, der die bisherige Evidenz zur Markteffizienz zusammenfasst und bereits sehr früh auf verschiedene Anomalien hinweist. Vgl. zur Erläuterung von abnormalen Renditen bzw. Überrenditen Abschnitt 5.2.3.
245 Vgl. Stephan (1998), S. 212f.; Müller (1992), S. 12f. Vgl. auch Hauser (2003), S. 25ff.
246 Vgl. Fama (1976), S. 136. Vgl. auch Stephan (1998), S. 213.
247 Vgl. Stephan (1998), S. 213f.
248 Vgl. Fama (1970), S. 384; Sattler (1994), S. 9.
249 Vgl. Walker/Hatfield (1996), S. 14f.; Sattler (1994), S. 8f.

- Insignifikante Transaktionskosten.
- Kostenloser und gleicher Zugang sämtlicher Marktteilnehmer zu allen relevanten Informationen.
- Vorhandensein einer Vielzahl von Profit-maximierenden, rational handelnden Marktteilnehmern mit homogenen Erwartungen.[250]

Die oben genannte Beschreibung der Informationseffizienz ist noch sehr allgemein gehalten.[251] So ist noch unklar, was genau unter „all available information" zu verstehen ist. Im Hinblick auf die Bedürfnisse empirischer Untersuchungen nimmt Fama daher eine stärkere Operationalisierung der Informationseffizienz vor.[252] In Anlehnung an Roberts differenziert Fama zwischen drei Typen von Informationseffizienz,[253] deren wichtigstes Unterscheidungskriterium die bei der Preisbildung berücksichtigte Informationsmenge darstellt.

Die **schwache Form der Informationseffizienz** liegt demnach vor, wenn alle Informationen über historische Preise und Renditen vollständig in den Kursen reflektiert werden.[254] In einem schwach informationseffizienten Kapitalmarkt folgen Wertpapiere einem Zufallspfad (Random Walk).[255] Kursänderungen sind daher unabhängig von vergangenen Kursänderungen, so dass sich hieraus keine Gesetzmäßigkeiten ableiten lassen.[256] In der Folge ist es unmöglich, Überrenditen durch die Analyse von vergangenen Kursverläufen, der technischen Analyse oder Chartanalyse, zu erwirtschaften.[257]

Die **halbstrenge Form der Informationseffizienz** ist gegeben, sofern alle öffentlich verfügbaren Informationen in den Preisen enthalten sind.[258] Zu den öffentlich verfügbaren Informationen sind neben historischen Kursinformationen auch weitere relevante Informationen wie beispielsweise Jahresabschlüsse, Geschäftsberichte, makroökonomische Daten, Medienberichterstattung oder auch Informationsdienste

---

250 Vgl. Stephan (1998), S. 213f.
251 Vgl. May (1993), S. 8-13.
252 Vgl. Neumann/Klein (1982), S. 165ff.
253 Vgl. Roberts (1967).
254 Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 351; Copeland/Weston (1992), S. 332; Klein (1999), S. 111f.
255 Vgl. zum Random-Walk-Modell: Fama (1970), S. 390-399; Jensen/Benington (1970), S. 469; Reiß (1974), S. 5-45; Hauser (2003), S. 35.
256 Vgl. May (1993), S. 12.
257 Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 351.
258 Vgl. Oerke (1999), S. 13; Klein (1999), S. 113.

zu zählen.[259] Sofern die halbstrenge Form der Informationseffizienz vorliegt, lassen sich durch eine fundamentale Aktienanalyse keine systematischen überdurchschnittlichen Renditen erzielen.[260]

Bei der **strengen Form der Informationseffizienz** werden alle relevanten Informationen in den Preisen reflektiert. Die Inkorporation aller relevanten Informationen schließt neben den öffentlich verfügbaren Informationen auch monopolistische und nicht-veröffentlichte (Insider-)Informationen mit ein.[261] Bei Vorliegen der strengen Form der Informationseffizienz lassen sich auch durch Insider-Informationen keine abnormalen Renditen erzielen. Wie Abbildung 2 zeigt, beinhaltet die für die strenge Form der Informationseffizienz relevante Informationsmenge sowohl die Informationsmenge der halbstrengen als auch der schwachen Form. Die drei Stufen der Informationseffizienz liefern empirisch testbare Hypothesen, um den Grad der Informationseffizienz zu überprüfen.[262]

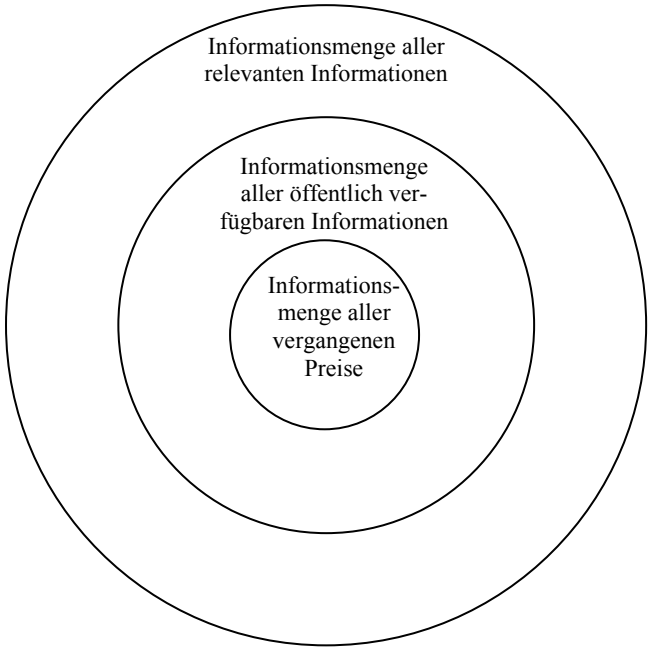


Abbildung 2: Beziehung zwischen den drei Informationsmengen[263]

259 Vgl. Klein (1999), S. 113.
260 Vgl. Stephan (1998), S. 218f.; Oerke (1999), S. 13. Nur für den Fall, dass der Analyst Pietzsch (2004), S. 23.
261 Vgl. Fama (1970), S. 409.
262 Vgl. Hauser (2003), S. 38f.
263 Vgl. Mandelker (2001), S. 13/13.

Eng mit den Annahmen der Effizienzhypothese verbunden ist auch das in der Literatur als **Informationsparadoxon** bekannte Phänomen.[264] Wenn der Kapitalmarkt in der beschriebenen Form effizient ist und alle Informationen kostenlos und unverzüglich im Preis reflektiert werden, dann wäre es im Famaschen Sinne nicht möglich, systematische Überrenditen zu erzielen.[265] Die Informationssuche würde daher auch nicht entsprechend kompensiert werden;[266] es bestünden für die Kapitalmarktteilnehmer keinerlei Anreize, knappe Ressourcen für Informationsaktivitäten aufzuwenden.[267] Sofern jedoch kein Marktteilnehmer einen Anreiz zur kostenintensiven Informationsbeschaffung und -verarbeitung hat, können Preise auch nicht den gesamten Informationsstand reflektieren, was mit einem informationseffizienten Marktgleichgewicht nicht verträglich ist.[268] Streng genommen widerspricht das Informationsparadoxon in seiner logischen Gültigkeit jedoch nicht der Argumentation Famas, da dieser keine aktive Informationssuche vorsieht.[269] Bedenken bestehen jedoch im Hinblick auf die empirische Relevanz des Famaschen Konzeptes, das einen auf realen Märkten nicht beobachtbaren, statistischen Zustand beschreibt. Es ist daher auch Neumann zuzustimmen, dass die Informationseffizienz nach Fama eher als „[…] rein analytisches Konstrukt […]“[270] bzw. idealisierte Denkfigur denn als empirisch gehaltvolle Theorie zu verstehen ist. In diesem Zusammenhang weist Stephan richtigerweise darauf hin, dass Famas Annahme kostenloser Informationen nicht nur eine hinreichende,[271] sondern eine notwendige Bedingung darstellt.[272] Kritisch hinterfragt wird darüber hinaus auch die Annahme homogener Erwartungen der Marktteilnehmer.[273] Rubinstein vertritt gar die Auffassung, dass „[…] die Bedingungen der Effizienz nur dann interessant wären, wenn die Marktteilnehmer heterogene Erwartungen haben […]“[274].

---

264 Vgl. Neumann/Klein (1982), S. 169; Wilkens/Müller-Schotte (1998), S. 4f.; Sattler (1994), S. 12; May (1993), S. 10; Stephan (1998), S. 240f.; Klein (1999), S. 118.

265 Vgl. Sattler (1994), S. 9.

266 Vgl. Klein (1999), S. 118.

267 Vgl. Wilkens/Müller-Schotte (1998), S. 4.

268 Vgl. Grossmann/Stiglitz (1980), S. 593ff.; Sattler (1994), S. 12; Klein (1999), S. 118; Stephan (1998), S. 240.

269 Vgl. Wilkens/Müller-Schotte (1998), S. 4f.; Stephan (1998), S. 241.

270 Neumann/Klein (1982), S. 168.

271 Vgl. Fama (1970), S. 387. Fama geht davon aus, dass die homogenen Erwartungen eine hinreichende aber nicht notwendige Bedingung darstellen. Im Original: „[…] these conditions are sufficient for market efficiency, but not necessary.“

272 Vgl. Stephan (1998), S. 240; Admati/Pfeiderer (1986), S. 404f.; Grossmann/Stiglitz (1980), S.404.

273 Vgl. Andersen (1985), S. 347; Beaver (1981), S. 27.

274 Rubinstein (1975), S. 812.

Die zahlreiche Kritik[275] insbesondere an den Annahmen der kostenlosen Informationsbeschaffung und den homogenen Erwartungen wird von verschiedenen Autoren aufgegriffen und stellt den Anlass für weitere Modifikationen dar.[276] Die resultierenden modifizierten Konzepte der Informationseffizienz werden nachfolgend vorgestellt.

2.4.1.2 Modifizierte Konzepte der Informationseffizienz

Zur Lösung des Informationsparadoxons lassen **Grossmann/Stiglitz** die Möglichkeit von Informationskosten zu.[277] Gleichzeitig modellieren die Autoren verschiedene Informationsniveaus, was bedeutet, dass auf die Annahme homogener Erwartungen verzichtet wird.[278] Grossmann/Stiglitz zeigen, dass bei Gültigkeit der Famaschen Effizienzhypothese in Verbindung mit Informationskosten der Markt zusammenbrechen würde. So wird kein rationaler Investor für die Informationsbeschaffung Kosten in Kauf nehmen, sofern die gleichen Informationen bereits kostenlos in den Preisen reflektiert werden.[279] An Stelle der Famaschen Annahme eines Transportes sämtlicher Informationen in den Kursen tritt daher die Vorstellung von Preisen, die eher ein verrauschtes Signal der verarbeiteten Informationen darstellen. Rauschquelle bildet dabei ein zufällig schwankendes Pro-Kopf-Angebot an Wertpapieren.[280] Gemäß diesem Modell von Grossmann/Stiglitz setzt sich die unsichere Wertpapierrendite aus zwei Komponenten zusammen: einer Störgröße sowie einer Informationsvariablen, die unter Inkaufnahme von Kosten erfahren werden kann. Weiterhin existieren zwei Gruppen von Investoren, die „Informierten“, welche Kosten für die Informationsbeschaffung aufwenden, und die „Uninformierten“. Die „Informierten“ profitieren von den aufgewendeten Kosten der Informationsbeschaffung, indem sie ihre Wertpapiernachfrage primär nach ihrem Informationsstand ausrichten können;[281] die „Uninformierten“ orientieren sich hingegen allein am Gleichgewichtspreis. Da die Preise jedoch durch einen Störterm verrauscht bzw. verzerrt werden, erhalten die „Uninformierten“ keine eindeutigen

---

275 Vgl. exemplarisch zur Kritik an den Annahmen Famas: Hauser (2003), S. 37ff.; Beaver (1981), S. 27.

276 Vgl. LeRoy (1976) kritisiert die tautologischen Eigenschaften des Famaschen Modells.

277 Vgl. Grossmann/Stiglitz (1980), S. 404ff.; Klein (1999), S. 119. Informationskosten finden nicht nur im Rahmen von Anlageentscheidungen Berücksichtigung, sondern auch im Bereich der Produktionsprozesse, vgl. hierzu exemplarisch Reichwald (1992), S. 335ff.

278 Vgl. Sattler (1994), S. 12; Grossmann (1976), S. 573-585.

279 Vgl. Grossmann/Stiglitz (1980), S. 404.

280 Vgl. Sattler (1994), S. 13f.

281 Im Modell entspricht der Grenznutzen aus der Informationsgewinnung den Grenzkosten der zusätzlichen Informationsmenge; vgl. Klein (1999), S. 119; Grossmann/Stiglitz (1980), 393ff.

Rückschlüsse im Hinblick auf die Informationsmenge.[282] Im Ergebnis werden die Kosten der Informationsbeschaffung im Modell von Grossmann/Stiglitz ausreichend kompensiert;[283] der kostenpflichtige Erwerb von Informationen stellt mithin eine rationale Vorgehensweise dar.[284] Kritik an dem Modell von Grossmann/Stiglitz wird jedoch aufgrund des primär statischen Charakters der Konzeption geäußert.[285]

Mit Hilfe seines dynamischen Modellansatzes zur Informationseffizienz greift **Hellwig** die Kritik an dem statischen Charakter der Konzeption von Grossmann/Stiglitz auf.[286] Auch Hellwig geht dabei von einer kostenbehafteten Informationsbeschaffung aus; im Gegensatz zu Grossmann/Stiglitz führt Hellwig jedoch als Rauschquelle einen Dividendenprozess ein, der in eine systematische und in eine stochastische Komponente zerlegt werden kann.[287] Darüber hinaus modelliert Hellwig ein Mehrperiodenmodell, in dem uninformierte Marktteilnehmer Informationen nur aus vergangenen Gleichgewichtspreisen gewinnen können.[288] Während somit uninformierte Marktteilnehmer Informationen erst mit einer Zeitverzögerung von mindestens einer Periode aus den Preisen ablesen können, ergibt sich für die informierten Marktteilnehmer eine temporäre Insiderposition.[289] Dieser Informationsvorsprung von einer Periode führt dazu, dass informierte Marktteilnehmer höhere Erträge erwirtschaften können. Im Modell von Hellwig ergibt sich folglich für die Marktteilnehmer ein höherer Anreiz zur Informationsbeschaffung als bei Grossmann/Stiglitz.[290] Dieser Anreiz bleibt auch unabhängig von der Periodenlänge bestehen,[291] da jeweils Informationen im Preis enthalten sind, die von einem Teil der Marktteilnehmer erst in der Folgeperiode ausgenutzt werden können. Im Fall eines stetigen, kontinuierlichen Handels i.V.m. einer sehr kleinen Periodenlänge wird der Informationsvorsprung der informierten Kapitalmarkt-Teilnehmer nur sehr gering ausfallen; der Kapitalmarkt kommt daher in diesem Fall der Infor-

---

282 Vgl. Grossman/Stiglitz (1980), S. 404ff.; Hauser (2003), S. 43-45.
283 Vgl. Grossman/Stiglitz (1980), S. 404.
284 Vgl. Oerke (1999), S. 16f.; Grossman/Stiglitz (1980), S. 404ff.
285 Vgl. Hauser (2003), S. 45; Stephan (1998), S. 239ff.
286 Vgl. Hellwig (1982), S. 3-8: das eher statische Modell von Grossmann/Stiglitz führt fast zwangsläufig zu den beschriebenen Ergebnissen.
287 Vgl. Hellwig (1982), S. 1-27; Sattler (1994), S. 13f.; Stephan (1998), S. 262ff.
288 Vgl. Hellwig (1982), S. 3-8; Wahl (1983), S. 4; Hauser (2003), S. 46.
289 Vgl. Hellwig (1982), S. 3-13.
290 Vgl. Hellwig (1982), S. 8-13; Hax (1998), S. 75.
291 Vgl. Grossmann/Stiglitz (1980), S. 403; Hellwig (1982), S. 12f. damit widerspricht Hellwig der Aussage von Grossmann/Stiglitz, die von von der Unmöglichkeit informationseffizienter Märkte bei entsprechend positiven Informationskosten ausgehen.

mationseffizienz im Sinne Famas sehr nahe, erreicht jedoch nie eine vollkommene Informationseffizienz.[292]

Einen weiteren dynamischen Ansatz zur Modellierung der Informationseffizienz liefern **Neumann/Klein**.[293] Wie bereits Grossmann/Stiglitz und Hellwig berücksichtigen auch Neumann/Klein die Möglichkeit von Kosten im Zuge der Informationsproduktion und Informationsbeschaffung. Die Autoren gehen davon aus, dass je nach Verfügbarkeit der jeweiligen Informationsmengen unterschiedliche Grenzkosten für die einzelnen Marktteilnehmer anfallen.[294] In diesem Zusammenhang unterscheiden Neumann/Klein drei verschiedene Informations-Teilmengen:

Als **zentral veröffentlichte Informationen** bezeichnen sie jene Nachrichten, die zu Grenzkosten nahe Null verfügbar sind. Hierzu gehören Informationen, die über öffentliche Medien wie Zeitungen, Fernsehen oder Rundfunk verbreitet werden. Unter **dezentral veröffentlichten Informationen** werden hingegen jene Mitteilungen verstanden, deren Beschaffung positive Grenzkosten verursacht. Dabei handelt es sich um Nachrichten, die zum einen noch nicht in den öffentlichen Medien bekannt gemacht und zum anderen auch nicht von einzelnen Marktteilnehmern monopolisiert wurden. Beispielhaft für dezentral veröffentlichte Informationen seien Aktionärsmitteilungen, Informationen der Anlageberater oder privater (kostenpflichtiger) Informationsdienste oder Mitteilungen von öffentlichen Einrichtungen wie den Handelsgerichten bzw. Industriekammern genannt.[295] Sofern die Grenzkosten der Informationsbeschaffung für die meisten Marktteilnehmer unendlich groß werden, sprechen Neumann/Klein von **vorübergehend monopolisierten Informationen**. Solche privaten Informationen können durch neue unerwartete Beobachtungen entstehen oder Folge einer Neuinterpretation bereits bekannter Informationen (Bilanz, Cashflow, Prognosen) sein. Das Informationsmonopol ist regelmäßig zeitlich begrenzt, da der Spekulant entweder selbst die Information verbreitet, um den Vorteil entsprechend zu realisieren, oder da andere Marktteilnehmer ähnliche Rückschlüsse aus den vorhandenen Informationen ziehen.[296] Die Annahme einer zeitlichen Begrenzung des Informationsmonopols wird durch das Mehrperiodenmodell von Kyle gestützt. Dieser zeigt, dass im Laufe

---

292 Vgl. Hellwig (1982), S. 26; Sattler (1994), S. 13; Hauser (2003), S. 47.
293 Vgl. Neumann/Klein (1982), S. 170ff.; Stephan (1998), S.242-248.
294 Vgl. Neumann/Klein (1982), S. 170ff.; Klein (1999), S. 119f.; Müller (1992), S. 21-24.
295 Vgl. Müller (1992), S. 21f.; Klein (1999), S. 119.
296 Vgl. Neumann/Klein (1982), S. 170; Klein (1999), S. 120; Müller (1992), S. 21f.

mehrerer Handelsrunden eine Konvergenz hin zu informativen Preisen feststellbar ist, so dass sich private Informationen letztendlich vollständig in den Preisen widerspiegeln.[297] Auf Basis der verfügbaren Informationsmengen entwickeln Neumann/Klein zwei Effizienzkriterien. Demnach ist ein Markt schwach informationseffizient, wenn sämtliche zentral veröffentlichten Informationen im Kurs enthalten sind. Sofern alle bis dahin veröffentlichten zentralen und dezentralen Informationen im Preis eskomptiert sind, wird hingegen von starker Informationseffizienz gesprochen.[298]

Wenngleich die hier vorgestellten modifizierten Modelle der Informationseffizienz Informationskosten berücksichtigen und damit die Realität treffender abbilden können, so bieten sie doch keine Ansatzpunkte im Hinblick auf eine empirische Überprüfung. Es wundert daher nicht, dass das Effizienzkonzept von Fama den Hintergrund zur Überprüfung der Informationseffizienz liefert.[299]

2.4.2 Empirische Überprüfung der Informationseffizienz

Die empirische Überprüfung der Informationseffizienz ist vor das grundsätzliche Problem gestellt, verbundene Hypothesen untersuchen zu müssen (**Joint Hypothesis Problem**).[300] Um zu klären, ob der Markt alle Informationen richtig und vollständig reflektiert, ist zunächst mittels eines geeigneten Preiserwartungsmodells ein Referenzwert zu bestimmen.[301] Bei Abweichung von Theorie und empirischem Ergebnis ist daher kein Rückschluss möglich, ob das verwendete Preiserwartungsmodell, die Effizienzthese oder beides abgelehnt werden muss.[302] Die Informationseffizienz kann somit nicht unabhängig vom Modell getestet werden. May bezeichnet daher auch richtigerweise die Wahl des Preiserwartungsmodells als „methodologische Vorentscheidung“[303]. Auf einzelne Preiserwartungsmodelle wird an späterer Stelle in Abschnitt 5.3.3.2 detailliert eingegangen.

Die meisten empirischen Arbeiten zur Informationseffizienz konzentrieren sich auf die Überprüfung gemäß der von Fama eingeführten Struktur. Die nach Fama

---

297 Vgl. Kyle (1985), S. 1329-1331; vgl. auch Hax (1998), S. 81; O’Hara (1995), S. 77-88.

298 Vgl. Neumann/Klein (1982), S. 171f.; Müller (1992), S. 22; Klein (1999), S. 120. Vgl. auch für eine Zusammenstellung weiterer Varianten der Informationseffizienz: Sapusek (1998), S. 31-35.

299 Vgl. Sattler (1994), S. 14.

300 Vgl. exemplarisch zur Joint-Hypothesis-Problematik Copeland/Weston (1992), S. 350-352

301 Vgl. Hauser (2003), S. 47; Pietzsch (2004), S. 25; Sattler (1994), S. 15; May (1993), S. 49f.; Neumann/Klein (1982), S. 175.

302 Vgl. Sattler (1994), S. 15.

303 Vgl. May (1993), S. 50.

schwache Form der Informationseffizienz wird dabei mittels Filterregeln,[304] Autokorrelationstests,[305] kurz- und langfristigen Renditezeitreihen sowie Handelsstrategien[306] überprüft. Der Markt wird dann als schwach informationseffizient angenommen, wenn die untersuchten Handelsstrategien zu keinen systematischen Überrenditen gegenüber einer Buy-and-Hold-Strategie führen.[307]

Ältere Untersuchungen kommen insgesamt zu dem Ergebnis, dass die aus vergangenen Kursen abgeleiteten Anlagestrategien nach Berücksichtigung von Transaktionskosten keine systematischen Gewinne ermöglichen. In jüngeren Arbeiten seit Ende der 70er-Jahre wurden jedoch verstärkt unterschiedliche Anomalien diskutiert, die mit der Effizienzhypothese unvereinbar sind.[308] Hierzu zählen saisonale Anomalien wie der Januareffekt[309], der Montagseffekt,[310] der Turn-of-the-Month-Effekt oder auch der Monatswechseleffekt. Auch konnten zahlreiche Kennzahlenanomalien (Buchwert-Marktwert-Effekt[311], KGV-Effekt,[312] Small-Firm-Effekt[313]) ebenso wie Entscheidungsanomalien, Informationswahrnehmungs- und -verarbeitungsanomalien beobachtet werden.[314] Hinsichtlich der Interpretation hat sich bislang noch keine einheitliche Meinung herausgebildet. Da jedoch die beobachteten Effekte im Zeitablauf nicht stabil zu sein scheinen,[315] teilweise nach Bekanntwerden nicht mehr auftreten und entsprechende mit der Effizienzhypothese

---

304 Vgl. Spremann (2000), S. 1103.

305 Vgl. exemplarisch Fama/French (1988); Lo/MacKinlay (1988); Granger/Morgenstern (1963), S. 186; Granger/Morgenstern (1970), S. 108.

306 Vgl. für die Überprüfung von Handelsstrategien für den deutschen Kapitalmarkt in Mühlbrandt (1978), S. 183ff.

307 Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 351.

308 Vgl. für einen Überblick der Unvereinbarkeiten mit der Informationseffizienzhypothese Malkiel (1995), S. 549ff.

309 Dieser Effekt besagt, dass im Januar überdurchschnittlich hohe Renditen beobachtet werden können. Vgl. Frantzmann (1989), S. 76ff.; vgl. für Übersicht der empirischen Arbeiten Hauser (2003), S. 56f.

310 Dieses auch als Day-of-the-week-Effekt beschriebene Phänomen besagt, dass die von Freitag auf Montag erzielten Renditen regelmäßig unter dem Wochendurchschnitt, die Freitagsrenditen regelmäßig über dem Wochendurchschnitt liegen. Vgl. Frantzmann (1987), S. 613; Wilkens/Müller-Schotte (1998), S. 10.

311 Der Buchwert-Marktwert-Effekt geht von einem positiven Zusammenhang von Buchwert-Marktwert-Verhältnis und Aktienrenditen aus. Vgl. Roßbach (2001), S. 8.

312 Der KGV-Effekt geht von einem negativen Zusammenhang zwischen Aktienrenditen und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis desselben Unternehmens aus. Vgl. Roßbach (2001), S. 8-14 Wilkens/Müller-Schotte (1998), S. 24.

313 Der Small-Firm-Effekt, auch Firm-Size-Effekt genannt, beschreibt das Phänomen, dass in zahlreichen Studien für kleinere Unternehmen hohe positive Überrenditen festgestellt wurden. Vgl. Wilkens/Müller-Schotte (1998), S. 20; Constantinides (1988), S. 123ff.

314 Vgl. Roßbach (2001), S. 8ff; Wallmeier (2001), S. 1793; Shefrin (1989), S. 1693-1695; Dimson (1988), S. 1ff.

315 Vgl. Shleifer (2000), S. 18f. Sowohl der Small-Firm-Effekt als auch der Januar-Effekt scheinen in den letzten 15 Jahren verschwunden zu sein. Vgl. auch Sattler (1994), S.122-124.

vereinbare Begründungen[316] für die Anomalien gefunden wurden, scheint eine endgültige Verwerfung der schwachen Form der Informationseffizienz verfrüht.[317] Dieses gilt um so mehr,[318] da die Ergebnisse sensitiv im Hinblick auf die Untersuchungszeiträume und weitere Modellannahmen sind.[319]

Die halbstrenge Form der Informationseffizienz fordert, dass alle öffentlich zugänglichen Informationen bei Bekanntgabe[320] in den Wertpapierpreisen eskomptiert werden.[321] Als wirkungsvollste Methodik zur Überprüfung der **halbstrengen Form der Informationseffizienz** gelten dabei die so genannten Ereignisstudien (Event Studies).[322] So vertreten Brown/Warner die Auffassung, dass „[…] Event studies provide a direct test of market efficiency […]“[323]. Den Ausgangspunkt für Ereignisstudien stellt die Veröffentlichung neuer unternehmensspezifischer Ereignisse dar. Die unternehmensspezifischen Ereignisse werden dabei von May in quantitative und qualitative Ereignisarten unterteilt.[324] Zur erstgenannten Kategorie zählen Berichtsinformationen sowie die Bekanntgabe von Gewinnen oder Dividenden, Kapitalveränderungen (Splits, Kapitalerhöhung, Gratisaktien) oder auch Großaufträgen. Qualitative Unternehmensereignisse behandeln hingegen Ankündigungen zur Unternehmensstrategie (Übernahmen, Des-/Investitionen), die Bekanntgabe von Analystenmeinungen oder auch Veränderungen des Managements. Im Zuge der Ereignisveröffentlichung werden neue bewertungsrelevante Informationen bekannt gegeben, die entsprechend die Erwartungen der Investoren verändern und eine Kursreaktion auslösen können.[325] Ereignisstudien messen in diesem

---

316 Zu den Begründungen der Anomalien zählen insbesondere Risikofehleinschätzungen (relevant beim KGV- und Dividend-yield-Effekt), die Modellfehleinschätzungen sowie Konkurs- und Liquiditätsrisiken, die mit einzelnen Effekten korrelieren. Vgl. Sattler (1994), S. 122-132.

317 Vgl. exemplarisch Peters (1987), S. 14; Keller (1992), S. 50 für den deutschen Kapitalmarkt sowie Fama (1991) für den US-amerikanischen Markt.

318 Vgl. Behrens (1997), S. 86.

319 Vgl. Beiker (1993), S. 463; Hauser (2003), S. 58; Pietzsch (2004), S. 24; Wichels (2002), S. 56; Sattler (1994), S. 122f.

320 Als Einwand gegenüber der Informationseffizienz werden teilweise größere Aktienmarktcrashs genannt. Mitchell/Netter (1989), S. 37-68 zeigen in diesem Zuammenhang für den Aktienmarktcrash im Jahre 1987, dass dieser auch auf ein fundamentales ökonomisches Ereignis, einer Veränderung in den steuerlichen Voraussetzungen, zurückgeführt werden kann.

321 Vgl. Müller (1992), S. 30ff.

322 Vgl. Fama/Fischer/Jensen/Roll (1969), S. 1-21 für eine der ersten und bekanntesten Ereignisstudien. Vgl. exemplarisch für Ereignisstudien, die sich mit dem deutschen Kapitalmarkt beschäftigen Oerke (1999), S. 13; Klein (1999), S. 113.

323 Brown/Warner (1980), S. 205. Vgl. auch Fama (1991), S. 1602: „Event studies are the cleanest evidence we have on efficiency […]“.

324 Vgl. May (1991), S. 314.

325 Denkbare Reaktionen sind neben der zeitnahen Reaktion auf das Ereignis auch eine Über- und Unterreaktion sowie frühe bzw. verspätete Reaktionen. Vgl. Mandelker (2001), S. 13-19.

Zusammenhang, wie umfangreich und schnell der Kapitalmarkt die neuen Informationen verarbeitet.[326] Die empirischen Untersuchungen kommen insgesamt zu sehr heterogenen Ergebnissen im Hinblick auf die Informationseffizienz.[327] So können Keown/Pinkerton für den Fall von Fusionen zeigen, dass die Preisanpassung in Höhe der Übernahmeprämie im Durchschnitt innerhalb von einem Tag nach Bekanntgabe der Fusionsabsicht stattfindet.[328] Weitere Evidenz im Hinblick auf die Schnelligkeit der Preisanpassung liefern darüber hinaus Patell/Wolfson. Die letztgenannten Autoren haben herausgearbeitet, dass der größte Teil der Preisanpassung im Fall von Gewinn-/Dividendenveröffentlichungen innerhalb von fünf bis zehn Minuten nach der Bekanntgabe auftritt.[329] Im Gegensatz hierzu stellen Bernhard/Thomas und Ball/Kothari/Watta einen Kursdrift im Anschluss an verschiedene Ereignisveröffentlichungen (Post-announcement-drift) fest;[330] auch konnten verspätete Kursreaktionen auf die Ankündigung von Gewinn- und Kapitalerhöhungen in den Tagen nach der Informationsbekanntgabe beobachtet werden.[331] In diesem Kontext besteht zudem einige Evidenz, dass die Unternehmensgröße einen Einfluss auf die Anpassungsgeschwindigkeit hat. So kommt Schmidt zu dem Ergebnis, dass insbesondere bei wenig publizitätsfreudigen, kleineren Unternehmen eine Kursanpassung erst nach Bekanntgabe der neuen Informationen erfolgt.[332] Defeo stellt zudem fest, dass die Reaktionsperiode für kleinere Unternehmen später beginnt und kürzer andauert im Vergleich zu größeren Unternehmen.[333] Verschiedene Anomalien[334] erschweren zudem die Arbeit mit Ereignisstudien.[335] In seiner zusammenfassenden Darstellung weist Eichinger dar-

---

326 Vgl. exemplarisch zur Überprüfung der mittelstrengen Form der Informationseffizienz Brealey/Myers (2003), S. 551ff.; Fama/Fischer/Jensen/Roll (1969), S. 1-21; Werner (1999), S. 13ff.;; Müller (1992), S. 32.

327 Vgl. für eine sehr gute Übersicht zu den verschiedenen Ereignisstudien zur Überprüfung der mittelstrengen Form der Informationseffizienz findet sich bei Werner (1999), S. 51ff.; May (1991), S. 315ff.; Hauser (2003), S. 61ff.

328 Vgl. Keown/Pinkerton (1981), S. 866. Die Stichprobe beträgt 101 Unternehmen.

329 Vgl. Patell/Wolfson (1984), S. 223-252. Vgl. auch Brealey/Myers (2000), S. 359f.

330 Vgl. für Evidenz zum Post-announcement-drift Ball/Brown (1968), S. 159ff.; Bernhard/Thomas (1989), S. 1-36; Ball/Kothari/Watts (1990), S. 1ff.

331 Vgl. für verspätete Kursreaktionen auf die Gewinnbekanntgabe Bernhard/Thomas (1990), S. 305ff. vgl. für verspätete Kursanpassungen bei Veröffentlichung von Kapitalerhöhungen Padberg (1995), S. 161.

332 Vgl. Schmidt (1971), S. 252; vgl. auch May (1993), S. 57.

333 Vgl. Defeo (1986), S. 350.

334 Vgl. für den Einfluss des so genannten Size-Effektes auf die Durchführung von Ereignisstudien Lakonishok (1988), S. 215ff. Vgl. für den Einfluss des Small-Firm-Effektes auf Ereignisstudien Dimson/Marsh (1988), S. 220ff.

335 Ein weiteres methodisches Problem stellt die Unkenntnis des genauen Veröffentlichungszeitpunktes dar. Vgl. hierzu Müller (1992), S. 31f.

auf hin, dass sich für den deutschen Kapitalmarkt ein insgesamt gemischtes Bild im Hinblick auf die halbstrenge Form der Informationseffizienz ergibt.[336]

Um die **strenge Form der Informationseffizienz** zu überprüfen, wird der Anlageerfolg von Gruppen beleuchtet, denen ein potenzieller Zugang zu privaten Informationen zugetraut wird.[337] Diese Art der empirischen Überprüfung wird daher auch als Test auf private Informationen (Test for Private Information) bezeichnet.[338] Hintergrund zu diesen Tests bildet die Annahme, dass beim Vorliegen der strengen Form der Informationseffizienz niemand in der Lage sein sollte, systematische Überrenditen zu erreichen.[339] Als Personengruppen, die einen möglichem Zugang zu privaten, monopolistischen Informationen haben, identifiziert Fama Unternehmensinsider, professionelle Investmentmanager und Finanzanalysten.[340] Im Hinblick auf die erstgenannte Gruppe der Unternehmensinsider besteht in der Literatur weitgehende Einigkeit dahingehend, dass diese über Informationen verfügen, die nicht in den Preisen reflektiert werden.[341] Exemplarisch hierfür seien an dieser Stelle die Arbeiten von Seyhun sowie von Jaffe genannt, die beide zu dem Ergebnis kommen, dass Unternehmensinsider systematische Überrenditen erzielen.[342] Auch die Untersuchung von Friedrich et al. findet systematische Überrenditen bei Börsentransaktionen des Managements, die vor der Bekanntgabe der Quartalsberichte getätigt werden.[343] Diese Ergebnisse widersprechen damit der strengen Form der Informationseffizienz.

Kontrovers diskutiert werden hingegen die Ergebnisse im Hinblick auf die Performance von professionellen Investmentfonds. Während sehr frühe Studien von Jensen zu dem Ergebnis gelangen, dass professionell gemanagte Fonds schlechter als der Markt abschneiden,[344] konnten Studien von Hendrickson und Chang/Lewellen eine nach Transaktionskosten nur triviale Abweichung von der Sharpe-Lintner-

---

336 Vgl. Eichinger (2001), S. 74. Vgl. auch zu Untersuchungen, die die schwache Form der Informationseffizienz ablehnen Brandi (1977); Seeger (1998); Bollinger (1999); Schulz (1972). Dabei untersuchten die letzten beiden Autoren den Einfluss von Kapitalerhöhungen. Vgl. für eine Diskussion der Aktienmarkteffizienz im Hinblick auf Ereignisstudien Garz (2004).

337 Vgl. Fama (1991), S. 1603-1607; Wichels (2002), S. 56ff.; Brealey/Myers (2003), S. 354; Behrens (1997), S. 84; Hauser (2003), S. 74ff.; Müller (1992), S. 32; Eichinger (2001), S. 74-76.

338 Vgl. für die Bezeichnung „Test for private Information“ Fama (1991), S. 1577.

339 Vgl. Hauser (2003), S. 74; Fama (1970), S. 383.

340 Vgl. Fama (1991), S. 1603ff.

341 Vgl. Fama (1991), S. 1603; Behrens (1997), S. 84.

342 Vgl. Seyhun (1986), S. 189ff.; Jaffe (1974), S. 410ff.

343 Vgl. Friedrich et al. (2000), S. 1ff.

344 Vgl. Jensen (1968), S. 389; Jensen (1969), S. 244.

Marktlinie feststellen.[345] Ippolito kommt ebenfalls unter Anwendung der Sharpe-Lintner-Methodik zu dem Ergebnis, dass Aktienfonds risikoadjustierte Überrenditen erwirtschaften.[346] Im Gegensatz hierzu weisen Elton et al. nach, dass die Performancebewertung sehr stark abhängig von der verwendeten Methodik ist.[347] Mit Hilfe des von ihnen vorgeschlagenen Dreifaktormodells finden sie für die von Ippolito untersuchte Zeitperiode eine negative Performance der Aktienfonds.[348] Auch die Untersuchung von Malkiel, welche zusätzlich für den so genannten „Survivorship Bias" adjustiert, kommt zu dem Ergebnis, dass nach Transaktionskosten keine Überrenditen durch Aktienfonds erzielt werden können.[349] Speziell für den deutschen Markt stellen Lerbinger, Seeger und Theissen/Greifzu fest, dass Investmentfonds schlechter als der Markt abschneiden.[350] In der Breite scheint sich die Erkenntnis durchzusetzen, dass Investmentfonds keine höheren Renditen als die Marktrendite erzielen. Insgesamt ist jedoch Fama zuzustimmen, dass aufgrund der beschriebenen methodischen Probleme keine weitreichenden Folgerungen im Hinblick auf die strenge Form der Informationseffizienz berechtigt erscheinen.[351] Zudem weist Eichinger richtigerweise darauf hin, dass Aktienfonds starken Anlagebeschränkungen unterliegen, welche die optimalen Anlagemöglichkeiten begrenzen und damit auch den Test auf private Informationen mit Hilfe von Investmentfonds weniger geeignet erscheinen lässt.[352]

Dass Fama die Finanzanalysten als dritte Gruppe mit potenziellem Zugang zu privaten Informationen benennt, scheint derzeit im Zuge einer tendenziell immer

---

345 Vgl. Hendricksson (1984), S. 73-96; Chang/Lewellen (1984), S. 57-72.

346 Vgl. Ippolito (1989), S. 1-23, findet, dass die Fondsrenditen nach jährlichen Ausgaben im Durchschnitt 0,83 Prozent pro Jahr über der Sharpe-Lintner-Marktlinie liegen.

347 Vgl. Elton et al. (1991), S. 1ff.

348 Bei Übertragung der Methodik auf Pensionskassen und Stiftungsfonds gelangen verschiedene Studien ebenfalls zu einer negativen Performanceeinschätzung. Vgl. hierzu exemplarisch Brinson/Hood/Beebower (1986), S. 39ff für die negative Performance (relativ zum Benchmark-Portfolio) von Pensionskassen. Vgl. Berkowitz/Finney/Logue (1988) für Hinweise auf eine negative relative Performance der Stiftungsfonds.

349 Vgl. Malkiel (1995), S. 571: Survivorship Bias bezeichnet in diesem Zusammenhang die Verzerrung, die sich ergibt, wenn nur die überlebenden (und i.d.R. besser performenden) Aktienfonds zur Renditeberechnung hinzugezogen werden.

350 Vgl. Lerbinger (1984); S. 65; Seeger (1998), S. 37; Theissen/Greifzu (1998); Eichinger (2001), S. 76.

351 Vgl. Fama (1991), S. 1608, weist auf das Joint-Hypothesis-Problem als große methodische Schwierigkeit hin. Im Original: "[…] because of the joint-hypothesis problem and the rather weak state of the evidence for different asset-pricing models, strong inferences about market efficiency for performance evaluation tests are not warranted.". Vgl. auch Lerbinger (1984), S. 70; Behrens (1997), S. 84.

352 Vgl. Eichinger (2001), S. 76.

strengeren Gesetzgebung mehr denn je diskussionswürdig.[353] Ohne den ausführlichen Ausführungen in Kapitel 4.2 vorgreifen zu wollen, sei an dieser Stelle nur erwähnt, dass die Empfehlungen von Finanzanalysten überwiegend zu statistisch signifikanten, wenngleich kleinen Überrenditen führen.[354] Die Mehrheit der Arbeiten speziell zum Value-Line-Investment-Survey und zur Heard-on-the-Street-Kolumne kann eine Preisreaktion bei der Veröffentlichung der jeweiligen Empfehlungen nachweisen.[355] Eine Reihe von Autoren betont jedoch die schwächere Performance der Finanzanalysten in den letzten Jahren,[356] in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße sowie speziell für den deutschen Kapitalmarkt.[357] Insgesamt scheint daher eine Outperformance von Strategien, die Anlageempfehlungen von Finanzanalysten folgen, zumindest nicht unumstritten.

Im Ergebnis ist dem Resumee Behrens zuzustimmen, dass in der Praxis die „[…] private Information oder zumindest die Profitmöglichkeit aus privater Information in realen Aktienmärkten selten […]“[358] ist.

2.4.3 Einordnung der Finanzanalystentätigkeit und der Sekundärinformationen in die Konzeptionen der Informationseffizienz

In einem nach Fama streng oder vollkommen informationseffizienten Kapitalmarkt existieren homogene Erwartungen unter den Investoren; weiterhin stehen alle Informationen sämtlichen Kapitalmarktteilnehmern jederzeit kostenlos zur Verfügung.[359] Da folglich bereits alle Informationen kostenlos in den Preisen eskomptiert sind, ist gemäß dem Famaschen Modellkonstrukt auch keine aufwendige Finanzanalysetätigkeit notwendig oder sinnvoll. So besteht in diesem Konstrukt für Finanzanalysten in Ermangelung einer adäquaten Kompensation kein Anreiz, Kosten für aufwendige Informationsaktivitäten aufzuwenden.[360] Dieses als Informationsparadoxon bekannte Phänomen beschäftigt sich dabei mit dem Zwiespalt, dass Informationen einerseits nicht unverzüglich reflektiert werden können,

---

353 Vgl. zu jüngsten regulatorischen Verschärfungen im Hinblick auf Einzelgespräche mit dem Management Zuckerman/Portanger (2004), S. A1.

354 Vgl. Behrens (1997), S. 84.

355 Vgl: exemplarisch für Preisreaktionen zum Veröffentlichungstag: Stickel (1985); Davies/Canes (1978); Liu/Smith/Syed (1990).

356 Vgl. Hulbert (1990), S. 316, weist auf eine schwächere Performance des Value-Line-Investment-Survey ab dem Jahr 1983 hin.

357 Vgl. Pieper/Schiereck/Weber (1993), S. S. 487-505; Röckemann (1994), S. 819ff.

358 Behrens (1997), S. 85.

359 Vgl. zu den Prämissen Achleitner (2000), S. 45f.

360 Vgl. Fama (1970), S. 383ff.; Sattler (1994), S. 8f.

sofern andererseits für die Marktteilnehmer keine Anreize zur Finanzanalyse bestehen.[361] Während mithin in einem streng informationseffizienten Kapitalmarkt Analystenempfehlungen keinen Einfluss haben sollten, da bereits sämtliche relevanten Informationen in den Preisen reflektiert werden ist bei der halbstrengen Form der Informationseffizienz ein Einfluss von Analystenempfehlungen auf die Kurse denkbar, sofern sofern durch den Analysten neue bewertungsrelevante Informationen veröffentlicht werden. Allerdings sollten diese Informationen bereits im Rahmen der ersten Verbreitung dieser Informationen in den Preisen reflektiert werden. Die sekundäre Verbreitung von Analystenempfehlungen sollte auch in der halbstrengen Form der Informationseffizienz keine Kurswirkung erzielen.

Insbesondere die Prämisse einer kostenlosen, umfassenden Informationsversorgung ist Ausgangspunkt zahlreicher Kritik und kann in der Praxis nicht aufrecht erhalten werden. Erweiterte Modellkonstrukte, die auf einer kostenpflichtigen Informationsbeschaffung basieren, gehen davon aus, dass mittels der Finanzanalyse Profite erwirtschaftet werden können, die für den zusätzlichen Informationsaufwand kompensieren.[362] Infolge des Kompensationselementes wird die Finanzanalystentätigkeit in den Modellen von Grossmann/Stiglitz, Neumann/Klein und Hellwig zu einem rationalen und erklärbaren Verhalten.[363] Insbesondere der letztgenannte Autor konstruiert einen vielversprechenden Ansatz, in dem sich der Kapitalmarkt durch die Informationsaktivitäten der Analysten der Informationseffizienz annähert.[364]

Die Marktwirkung der Analystenempfehlungen erklärt sich dabei durch die besondere Expertise der Analysten in der Informationsproduktion sowie den besseren Zugang der Analysten zum Top-Management. Laut der so genannten Mosaiktheorie besteht darüber hinaus die Möglichkeit, dass Analysten durch die geschickte Kombination von öffentlich verfügbaren Informationen mit nicht-materiellen, nicht-öffentlichen Informationen zu Schlüssen gelangen, die denen der Insiderinformationen gleichkommen. In der Folge ist von einer entsprechenden Wirkung bei Veröffentlichung auszugehen.[365]

---

361 Vgl. Stephan (1998), S. 240; Klein (1999), S. 118; Wilkens/Müller-Schotte (1998), S. 4.

362 Die Profite mögen dabei unter anderem auch mit dem besonderen Zugang der Analysten zum Management und besonderer Expertise in der Informationsproduktion zusammenhängen.

363 Vgl. zu den erweiterten Konzepten der Informationseffizienz: Grossmann/Stiglitz (1976), S. 404ff.; Hellwig (1982), S. 1ff.; Neumann/Klein (1982), S. 170ff. Vgl. auch Abschnitt 2.4.1.2.

364 Vgl. Hellwig (1982), S. 26; Hauser (2003), S. 47; Sattler (1994), S. 13.

365 Vgl. zur Mosaiktheorie: Von Rosen/Gerke (2001), S. 39.

Ein entscheidendes Kriterium für die Beurteilung der Informationseffizienz stellt der Umfang und die Schnelligkeit der Informationsverarbeitung dar.[366] Im idealisierten Fall eines vollständig informationseffizienten Kapitalmarktes nach Fama wird von einer korrekten und unverzüglichen Reflexion neuer Informationen in den Preisen ausgegangen. Unverzüglich bedeutet in diesem Zusammenhang, dass jene Investoren, die eine Neuigkeit relativ spät beispielsweise durch die Tageszeitungen erhalten, nicht mehr von der Information profitieren können.[367] Hieraus ergibt sich für sekundär verbreitete Analystenempfehlungen die Implikation, dass diese gemäß der Famaschen Effizienzkonzeption keine Marktwirkung mehr aufweisen sollten.

Im Gegensatz hierzu erscheint die Marktwirkung von Sekundärinformationen nach den modifizierten Modellen der Informationseffizienz eher plausibel.[368] Eine besondere Aufmerksamkeit verdient in diesem Zusammenhang das Konzept von Neumann/Klein. Die letztgenannten Autoren vertreten die Auffassung, dass die Verfügbarkeit von Informationen in hohem Maße von den Grenzkosten der Beschaffung abhängt. Je höher die Grenzkosten der Informationsbeschaffung für bestimmte Informationen ausfallen, desto kleiner der Kreis der informierten Investoren. Diesem Gedankengang folgend ist die Verfügbarkeit von Analystenempfehlungen anfangs noch sehr stark eingeschränkt, da der Informationszugang regelmäßig direkt oder indirekt mit höheren Kosten verbunden ist.[369] In diesem Zusammenhang stellt Reuter insbesondere für Kleinanleger einen generellen Informationsnachteil fest.[370] Individuelle Anlegerpräferenzen und Diversifikationsaspekte können ferner dazu führen, dass die Analystenempfehlungen durch die limitierte Anzahl informierter Investoren zunächst nicht vollständig ausgenutzt werden. Es kann daher eine (Rest-)Reaktion verbleiben, sobald die Analystenempfehlungen (zu Grenzkosten nahe Null) in einem öffentlichen Medium wie dem Rundfunk, Fernsehen oder auch Zeitungen (zentral veröffentlichte Informationen)

366 Vgl. exemplarisch zur Überprüfung der mittelstrengen Form der Informationseffizienz Brealey/Myers (2003), S. 551ff.; Müller (1992), S. 32.

367 Vgl. Shleifer (2000), S. 5, der die theoretischen und empirischen Implikationen der Informationseffizienz und deren Probleme aufzeigt.

368 Im Folgenden soll nicht dem Abschnitt 4.3 vorgegriffen werden, weshalb nur Erklärungsvarianten zur Wirkung der Sekundärinformationen behandelt werden, die im Zusammenhang mit den modifizierten Konzepten der Informationseffizienz stehen.

369 Die Möglichkeit besteht, dass die Researchleistungen des Analysten durch direkte Zahlungen kompensiert werden oder indirekt über so genannte Soft-Dollar-Kommissionen.

370 Vgl. Reuter (1980), S. 231-236.

veröffentlicht werden und damit sämtlichen Kapitalmarktteilnehmern zur Verfügung stehen.[371]

Auch das Modell der Informationseffizienz von Hellwig liefert weitere Erklärungsansätze im Hinblick auf die Wirkung von Sekundärinformationen. Gemäß Hellwig kann zwischen einerseits informierten Kapitalmarktteilnehmern, die Informationskosten für ihre Informationsaktivitäten aufgewandt haben, und andererseits uninformierten Kapitalmarktteilnehmern differenziert werden.[372] Es wird davon ausgegangen, dass die letztgenannte Gruppe der uninformierten Kapitalmarktteilnehmer erst mit einer Zeitverzögerung Zugang zu den Informationen erhält.[373] Die Schnelligkeit der Informationsverarbeitung bestimmt sich dabei durch das Verhältnis von informierten zu uninformierten Kapitalmarktteilnehmern.[374] Folglich kann eine sehr geringe Anzahl informierter Kapitalmarktteilnehmer dazu führen, dass eine Information nur mit größerer zeitlicher Verzögerung in den Preisen reflektiert wird.[375] Hellwig geht davon aus, dass neben den ursprünglichen, bereits in der Ausgangsperiode informierten Investoren in jeder weiteren Zeitperiode mehr Investoren Zugang zu diesen Informationen erhalten.[376] Eine Marktreaktion findet im Modell von Hellwig statt, sobald eine ausreichende Anzahl von Investoren hinreichend informiert ist und in der Folge ein Marktsignal ausgelöst wird. Unter der Annahme, dass erst durch die öffentlichkeitswirksame Publikation eine ausreichende Menge von Investoren informiert wird, liefert das Hellwigsche Modell somit einen Erklärungsansatz für die zeitlich nachgelagerte Reaktion einer Sekundärinformation. Wobei Hellwig streng genommen von einer einzigen (verzögerten) Reaktion ausgeht.[377]

Insgesamt ist festzustellen, dass ein streng und halbstreng informationseffizienter Kapitalmarkt im Sinne Famas unvereinbar mit der Finanzanalystentätigkeit sowie

---

371 Formal liegt bei Reflexion aller zentral veröffentlichten Informationen in den Preisen ein schwach informationseffizienter Kapitalmarkt vor. Vgl. Stephan (1998), S. 244ff.; Neumann/Klein ((1982), S. 170ff.

372 Vgl. Hellwig (1982), S. 3-8; Hauser (1998), S. 46.

373 Vgl. Hellwig (1982), S. 3-13.

374 So ist die Länge der Zeitverzögerung proportional zur Anzahl der informierten Kapitalmarktteilnehmer. Vgl. Stephan (1998), S. 265; Hellwig (1982), S. 3-13.

375 Vgl. Hellwig (1982), S. 3ff.; Stephan (1998), S. 264f. Zusätzlich mögen Anlegerpräferenzen oder Diversifikationsgesichtspunkte dazu beitragen, dass informierte Investoren eine Information nicht gänzlich ausnutzen und diese entsprechend auch nicht vollständig reflektiert wird.

376 Vgl. Stephan (1998), S. 264; Hellwig (1982), S. 12-14.

377 Vgl. Hellwig (1982), S. 12ff.

einer Wirkung von Sekundärinformationen ist. Im Gegensatz hierzu gestatten die modifizierten Modelle der Informationseffizienz größere Erklärungsspielräume.

2.5 Zwischenfazit

Das vorliegende zweite Kapitel legt die begrifflichen und theoretischen Grundlagen der Arbeit. Hierzu wurde zunächst der Begriff des Finanzanalysten näher bestimmt und im Hinblick auf die funktionale und institutionelle Einordnung abgegrenzt. Als Hauptuntersuchungsobjekt der Arbeit kristallisieren sich dabei die Sell-Side-Analysten heraus, die ihre Research-Ergebnisse an einen breiten Empfängerkreis, darunter auch Publikumsmedien, distribuieren und damit eine hohe Multiplikatorwirkung erzielen können. Eingehend beschrieben wurde in diesem Zusammenhang auch der Prozess der Wertpapieranalyse mit seinen drei wesentlichen Schritten der Informationsbeschaffung, -verarbeitung und -distribution. Während Buy-Side-Analysten primär Wert generieren, indem sie die Titelselektion ihrer Arbeitgeber direkt unterstützen,[378] wurde für Sell-Side-Analysten herausgestellt, dass diese insbesondere für die Transaktionsgenerierung im Wertpapierhandel und Konsortialgeschäft ein entscheidendes erfolgsbestimmendes Element darstellen. Als bedeutende Funktionen von Finanzanalysten konnte die Finanzintermediation sowie die Monitoring- und Marketing-Aufgabe identifiziert werden.

In der weiteren Folge wurde der Begriff der Primärinformation gegenüber der Sekundärinformation (Second-Hand-Information) abgegrenzt. Die Primärinformation bezeichnet die erste Verbreitung einer Information. Demgegenüber wird unter der Sekundärinformation die zweite, sekundäre Verbreitung von Informationen verstanden, wobei diese Informationen jeweils zuvor bereits ausgewählten Marktteilnehmern zugänglich gemacht wurden.[379] Im Hinblick auf Analystenempfehlungen wird deren Inhalt üblicherweise direkt nach Erstellung den besten Research-Kunden mitgeteilt und in elektronische Informationssysteme eingestellt. Für die zeitlich nachgelagerte Veröffentlichung in Tageszeitungen ist daher anzunehmen, dass es sich um die zweite Verbreitung handelt, womit die Bezeichnung Sekundärinformationen gerechtfertigt erscheint.

---

378 Vgl. Schulz (1999), S. 154f.; Hooke (1998), S. 22; Achleitner (2002), S. 669ff, 774ff.

379 Vgl. Albert/Smaby (1996), S. 59f.; Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 1.

Darüber hinaus wurden die besonderen Charakteristika des Analyseobjektes Wachstumsunternehmen herausgestellt.[380] Neben dem überdurchschnittlichen Wachstum sind diese regelmäßig durch eine höhere Branchendynamik, eine kürzere wirtschaftliche und rechtliche Existenz, einen erhöhten Kapitalbedarf sowie eine höhere Branchen- und Krisenanfälligkeit gekennzeichnet. Diese Faktoren bedingen ein besonderes Risiko-Rendite-Profil von Wachstumsunternehmen und lassen der professionellen Bewertung durch Finanzanalysen eine hohe Bedeutung zukommen. Ein Handelssegment, das sich speziell an innovative Wachstumsunternehmen richtete, stellte der privatrechtlich organisierte Neue Markt dar. Auch wenn der Neue Markt im Zuge der Neusegmentierung des deutschen Aktienmarktes geschlossen wurde, so haben doch seine Kernelemente im Regelwerk des Prime Standard und weiterer Nachfolgeindizes ihre Fortsetzung gefunden.[381]

Abschließend wurden die für die vorliegende Untersuchung wichtigen Modelle der Informationseffizienz vorgestellt. Gemäß der ersten richtungsweisenden Begriffsdefinition nach Fama werden im Falle der Informationseffizienz alle verfügbaren Informationen in den Preisen reflektiert.[382] Diese allgemeine Definition erfährt eine weitere Operationalisierung im Hinblick auf die berücksichtigte Informationsmenge, wodurch zwischen der schwachen, halbstrengen und strengen Form der Informationseffizienz differenziert wird. Die Famasche Konzeption der Informationseffizienz unterliegt zahlreichen strengen und daher auch stark kritisierten Annahmen.[383] Hierzu gehören die kostenlose Informationsbeschaffung und die homogenen Erwartungsbildung der Marktteilnehmer. Die Kritik an den Annahmen war Ausgangspunkt für die Entstehung weiterer modifizierter Konzepte der Informationseffizienz nach Grossmann/Stiglitz, Hellwig und Neumann/Klein, welche die Informationskosten explizit berücksichtigen und damit die Realität treffender abbilden.

Gemäß der Famaschen Konzeption streng informationseffizienter Kapitalmärkte mit einer unverzüglich Reflexion von Informationen in den Preisen besteht für Investoren kein Anreiz, sich in kostenbehafteten Informationsaktivitäten zu engagieren.[384] Diese sind jedoch Vorraussetzung für einen informationseffizienten

---

380 Vgl. Pietzsch (2004), S. 38.
381 Vgl. Deutsche Börse (2004c), S. 1; Deutsche Börse (2004e), S. 3-5; Pietzsch (2004), S. 17.
382 Vgl. Fama (1970), S. 383.
383 Vgl. Walker/Hatfield (1996), S. 14f.; Sattler (1994), S. 8f.; Fama (1970), S. 383ff.
384 Vgl. Shleifer (2000), S. 5ff.

Kapitalmarkt (Informationsparadoxon). Sowohl die Informationsaktivitäten der Finanzanalysten als auch die Wirkung von Sekundärinformationen sind im Ergebnis unvereinbar mit der Famaschen Konzeption strenger Informationseffizienz. Auch bei der nach Fama halbstrengen Form der Informationseffizienz sollten sekundär verbreitete Analystenempfehlungen keine Kurswirkung erzielen, da hierbei von einer sofortigen Verarbeitung neuer Informationen in den Kursen ausgegangen wird. Im Gegensatz hierzu eröffnen die modifizierten Modelle der Informationseffizienz, insbesondere Hellwig und Neumann/Klein, größere Erklärungsspielräume.

Bevor die ökonomischen Auswirkungen der Analystentätigkeit auf den Kapitelmarkt empirisch und theoretisch diskutiert werden, soll das nächste Kapitel zunächst ein grundlegendes Verständnis zum Hintergrund von Analysenzitaten und -empfehlungen in der Wirtschaftspresse erarbeiteten.

3 Analystenempfehlungen und -zitate in der Wirtschaftspresse aus empirischer Sicht

3.1 Hintergrund und Zielsetzung der Befragung

In den vorangegangenen Kapiteln ist deutlich geworden, dass die Ergebnisse der Research-Tätigkeit von Finanzanalysten nicht nur im Rahmen einer primären Verbreitung an die relevanten Investorengruppen weitergegeben, sondern auch sekundär - beispielsweise über die Wirtschaftspresse - verbreitet werden. Für diese sekundäre Verbreitung wurde in verschiedenen Studien eine Kapitalmarktwirkung festgestellt.[385] Bevor sich diese Arbeit jedoch der empirischen Untersuchung der Marktwirkung von sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen diskutiert, ist es zunächst sinnvoll, die Berichterstattung in den Wirtschaftsmedien zu Analystenempfehlungen/-zitaten einer systematischen Untersuchung zu unterziehen.

Ein besonderes Interesse kommt dabei der Berichterstattung in der Wirtschaftspresse, insbesondere den Tageszeitungen, zu. Für diese konnte laut Untersuchung des Medienforschungsinstitutes Medien Tenor[386] in den vergangenen Jahren ein starker Anstieg der Analystenempfehlungen und -zitate in deutschen Tageszeitungen beobachtet werden.[387] Wie der Anhang B illustriert, sind alleine die Analystenzitate zu DAX 30-Unternehmen in den Jahren 2000 bis 2003 um über 30 Prozent angestiegen.[388] Für die USA untersuchen, korrespondierend hierzu, Kuperman/Athavale/Eisner mit Hilfe einer Zeitreihenuntersuchung die Entwicklung der Analystenzitate zwischen 1990 und 2001. Die Autoren finden, dass ein signifikanter und wachsender Anteil von WSJ-Artikeln Analystenzitate verwendet;[389] besonders ausgeprägt ist diese Tendenz bei langen Artikeln (über 250 Wörtern).[390]

---

385 Vgl. zur Wirkung von sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen Kapitel 4 (bisherige Forschungsergebnisse und Erklärungsansätze) und Kapitel 6 (Ergebnisse der eigenen Ereignisstudie).

386 Beim Medien Tenor handelt es sich um ein Medienforschungsinstitut, das verschiedene Printmedien und neue Medien nach (laut Eigenangabe) wiss. Analysemethoden auswertet.

387 Für den Zeitraum vor dem Jahr 2000 wurden die Analystenzitate vom Medienforschungsinstitut Medien Tenor noch nicht für die gesamten DAX-Unternehmen erhoben. Um dennoch eine Vorstellung von der Entwicklung vor dem Jahre 2000 zu bekommen, zeigt der Anhang C exemplarisch die Analystenzitate von drei ausgewählter Unternehmen verschiedener Branchen von 1998 bis 2003 auf. Prinzipiell ist insbesondere im Vergleich zum Anfangsjahr 1998 ein ansteigender Trend der Analystenzitate zu beobachten, wenngleich die Daten für das betroffene Versicherungs- und Luftfahrtungernehmen durch die Ereignisse des Jahres 2001 nach oben verzerrt sein könnten. Vgl. auch den Anhang C, S. 329.

388 Vgl. Anhang B: Entwicklung der Analystenzitate über alle DAX 30-Unternehmen. Vgl. S. 329.

389 Die von Kuperman/Athavale/Eisner (2003), S. 77 durchgeführte OLS-Regressionsanalyse über den Anteil von WSJ-Artikeln mit Analystenzitaten (abhängige Variable) ergibt einen R^2-Wert von 0,63.

Unklar ist bislang allerdings, worauf der Zuwachs von Analystenzitaten zurückzuführen ist. Von besonderem Interesse ist daher, ob die **Ursache** für den starken Anstieg primär auf Journalisten oder Analysten zurückgeführt werden kann. Neben der **Motivation der Analysten** im Hinblick auf Medienkooperationen erscheint auch die Frage nach der **Rolle der Arbeitgeber** von Analysten in diesem Zusammenhang angebracht. Diese können den Medienkontakten ihrer Analysten unterstützend oder auch ablehnend gegenüberstehen und mit Hilfe von formellen oder informellen Regelungen entsprechend gestaltend eingreifen.

Um ein besseres Verständnis zur Informationsbeschaffung durch Finanzanalysten aufzubauen, werden darüber hinaus die durch Finanzanalysten verwendeten Informationsquellen diskutiert. Dabei fokussiert sich die Arbeit auf den bislang in der Literatur vernachlässigten Bereich der **sekundären Informationsquellen**. Ebenso ist bislang nur unzureichend erforscht, welche **Kriterien bei der Auswahl** von Analystenempfehlungen und -zitaten angesetzt werden; was mit anderen Worten also determiniert, ob eine bestimmte Empfehlung im Finanz- oder Wirtschaftsteil der Zeitungen Berücksichtigung findet oder nicht. Die Einschätzung der Analysten zur **Qualität der Berichterstattung** sowie zu möglichen **Verbesserungspotenzialen** in der Berichterstattung mag darüber hinaus wertvolle Hinweise auf Gestaltungsperspektiven eröffnen.

Eine Differenzierung der Ergebnisse nach **Sell-Side-** und **Buy-Side-Analysten** sowie im Hinblick auf den **geographischen Schwerpunkt der Analystenhäuser**, ein Indiz für die Größe des Unternehmens,[391] erlaubt darüber hinaus auch Gemeinsamkeiten und Unterschiede im Kommunikationsverhalten dieser verschiedenen Analystengruppen zu identifizieren.

Selektiv soll darüber hinaus auch Unterschieden im Hinblick auf die Berufserfahrung von Analysten Rechnung getragen werden. Die angestrebten Untersuchungs-

---

Unabhängige Variable ist der so genannte Zeit-Trend-Faktor, der einen positiven T-Wert von 8,98 erreicht.

390 Vgl. Kuperman/Athavale/Eisner (2003), S. 76-78.

391 Die Differenzierung nach dem geographischen Schwerpunkt beschreibt, ob die geographische Abdeckung eines Analystenhauses im Schwerpunkt auf globaler, europäischer, nationaler oder regionaler Ebene stattfindet. Vgl. zur geographischen Präsenz von Investment-Banken Achleitner (2002), S. 14f. Es ist zu vermuten, dass eine größere geographische Präsenz typischerweise auch mit einer höheren Größe des Research-Institutes einhergeht.

ziele betreffen dabei nicht nur einzelne Industrien, sondern sind branchenübergreifend von Bedeutung; die Studie ist deshalb sehr breit angelegt und wendet sich grundsätzlich an Finanzanalysten aller Branchen.[392]

Zusammenfassend durchleuchtet die vorliegende Studie folgende Bereiche der Berichterstattung zu Analystenempfehlungen und -zitaten:

- Qualität der Berichterstattung und Verbesserungsempfehlungen,
- Ausmaß und Motivation der Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten,
- Rolle des Arbeitgebers,
- Verwendung von sekundären Informationsquellen und
- Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen.

Hiermit wird das Ziel verfolgt, ein besseres Verständnis der Kommunikationsbeziehung zwischen Analysten und Wirtschaftsjournalisten zu schaffen, um auf dieser Referenzbasis anschließend die Marktwirkung von sekundär verbereiteten Analystenempfehlungen mit einem besseren konzeptionellen Verständnis zu diskutieren und zudem Implikationen für eine qualitativ hochwertige Kommunikation von Analystenergebnissen aufzuzeigen.

3.2 Stand der Forschung

In der vorliegenden Befragung zu Analystenempfehlungen und -zitaten in der Wirtschaftspresse wird eine Reihe von Themen diskutiert, die in dieser Zusammensetzung zuvor noch nicht in der Literatur behandelt wurden. Einzelne Teile der dargelegten Themenfelder werden gleichwohl bereits in verschiedenen Studien erörtert. In einer ersten Grobklassifizierung lassen sich diese Studien nach den zentralen Untersuchungsobjekten „Analysten“ und „Journalisten“ unterteilen. Inwiefern diese Untersuchungen auch die Schnittstellenbereiche zwischen Finanzanalyse und Journalismus berücksichtigen, gilt es im nachfolgenden Literaturüberblick zu klären.

Im Hinblick auf das Untersuchungsobjekt **Finanzanalysten** existieren drei mit der vorliegenden Untersuchung verwandte Themenfelder; diese betreffen die Bereiche

[392] Vgl. für eine Studie, welche speziell die Analysten der Automobilindustrie untersucht: Wichels (2002), S. 132.

Informationsbedürfnisse und -quellen, die Motivation und Zielgrößen der Analysten sowie die Wirkung von publizierten Analystenempfehlungen. Zur erstgenannten Gruppe sind die Untersuchungen von Belkaoui/Kahl/Peyrard, Arnold/Moizer, Moizer/Arnold, Previts et al. sowie Schering AG, Schulz und Wichels zu zählen, die sich allesamt mit den Informationsbedürfnissen und -quellen der Finanzanalysten beschäftigen.[393] Exemplarisch sei hier die Studie von Wichels näher ausgeführt, welche die Bedeutung verschiedener finanzieller und nicht-finanzieller Informationen, Kennzahlen und Informationsquellen für Finanzanalysten diskutiert.[394] Im Hinblick auf letztgenannte Informationsquellen zeigt Wichels, dass überwiegend die persönlichen freiwilligen Kommunikationsinstrumente wie Analystenkonferenzen, Einzelgespräche und Telefonkonferenzen eine hohe Bedeutung unter Analysten einnehmen.[395] Auch die Autoren Eberts und Arnold/Moizer setzten sich intensiv mit den von Analysten verwendeten Informationsquellen auseinander. So zeigen Arnold/Moizer die Wichtigkeit der rechnungslegungsorientierten Informationsquellen wie der Gewinn- und Verlustrechnung, der Zwischenberichterstattung und der Bilanz. Eberts betont demgegenüber in seiner sehr frühen Studie die hohe Bedeutung der Wirtschaftspresse als externe und des eigenen Archivs als interne Informationsquelle.[396]

Diesen Studien ist gemein, dass sie in erster Linie die vom Unternehmen stammenden, primären Informationsquellen und nur teilweise auch die sekundären, nicht vom Unternehmen stammenden Informationsquellen beleuchten. Dieses ist partiell darauf zurückzuführen, dass die primären Informationsquellen vom Unternehmen gestaltet und aktiv beeinflusst werden können und damit aus Investor-Relations-Gesichtspunkten heraus sehr interessant sind. In der Konsequenz folgt daraus jedoch, dass die sekundären, nicht vom Unternehmen stammenden Informationsquellen dabei zum Teil vernachlässigt werden und eine differenzierte Untersuchung der Bedeutung sekundärer Informationsquellen nicht stattfindet. Dies ist umso erstaunlicher, als Analysten selbst mit ihrer Informationsaufbereitung eine sekundäre Informationsquelle für andere Analysten und Investoren schaffen.

---

393 Vgl. zu Studien mit Fokus auf die Informationsbedürfnisse der Analysten: Belkaoui/Kahl/Peyrard (1977); Arnold/Moizer (1984); Moizer/Arnold (1984); Schering AG (1987); Schulz (1999); Wichels (2002); Previts et al. (1994).

394 Vgl. Wichels (2002), S. 149-157.

395 Vgl. Wichels (2002), S. 158f.

396 Vgl. Eberts (1986), S. 139-143; Arnold/Moizer (1984), S. 195-208. Vgl. auch Pike/-Meerjanssen/Chadwick (1993), S. 489-495, die Informationsquellen von Analysten der UK im Vergleich zu Analysten in Deutschland untersuchen.

Auch die Motivation, Zielgrößen und Anreizstrukturen der Finanzanalysten werden in verschiedenen Untersuchungen diskutiert.[397] Eine gute Übersicht zur relevanten Forschung dieses Bereiches findet sich bei Achleitner/Bassen/Pietzsch sowie bei Pietzsch.[398] An dieser Stelle soll nur selektiv auf bedeutendere Erkenntnisse im Hinblick auf das Zielsystem eingegangen werden. So heben speziell die beiden letztgenannten Arbeiten hervor, dass unter der Prämisse eigennutzenmaximierenden Handelns der Analysten die langfristige Maximierung der Kompensation für diese im Vordergrund steht. Zur Erreichung dieses monetären Oberziels können sowohl die Transaktionsgenerierung im Wertpapierhandel und Konsortialgeschäft als auch der Reputationsaufbau beitragen.[399] Ob ein Analyst in diesem Zusammenhang versucht, die Reputation und den Bekanntheitsgrad durch intensive Pressearbeit zu steigern oder welche sonstige Motivation er bei Gesprächen mit Medienvertretern verfolgt, bleibt in diesem Zusammenhang unberücksichtigt. Bisherige Konzepte zum Zielsystem von Analysten sind eher als übergreifende Modelle zu verstehen, welche Teilaspekte, wie die oben genannte Schnittstelle zur Wirtschaftspresse, in der Tendenz ausklammern.

Der dritte mit der Befragung verwandte Bereich des Untersuchungsobjektes Analysten betrifft die Studien zur Wirkung von publizierten Analystenempfehlungen. Ohne den ausführlichen Literaturüberblick zu diesem Thema in Kapitel 4 vorwegzunehmen, sei an dieser Stelle nur darauf hingewiesen, dass es sich bei diesen vorwiegend um sehr quantitative Untersuchungen handelt, die mittels den Methoden empirischer Kapitalmarktforschung (bspw. Ereignisstudien) versuchen, die Wirkung von Sekundärinformationen zu messen. Aspekte der Art und Weise der Berichterstattung über Analystenempfehlungen in den Medien[400] stellen dabei allerdings nur eine Nebenperspektive dar. Für ein umfassendes Verständnis der Schnittstelle Analystenempfehlungen und Wirtschaftsmedien ergibt sich daher die Notwendigkeit, die sehr quantitativen Ereignisstudien durch stärker qualitative Befragungen zu ergänzen, wie sie auch in diesem Kapitel vorgestellt werden.

---

397 Vgl. exemplarisch zu Überlegungen zum Zielsystem der Finanzanalysten: Rentsch (2000), S. 181; Cooper/Day/Lewis (2001), S. 384; Hax (1998), S. 129-135; Schadevitz (1999), S. 209; Teo (2000), S. 4f.

398 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 52-56; Pietzsch (2004), S. 49-58.

399 Vgl. Abschnitt 2.1.4 dieser Arbeit.

400 Hierzu gehören insbesondere auch Aspekte zur Qualität der Medienberichterstattung.

Hinsichtlich des Untersuchungsobjektes **Journalisten** besteht eine Reihe von Untersuchungen, die sich mit Fragen der journalistischen Qualität auseinandersetzen. Hierzu gehören z.B. Studien von Klein, Rager/Haase/Weber, Pütz, Horx/Wippermann oder auch Schröter.[401] Der letztgenannte Autor benennt beispielsweise verschiedene theoretische und praktische Grundlagen der journalistischen Qualität und diskutiert darauf aufbauend verschiedene Qualitätskriterien.[402] Hierbei handelt es sich jedoch zumeist um sehr breit angelegte, nicht auf ein spezifisches Themengebiet zugeschnittene Untersuchungen zur journalistischen Qualität. Eine spezielle Würdigung der Thematik Analystenempfehlungen in den Wirtschaftspresse lassen die oben genannten Untersuchungen vermissen. Auch in der von Kalt herausgegebenen Arbeit werden zwar verschiedene Schnittstellenthemen zwischen Wirtschaft und Medien aufgegriffen; darunter fällt jedoch nicht der hier behandelte Bereich der Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse. Zudem sind die Ausführungen des letztgenannten Werkes sehr stark, wenngleich nicht ausschließlich, durch die Praktikersicht bestimmt, die teilweise eine kritische Reflexion vermissen lässt.[403]

Die in Bezug auf Zielsetzung und Ansatz am ehesten mit der vorliegenden Untersuchung vergleichbare Studie stammt vom Medien Tenor. Dieser führte im Jahr 2003 eine Befragung unter 84 Wirtschaftsjournalisten durch. Dabei wurde auch Fragen der Berichterstattung zu Analystenzitaten und -empfehlungen nachgegangen. Gemäß der letztgenannten Umfrage stellen die Prominenz, der persönliche Kontakt, das Qualitätsranking und mit einigem Abstand auch die Kompetenz der Analysten die für Journalisten wichtigsten Auswahlkriterien von Analystenzitaten dar.[404] Insgesamt gaben mehr als zwei Drittel der befragten Journalisten an, Analystenaussagen aufzugreifen.[405] Diese Tatsache unterstreicht die Bedeutung der hier verfolgten Themenstellung. Gleichzeitig fokussiert sich die Untersuchung auf die Zielgruppe der Journalisten und lässt damit den wichtigen Bereich der analystenseitigen Motivation unbeachtet. Zudem beschränkt sich der Medien Tenor auf nur wenige Fragen, die der Komplexität der Thematik nur eingeschränkt gerecht werden.

---

401 Vgl. Klein (1999); Horx/Wippermann (1996); Weber/Rager (1994), S. 1-15; Pütz (1994), S. 21-25; Schröter (1995), S. 17-54; Schröter (1992).

402 Vgl. Schröter (1995), S. 17-54 (Grundlagen der journalistischen Qualität), S. 98-212 (für Qualitätskritierien).

403 Vgl. Kalt (1990), S. 175, 251-262.

404 Vgl. Medien Tenor (2003b), S. 37.

405 Vgl. Medien Tenor (2003a), S. 33-37; vgl. auch Medien Tenor (2003b), S. 37.

Vor diesem Hintergrund kann im Ergebnis festgehalten werden, dass die in der vorliegenden Befragung untersuchten Themenbereiche in dieser Zusammensetzung in der bisherigen Literatur noch nicht diskutiert wurden. Einzelne Teilaspekte der Befragung finden sich in Forschungsthemen wie den Informationsbedürfnissen und der Motivation von Finanzanalysten, der Wirkung von Sekundärinformationen oder der journalistischen Qualität wieder. Vielen der bisherigen Studien ist jedoch gemein, dass gerade die Schnittstelle von Wirtschaftsjournalismus und Finanzanalyse keine ausreichende Berücksichtigung findet. Es ergibt sich daher an dieser Stelle eine Forschungslücke, die in der vorliegenden Untersuchung aufgegriffen wird.

3.3 Aufbau der empirischen Untersuchung

3.3.1 Erhebungsverfahren und Konzeption der Untersuchung

Sowohl Expertengespräche als auch die standardisierte schriftliche Befragung sind generell denkbare **Erhebungsverfahren**. Dabei werden im Rahmen der letztgenannten schriftlichen Befragung mittels eines standardisierten Fragebogens subjektive Einflüsse des Interviewers, so genannte Interviewereffekte, vermieden.[406] So können die Befragten ohne Zeitdruck, ggf. unter Zuhilfenahme interner Informationsquellen, den Fragebogen beantworten. Wesentlich glaubwürdiger erscheint hierbei auch die Zusicherung der Anonymität.[407] Probleme bei der strukturierten schriftlichen Befragung sind jedoch im Hinblick auf den möglichen Komplexitätsgrad der Fragestellungen sowie hinsichtlich der abfragbaren Detailgenauigkeit möglich.[408] Ferner können Verständnisschwierigkeiten im Gegensatz zum persönlichen Experteninterview nicht sofort ausgeräumt werden; viele schriftliche Befragungen leiden zudem an einer hohen Ausfallquote. Unter Abwägung der Vor- und Nachteile erscheint jedoch die standardisierte schriftliche Befragung vor dem Hintergrund des hier verfolgten Untersuchungsziels und der Bedeutung einer angemessenen Validität der Ergebnisse vorteilhaft und wird daher als Datenerhebungsmethode gewählt.[409] Um zudem die Anfälligkeit für die letztgenannten

406 Vgl. Stier (1996), S. 186f.
407 Vgl. Schnell/Hill/Esser (1995), S. 368-372.
408 Vgl. Bassen (2002), S. 211f.
409 Vgl. zur Thematik der Validität der Ergebnisse: Manstead/Semin (1996), S. 96.

Schwierigkeiten der schriftlichen Befragung zu reduzieren, werden besondere Anforderungen an die Konzeption des strukturierten Fragebogens gestellt.[410]

Bei der **Konzeption** des Fragebogens war es erforderlich, in mehreren Schritten vorzugehen. Zunächst erfolgte eine Analyse der bestehenden Literatur zum Themengebiet der Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse. Im Anschluss wurde ein Interviewleitfaden entwickelt und darauf basierend umfangreiche Interviews mit Finanzanalysten, Kommunikationsberatern, Investor-Relations-Managern und Journalisten durchgeführt.[411] Aufbauend auf dem darin geäußerten Verständnis konnte ein erstes Fragebogengerüst erarbeitet werden.[412] Dieses Fragebogengerüst wurde nach Berücksichtigung von umfangreichen Verbesserungsvorschlägen am Lehrstuhl[413] so genannten **Pretests** unterzogen, bei denen mehrere Finanzanalysten den Fragebogen probehalber ausgefüllt haben. Dabei wurden sie jeweils gebeten, sämtliche Frageformulierungen auf ihre Verständlichkeit, Adäquanz, Suggestibilität und Stimmigkeit hin zu prüfen bzw. gegenzulesen; schließlich sollte der Fragebogen als Ganzes bewertet und die Motivation zur Beantwortung einzelner Fragen diskutiert werden.[414]

Bei der Formulierung und dem optischen Design des Fragebogens orientiert sich der Fragebogen an den Empfehlungen von Friedrichs, Atteslander, Schnell/Hill/-Esser sowie von Kirchhoff et al.[415] So wurden einleitend zunächst neben dem Thema der Befragung und deren Verwertungsziel auch die Forschungspartner genannt und die unbedingte Anonymität der Befragung zugesichert. Darüber hinaus hat die besondere Bedeutung der Einleitungsfrage Berücksichtigung gefunden,[416] indem diese nicht zu schwer und für die Zielgruppe eher interessant ausgestaltet wurde. Somit soll die Motivation zur Beantwortung geweckt und über den Fragebogen hinweg erhalten bleiben. Ferner wurden die Fragen gemäß dem **Konzept der multiplen Indikatoren** in sechs inhaltlich verwandte Abschnitte unterteilt,

---

410 Vgl. Stier (1996), S. 200f.

411 Vgl. für eine Übersicht der Interviewpartner: Anhang A.

412 Vgl. zur Konstruktion eines Fragebogens: Schnell/Hill/Esser (1999), S. 320-324; vgl. auch zum Vorgehen: Wichels (2002), S. 139-142; Kirchhoff et al. (2003), S. 19-20.

413 Mein großer Dank gilt an dieser Stelle stellvertretend Herrn Kai Müller und Herrn Dr. Simon Wahl für den kritischen Dialog im Hinblick auf das Fragebogendesign.

414 Vgl. Kirchhoff et al. (2003), S. 24f.; Schnell/Hill/Esser (1999), S. 335-340.

415 Vgl. Schnell/Hill/Esser (1999), S. 335-340; Friedrichs (1985), S. 238f.; Kirchhoff et al. (2003), S. 29f.; Atteslander (1995), S. 192f.

416 Vgl. Schnell/Hill/Esser (1999), S. 320f.; Stier (1996), S. 184.

was die Übersichtlichkeit erleichtet.[417] Diese Untergliederung betrifft im Einzelnen die Themenbereiche „Qualität der Berichterstattung/sekundärer Informationsquellen", „Rolle des Arbeitgebers […]", „Ausmaß und Motivation der Zusammenarbeit […]", „Auswahl von Analystenempfehlungen", „Verbesserungspotenzial" und „Angaben zur Person".

Weitgehende Einigkeit besteht in der Literatur ferner hinsichtlich der Berücksichtigung nachfolgend genannter Empfehlungen beim Fragebogendesign, denen auch in der vorliegenden Untersuchung nachgekommen wird. Hierzu zählt die kurze, klare und neutrale Formulierung der Fragen,[418] die Vermeidung von Suggestivfragen[419] als auch der Einsatz von Kontrollfragen[420]. Unter der Abwägung von Komplexität und Validität wurde darüber hinaus stets darauf geachtet,[421] eine Überforderung des Befragten zu vermeiden.[422] Eher sensitive Fragen bzw. auch Fragen nach demographischen Merkmalen werden zudem ans Ende gesetzt, um vorzeitige Motivationsprobleme zu vermeiden.[423]

Hinsichtlich der **Skalierung** der Antworten wurde meist auf die weit verbreitete fünfstufige „Likert-Skala" zurückgegriffen. Mit Hilfe dieser Skala konnten die befragten Analysten ihr Maß an Zustimmung zu den einzelnen Sachverhalten ausdrücken.[424] Die Verwendung dieser Skala erfordert ein großes Differenzierungsvermögen der Analysten, welches allerdings aufgrund einer hohen Professionalisierung der Zielgruppe vorausgesetzt werden kann.[425] Um die Antwortbereitschaft zu erhöhen, wurde auf offene Fragen gänzlich verzichtet. Verwendung fanden somit entweder geschlossene Fragen oder so genannte Hybridfragen.[426] Letztgenannte Hybridfragen tragen dazu bei, der Gefahr eines unvollständigen Antwort-

---

417 Vgl. Schnell/Hill/Esser (1999), S. 321, 127-130.

418 Vgl. Atteslander (1995), S. 192; teilweise war die mehrstufige Übersetzung der Forschungsfrage erforderlich: vgl. Kromrey (2000), S. 349f.

419 Vgl. Kromrey (2000), S. 350; Atteslander (1995), S. 192.

420 Die Fragen nach der Qualität der Berichterstattung und den Verbesserungspotenzialen können als so genannte Kontrollfragen gewertet werden.

421 Vgl. Manstead/Semin (1996), S. 96.

422 Vgl. Kromrey (2000), S. 350.

423 Vgl. Stier (1996), S. 185.

424 Vgl. Stier (1996), S. 82-87; Schnell/Hill/Esser (1995), S. 179-183; vgl. exemplarisch zur vorhergehenden Verwendung der Likert-Skala: Wichels (2002), S. 282, 284; Henke (2003), S. 178-180.

425 aufgrund ihrer Analysetätigkeit sollten Analysten mit differenzierteren Fragestellungen vertraut sein; vgl. auch Bassen (2002), S. 212f.

426 Vgl. Schnell/Hill/Esser (1999), S. 309f.; Kromrey (2000), S. 351-355; bei Hybridfragen wird neben den Antwortvorgaben auch die Möglichkeit einer offenen Restkategorie (bspw. sonstige) eingeräumt.

spektrums zu begegnen, indem beispielsweise unter der Kategorie „Sonstiges“ ergänzende Gesichtspunkte notiert werden können.

Um die Wertschätzung für die sorgfältige Beantwortung des Fragebogens symbolisch auszudrücken und gleichzeitig die Rücklaufquote zu verbessern, wurde der postalischen Befragung in Anlehnung an die erfolgreiche Vorgehensweise von Henke und Schulte eine 1 $-Note beigelegt.[427]

3.3.2 Methodik und Verfahren der Datenauswertung

Die Datenaufbereitung und -auswertung wird in dieser empirischen Untersuchung mit Hilfe der statistischen Datenanalysesoftware SPSS und Excel vorgenommen. Inhaltlich verwandte Fragen bzw. Ergebnisse werden jeweils gebündelt und innerhalb einer übergeordneten Kategorie präsentiert. Die graphische Illustration erfolgt mittels Balken-, Kreis- und Säulendiagrammen, die regelmäßig der Bedeutung nach geordnet sind; die Darstellung der Ergebnisse ist somit überwiegend deskriptiver Natur.

Den Unterschieden zwischen Buy-Side- und Sell-Side-Analysten sowie zwischen Analysten national/regionaler und europäisch/globaler Institute wird Rechnung getragen,[428] indem für diese Kategorien jeweils eine gesonderte Auswertung und Illustration erfolgt, wodurch eine vergleichende Analyse des Antwortverhaltens ermöglicht wird. Entsprechend werden systematische Abweichungen im Antwortverhalten mit einem Sternchen (*) gekennzeichnet, sofern diese Unterschiede statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau sind.[429]

Als Signifikanztests wurden dabei im Falle von Fragen mit dichotomen Antworten entweder der Chi-Quadrat-Test auf Unabhängigkeit oder bei geringeren Stichprobenwerten Fishers-Exakter-Test auf Unabhängigkeit eingesetzt;[430] für Fragen hin-

---

427 Vgl. Henke (2003), S. 102, der eine Rücklaufquote von 48 Prozent für die befragten Brauereien bzw. 52 Prozent für die befragten Biotechnologie-Unternehmen erreicht. Vgl. auch Schulte (1999), S. 128. Vgl. Anhang J und Anhang K für die entsprechenden Musteranschreiben.

428 Um eine übersichtlichere graphische Illustration zu erreichen und annähernd vergleichbare Größenklassen zu erhalten, wurden die zwei ursprünglichen Kategorien „europäisches Institut“ und „globales Institut“ zu einer Kategorie „europäisch/global“ zusammengefasst.

429 Das Signifikanzniveau von 5 Prozent stellt ein in den Sozialwissenschaften übliches und verbreitetes Maß dar; vgl. auch Wichels (2002), S. 143, 148.

430 Vgl. für eine detaillierte Erläuterung des Chi-Quadrat-Tests auf Unabhängigkeit: Bortz (1999), S. 151-162; Bamberg/Baur (2001), S. 191f.; beim vorliegenden Fragebogen wurde der Chi-Quadrat-Test auf Unabhängigkeit bei der Analyse der Häufigkeiten in Frage 2 eingesetzt.

gegen, bei welchen die Präferenz auf einer Likert-Skala anzugeben war, fand der Mann-Whitney-U-Test auf Unabhängigkeit Verwendung. Letztgenanntes Verfahren stellt als nicht-parametrischer Test geringere Anforderungen im Hinblick an die Verteilung in der Grundgesamtheit.[431] Eine weitergehende Analyse und Interpretation der Unterschiede findet sich darüber hinaus in den begleitenden Textpassagen.

3.3.3 Durchführung der Datenerhebung und Rücklauf

Die Durchführung der standardisierten Befragung erstreckt sich über den Zeitraum von März bis April 2004. Aktiv unterstützt wurde das Vorhaben dabei durch die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) und den Deutscher Investor Relations Kreis (DIRK). So wurden die Embleme der beiden letztgenannten Organisationen zusammen mit dem Logo der Technischen Universität München und des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) dem Fragebogen vorangestellt, um „auf den ersten Blick" einen hohen qualitativen Anspruch zu signalisieren. Equity-Finanzanalysten, welche Unternehmen des deutschen Kapitalmarktes analysieren, stellen dabei die Zielgruppe der Befragung dar.

Der Fragebogen erreichte die Finanzanalysten auf drei verschiedenen Wegen: zum ersten wurden 270 Finanzanalysten auf dem **traditionellen Postweg** angeschrieben; die Adressen hierfür konnten dem Datenbankanbieter Bloomberg entnommen werden.[432] Dabei wurde dem Fragebogen ein adressierter und frankierter Rückumschlag sowie ein unterschriebenes erläuterndes Anschreiben, inklusive einer 1 $-Note, beigelegt. Das Muster des Anschreibens ist dem Anhang J zu entnehmen. Zum zweiten wurden 46 „Heads of Research" über den **E-Mail-Verteiler** der DVFA gebeten, den Fragenbogen auszufüllen. Ein entsprechend formuliertes Anschreiben sowie der Fragebogen wurden zu diesem Zweck als pdf-Dokument der E-Mail angefügt. Zum dritten hat der Deutsche Investor Relations Kreis eine Kurzmeldung mit einem Hinweis auf die Internetseite der webbasierten Version des Fragebogens innerhalb seines monatlichen **Newsletters** veröffentlicht.[433]

---

[431] Vgl. Wiseman (2002), S. 61-63; Schaich (1990), S. 219-226: insbesondere verlangt der Mann-Whitney-U-Test keine Normalverteilung der Werte; angenommen werden allerdings gleiche Skalenabstände, damit die Berechnung der statistischen Maße Mittelwert und Standardabweichung sowie arithmetische Operationen zulässig sind. Vgl. hierzu Backhaus et al. (2000), S. XIX.

[432] Ein großer Dank soll an dieser Stelle Herrn Dr. Patrik Bettscheider ausgesprochen werden für die freundliche Bereitstellung eines Bloomberg-Zugangs.

[433] Der Newsletter ist im April vom Deutschen Investor Relations Kreis (DIRK) verschickt worden.

Bei der Durchführung der Befragung um größtmögliche Transparenz geachtet. So wurden sowohl im webbasierten als auch im traditionellen Anschreiben der Zweck und die Motivation des Fragebogens erläutert. Durch die Angabe von Telefonnummer und E-mail-Adresse wurden den befragten Finanzanalysten darüber hinaus die Möglichkeit gegeben, den Verfasser des Fragebogens zu kontaktieren.

Die verwendeten **Antwortmedien** stellen Brief, Fax und Internet dar. Während Anschrift und Faxnummer allerdings prinzipiell bei allen drei oben genannten Wegen angegeben wurden,[434] beschränkt sich der Hinweis auf den webbasierten Fragebogen auf die per E-Mail und Newsletter erreichten Analysten sowie die außerhalb der Bundesrepublik Deutschland auf dem Postweg kontaktierten Finanzanalysten.[435] Entsprechend erfolgte auch 83 Prozent des Rücklaufs den Verfasser per Brief; gefolgt wird dies von immerhin noch 13 Prozent Rücklauf per Fax. Lediglich 4 Prozent der Rückantworten sind auf den webbasierten Fragebogen zurückzuführen.

In diesem Zusammenhang konnten große Motivationsverluste bei der Beantwortung mittels des webbasierten Fragebogens festgestellt werden. Eine Analyse der verwendeten Online-Fragebogengenerators ergab dabei, dass von den ursprünglich 31 Besuchern der Online-Version nur vier diesen komplett ausgefüllt und abgeschickt haben. Der Grund hierfür mag auf der einen Seite darin liegen, dass ein gedruckter Fragebogen auch in weniger arbeitsintensiven Zeiten bearbeitet werden oder auch zu späterer Zeit komplettiert werden kann. Auf der anderen Seite kann das Ausfüllen eines Online-Fragebogens gerade für ungeübte Nutzer noch mehr Zeit in Anspruch nehmen und gegebenenfalls in der Folge zum vorzeitigen Abbruch führen.

Zielgruppe und Grundgesamtheit der Befragung stellen Equity-Finanzanalysten dar, welche im Rahmen ihrer Tätigkeit Unternehmen des deutschen Kapitalmarktes analysieren. Eine exakte Zahl dieser Analysten liegt nicht vor; Anhaltspunkte können in diesem Zusammenhang lediglich die Angaben der Standesorganisationen

---

434 Auch bei dem Internetfragebogen wurde den interssierten Analysten auf einer Startseite die Wahl der drei Antwortmedien offengelassen; vgl. hierzu Anhang M.

435 Der Grund für dieses Vorgehen war die pragmatische Überlegung, dass auch im Falle von technischen Problemen des Internetfragebogens noch eine ausreichende Stichprobe verbleibt, um aussagekräftige Ergebnisse zu gewährleisten.

der Analysten liefern. So weist die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) ca. 1200 Mitglieder[436] sowie die German Association for Investment Professionals (GAIP), der deutsche Arm des CFA-Institutes, ca. 400 Mitglieder auf.[437] Darunter finden sich jedoch nicht nur Equity-Finanzanalysten, sondern auch Mitarbeiter anderer Funktionsbereiche.[438] Darüber hinaus mögen Mitglieder trotz der teilweise konkurrierenden Beziehung beider Vereinigungen in beiden Organisationen Mitglied sein; auch wird es Finanzanalysten geben, die in keiner der oben genannten Vereinigungen organisiert sind.[439] Vor diesem Hintergrund gestaltet sich die Bezifferung der exakten Zahl der Equity-Research-Analysten als außerst schwierig.

Da aufgrund personeller und finanzieller Restriktionen keine Vollerhebung möglich war, wurden aus der Grundgesamtheit insgesamt 270 Finanzanalysten mittels des Datenbankanbieters Bloomberg ermittelt und zusätzlich 46 Leiter des Aktienresearch durch die DVFA angeschrieben, wobei darauf geachtet wurde, dass keine Person doppelt berücksichtigt wurde.[440] Ein besonderes Augenmerk wurde darauf gelegt, Analysten verschiedener Branchen gleichmäßig zu berücksichtigen; zudem wurde darauf geachtet, dass kein Institut überproportional in der Datenbasis vertreten war.[441] Trotz der Intransparenz der Grundgesamtheit ist mithin davon auszugehen, dass die kontaktierten Analysten einen repräsentativen Querschnitt darstellen. Weitere Analysten mögen darüber hinaus durch den Newsletter des DIRK von dem Fragebogen erfahren haben; diesbezüglich ist jedoch nicht genau bestimmbar, wie viele Analysten diesen letztendlich gelesen und darauf reagiert haben. Von einer Schätzung bzw. Berücksichtigung dieses Newsletters wird daher auch bei der nachfolgenden Berechung der Rücklaufquote abgesehen:

$$Rücklaufquote = \frac{Rücklauf}{Angeschrieben(Brief + E - Mail)} = \frac{101}{270 + 46} = 31{,}96\%$$

436 Vgl. DVFA (2004), S. 1-2.
437 Vgl. GAIP (2004), S. 1.
438 So verweist die DVFA (2004), S. 1, darauf, dass die Mitglieder bei „[…] Investmenthäusern, Banken, Fonds- und Asset-Management-Gesellschaften sowie als unabhängige Kapitalmarktdienstleister tätig […]“ sind.
439 Vgl. für die Auffassung einer teilweise konkurrierenen Beziehung beider Organisationen Wanner (2000), S. 23.
440 Mein großer Dank geht an dieser Stelle an Frau Rau von der DVFA, die den Abgleich der Datenbanken organisiert hat.
441 Es wurden maximal zehn Analysten desselben Institutes berücksichtigt und kontaktiert.

Bei der erreichten Quote von 31,96 Prozent handelt es sich auch gegenüber vergleichbaren Befragungen um einen sehr guten Rücklauf. Auf eine Nachfassaktion konnte daher verzichtet werden.

3.4 Grenzen der Untersuchung

Jede Untersuchung ist gleichzeitig einer Vielzahl von Einzelentscheidungen unterworfen, welche in ihrer Gesamtheit die Restriktionen der Arbeit bestimmen. In Anlehnung an Wichels kann auch die vorliegende Untersuchung in methodische, konzeptionelle und praktische sowie ergänzend auch technische Grenzen unterteilt werden.[442]

Die erstgenannten **methodischen Grenzen** bestehen insofern, als die Bereitschaft der Analysten zur Beantwortung des Fragebogens essenziell für den Erfolg ist. Hierdurch ergibt sich die Gefahr eines unzureichenden Rücklaufs bzw. auch die Gefahr einer Verzerrung der Ergebnisse durch den Effekt der Selbstselektion. Im Falle der Selbstselektion werden nur diejenigen Analysten den Fragebogen ausfüllen, die ein eigenes Interesse oder eine besondere Verbindung zum Thema haben, mit der Folge, dass das Ergebnis des Rücklaufs abweicht von der Grundgesamtheit. Für die vorliegende Untersuchung scheint diese Gefahr durch die allgemein hohe Rücklaufquote eher gering zu sein; sollte aber nichtsdestotrotz beobachtet werden.

Eine mögliche Restriktion stellen auch Ausstrahlungs- und Platzierungseffekte dar; d.h. es kann nicht völlig ausgeschlossen werden, dass die Fragen zueinander in Beziehung gesetzt werden und somit die Fragensequenz oder auch die Platzierung einiger Schlüsselfragen eine ungewollte Ausstrahlung auf andere Themenbereiche bzw. Fragen entwickeln.[443] Weiterhin beruhen die Antworten teilweise auf einer Selbsteinschätzung, welche aufgrund der Anonymität der Auswertung nicht überprüft werden kann.

Sowohl der Entscheidungsprozess zum Design des Fragebogens als auch der zugrunde liegende theoretische Bezugsrahmen eröffnen Raum für mögliche **konzeptionelle Grenzen** der Untersuchung. So hat die Schwerpunktsetzung und Fokussierung des Fragebogens auf Bereiche von größtem Interesse gleichzeitig auch

442 Vgl. Wichels (2002), S. 143f.
443 Vgl. Stier (1996), S. 184-186.

zur Folge, dass weitere interessante Bereiche ausgeklammert werden, um den Umfang des Fragebogens nicht zu sehr auszuweiten, die Komplexität nicht übermäßig zu erhöhen bzw. die Motivation der beantwortenden Analysten zu erhalten.

Letztendlich unterliegt die Arbeit auch gewissen zeitlichen Restriktionen sowie Budgetrestriktionen, welche als **praktische Grenzen** der Untersuchung interpretiert werden können. Für die vorliegende Untersuchung wurde neben der papierbasierten Beantwortung auch die Möglichkeit einer webbasierten Beantwortung eröffnet, welche höhere Anforderungen an die technische Affinität der beantwortenden Analysten stellt. Im Ergebnis können diese als **technische Grenzen** der Untersuchung charakterisiert werden.

3.5 Beschreibung der Stichprobe

Bevor die Ergebnisse der Untersuchung präsentiert werden, soll zunächst die Stichprobe näher beschrieben werden. Im Folgenden wird somit die Funktion und Berufserfahrung der antwortenden Analysten näher erläutert sowie der geographische Schwerpunkt des Arbeitgebers und der Gesamtmitarbeiter im Sales-Bereich erörtert.

Im Hinblick auf die **Funktion** der antwortenden Analysten ist festzustellen, dass es sich bei der überwiegenden Mehrheit von 77 Prozent um Sell-Side-Analysten handelt; lediglich 23 Prozent der Stichprobe stellen Buy-Side-Analysten dar.[444] Vor dem Hintergrund, dass letztgenannte Buy-Side-Analysten ihre Analysen und Empfehlungen meist nur intern den Portfolio- oder Fondsmanagern des eigenen Hauses zukommen lassen und somit bei der Erhebung in der Datenquelle Bloomberg deutlich unterrepräsentiert sein dürften, ist dieses Ergebnis wenig erstaunlich. Vergleichbare Studien wie diejenige zur Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten von Wichels weisen in diesem Zusammenhang ein ähnliches Verhältnis von Sell-Side- zu Buy-Side-Analysten auf.[445]

Bei der Auswertung der **Berufserfahrung** zeigt sich, dass 44 Prozent der antwortenden Analysten eine Berufserfahrung von bis zu fünf Jahren und 31 Prozent eine Berufserfahrung zwischen sechs bis zehn Jahren haben. Den Kategorien „11 bis 15

444 Vgl. Abbildung 3: Aufteilung der Stichprobe nach Funktion und Berufserfahrung der Analysten.
445 Vgl. Wichels (2002), S. 142: Nur 24 der 68 Analysten entstammen hier der Buy-Side.

Jahre“, „16 bis 20 Jahre“ und „mehr als 21 Jahre“ Berufserfahrung ordnen sich respektive nur noch 13, 9 und 4 Prozent der Analysten zu.[446] Diese Ergebnisse unterstützen die teilweise von Praktikern geäußerte Vorstellung, dass in vielen Research-Abteilungen überwiegend ein noch relativ junger Personenkreis am Anfang seiner Karriere anzutreffen ist. Eine alternative Erklärung mag jedoch auch darin liegen, dass berufserfahrenere Analysten bereits eine größere Verantwortung im Unternehmen übernommen haben, die es ihnen weniger gut erlaubt, Zeit für die Teilnahme an einer Befragung aufzubringen. Obwohl die Berufserfahrung und nicht speziell das Alter der Befragten erhoben wurde, so bietet die Dominanz der ersten beiden Kategorien geringer Berufserfahrung doch einen Anhalt dafür, dass auch hinsichtlich des Alters der Befragten in der Tendenz die jüngeren Alterstufen überproportional stark vertreten sind. Dieses kontrastiert zur Befragung von DVFA-Finanzanalysten im Jahr 1983 durch Eberts, welcher feststellte, dass noch weniger als zehn Prozent der Stichprobe jünger als 35 Jahre waren.[447] Obwohl die Untersuchung von Eberts generell den Personenkreis der Finanzanalysten breiter auslegt als im hier vertretenen Fokus auf Buy-Side- und Sell-Side-Analysten, so mag dieses Ergebnis doch auf eine relative Verjüngung der Mitarbeiter im Bereich der Finanzanalyse hindeuten.[448]

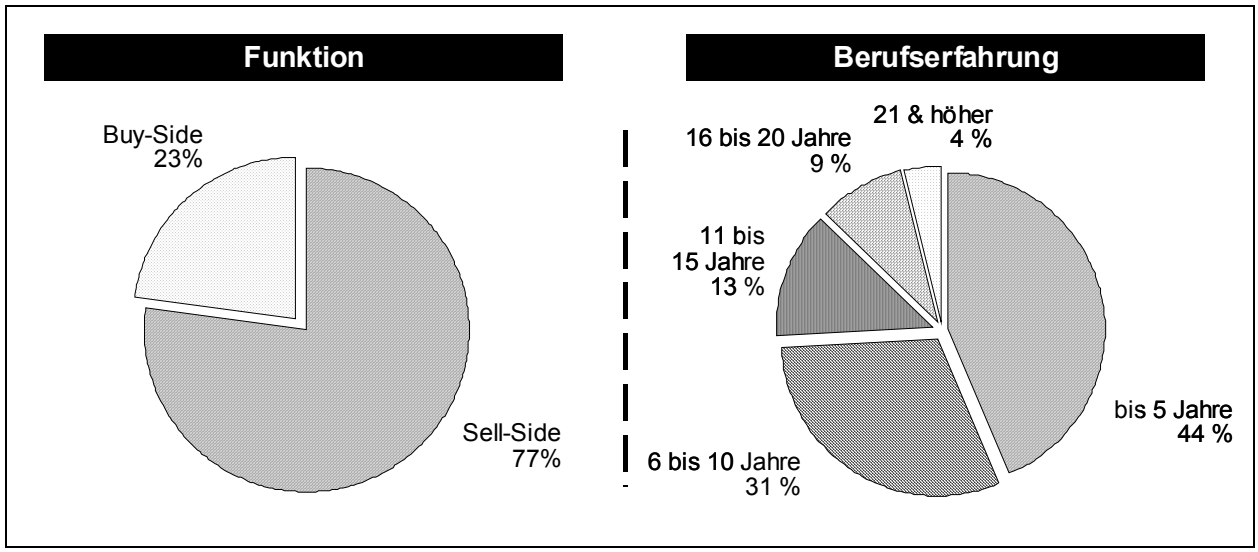


Abbildung 3: Aufteilung der Stichprobe nach Funktion und Berufserfahrung der Analysten

446 Vgl. hierzu Abbildung 3.
447 Vgl. Eberts (1986), S. 172, 270.
448 Für eine genauere Analyse wäre die genaue Replikation der Befragung durch Eberts (1983) notwendig, die allerdings nicht den Fokus der vorliegenden Arbeit darstellt.

In Bezug auf den **geographischen Schwerpunkt des Arbeitgebers** überwiegen national/regionale Institute mit 53 Prozent vor europäischen Häusern mit 38 Prozent und globalen Instituten, die nur noch zu 9 Prozent in der Stichprobe enthalten sind.[449] Der geringe letztgenannte Anteil mag dabei darauf zurückzuführen sein, dass das Research globaler Häuser für den deutschen Kapitalmarkt oftmals von London aus geführt wird und in der Folge teilweise in der Datenbank der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management nicht vertreten ist. Ferner mag auch die Motivation zur Teilnahme an einer entfernteren Befragung bzw. auch die Kenntnis der für die Befragung notwendigen deutschen Sprache geringer ausgeprägt sein. In der Konsequenz werden die in der Befragung getrennt aufgeführten Kategorien „Europäisch" und „Global" für die Zwecke der weiteren Auswertung zusammengefasst zu einer einzigen Kategorie „Europäisch/Global". Der geographische Schwerpunkt stellt gleichzeitig auch ein Indiz für die Größe des Institutes dar; ein weiterer Indikator für die Größe wird auch durch die nachfolgend diskutierte Variable „Gesamtmitarbeiter im Sales Bereich" geliefert.

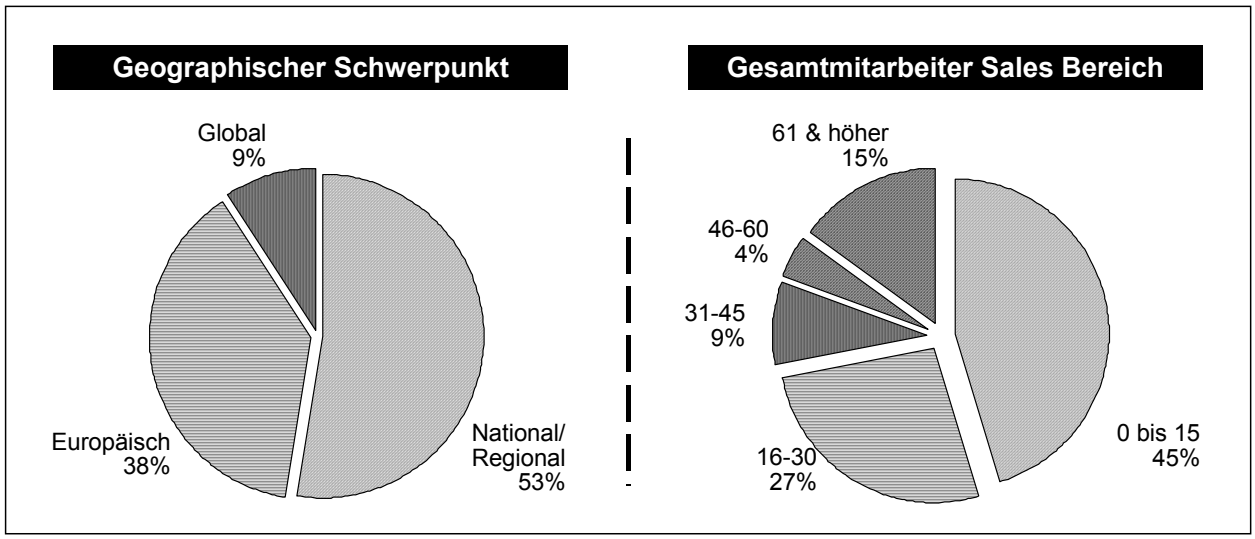


Abbildung 4: Aufteilung der Stichprobe nach geographischem Schwerpunkt des Arbeitgebers und Gesamtmitarbeitern im Sales Bereich

Bei der Analyse der **Gesamtmitarbeiter im Sales-Bereich** zeigt sich, dass die kleineren Klassifizierungen überwiegen. So ordnen sich der Kategorie „0-15" und „16-30" Mitarbeiter 45 respektive 27 Prozent der Stichprobe zu. Demgegenüber sind den höheren Größenkategorien „31-45", „46-60" und „61 & höher" nur neun,

449 Vgl. hierzu Abbildung 4.

vier und 15 Prozent der Stichprobe zuzuordnen.[450] Der Vorstellung folgend, dass die stark vertretenen national/regionalen Institute gleichzeitig eine geringere Größe und Mitarbeiterzahl im Sales-Bereich aufweisen, kann das Übergewicht der geringeren Größenklassen erklären. Da mit dem geographischen Schwerpunkt bereits ein aussagekräftiger und in der Praxis verbreiteter Indikator für die Größe zur Verfügung steht, wird die Kategorie Gesamtmitarbeiter im Sales-Bereich für die vergleichenden Untersuchungen des nachfolgenden Kapitels nicht weiter analysiert.

3.6 Ergebnisse der Untersuchung

Im nachfolgenden Abschnitt werden die Ergebnisse der Untersuchung erläutert. Während bei der Konzeption des Ausgangsfragebogens ein möglichst anreizkompatibler Aufbau gewählt wurde, steht bei der Diskussion der Ergebnisse die sinnvolle Verknüpfung einzelner Themenbereiche und Erkenntnisse im Vordergrund.[451] Daher weicht die Darstellung der Ergebnisse in Einzelbereichen auch von dem im Fragebogen gewählten Aufbau ab. So werden zu Beginn die inhaltlich zusammenhängenden Bereiche „Qualität der Berichterstattung“ und „Verbesserungsempfehlungen“ in einem einzigen Abschnitt diskutiert. Es folgt die Erörterung des „Ausmaßes der Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten“, um daran anschließend die „Rolle des Arbeitgebers“ einer gesonderten Betrachtung zu unterziehen. Mit der Darstellung der „sekundären Informationsquellen“ und „Auswahlkriterien“ schließt die Präsentation der Ergebnisse. Forschungsprozess und statistische Methoden, die dem Erkenntnisgewinn zugrunde liegen, werden jeweils offengelegt und erläutert, um eine intersubjektive Nachprüfbarkeit der Ergebnisse zu ermöglichen.

3.6.1 Qualität der Berichterstattung und Verbesserungsempfehlungen

Um Anhaltspunkte für Verbesserungsmöglichkeiten im Hinblick auf die Berichterstattung zu Analystenempfehlungen zu gewinnen, ist es zunächst sinnvoll, sich mit der derzeitigen **Qualität der Berichterstattung** auseinander zu setzen. Aus diesem Grund wurden Finanzanalysten um die Beurteilung von verschiedenen Qualitätsmerkmalen gebeten.

---

450 Vgl. hierzu Abbildung 4.

451 Vgl. zu den Konzeption des Fragebogens: Abschnitt 3.3.1.

Nach Einschätzung der befragten Analysten werden dabei die Qualitätsmerkmale „Zeitnähe der Berichterstattung“ und „korrekte Wiedergabe der Empfehlung“ als vergleichsweise gut eingeschätzt. Eine mittlere bis geringe Beurteilung erhält demgegenüber das Qualitätsmerkmal „Umfang und Ausführlichkeit“. Bei dieser nur im mittleren Bereich liegenden Bewertung ist zu beachten, dass diese Einschätzung grundsätzlich für alle relevanten Tageszeitungen erhoben wurde; im Einzelfall mag daher den Anforderungen an eine umfangreiche und ausführliche Berichterstattung besser oder schlechter Rechnung getragen werden.

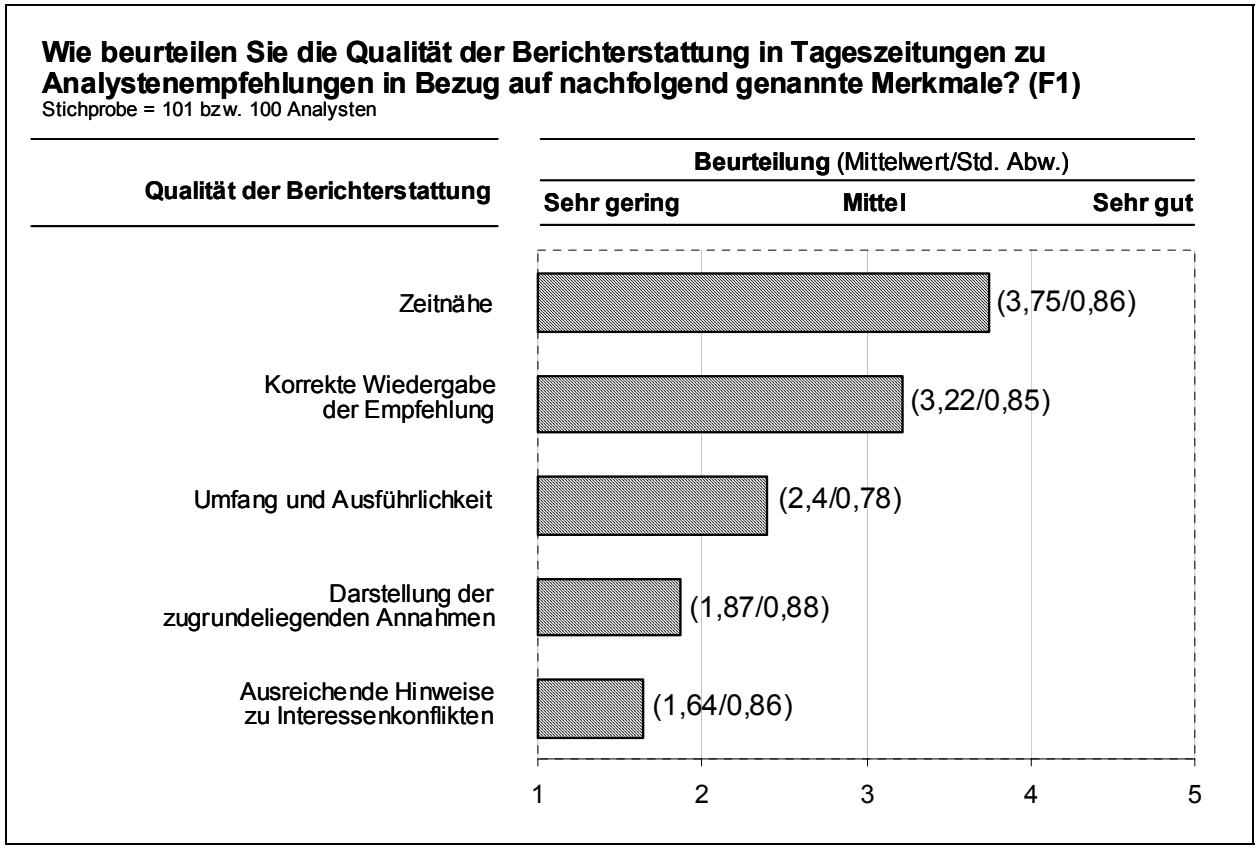


Abbildung 5: Qualität der Berichterstattung aus Sicht der Finanzanalysten[452]

Eine sehr geringe Qualität messen die befragten Analysten hingegen der „Darstellung der zugrundeliegenden Annahmen“ und den „ausreichenden Hinweisen zu Interessenkonflikten“ bei. Diese vergleichsweise schlechte Beurteilung deutet auf Defizite bei der journalistischen Arbeit in den beiden letztgenannten Bereichen hin.

[452] Die Stichprobe beträgt 101 Finanzanalysten für die Zeitnähe und jeweils 100 Analysten für die übrigen Merkmale; die Notation F1 hinter der ausgeschriebenen Frage bedeutet, dass diese an erster Stelle innerhalb des Fragebogens steht.

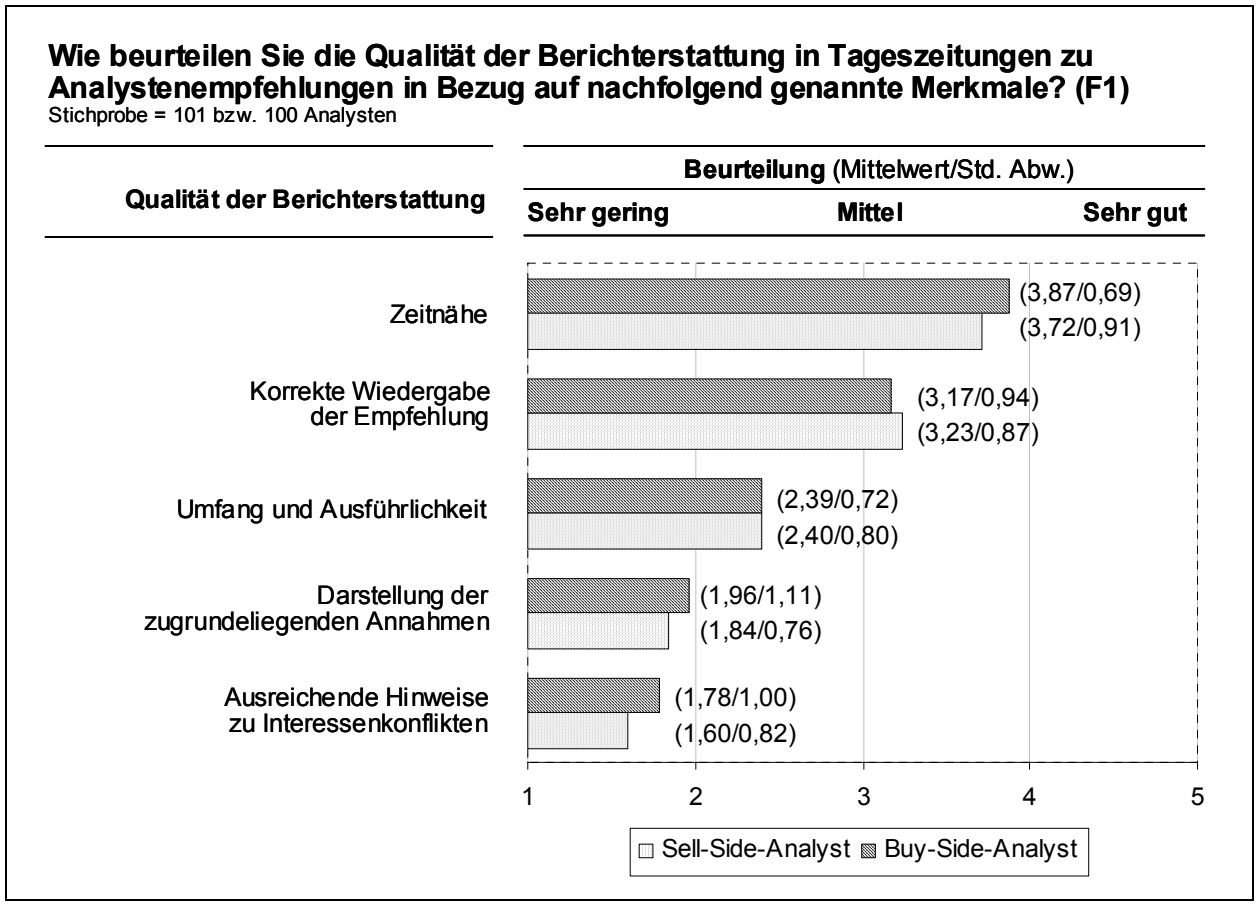


Abbildung 6: Qualität der Berichterstattung aus Sicht der Sell-Side- vs. Buy-Side-Analysten

Ein Vergleich der Ergebnisse von Sell-Side- und Buy-Side-Analysten ergibt, dass sich die Beurteilung im Hinblick auf die einzelnen Qualitätsmerkmale der Berichterstattung in etwa entsprechen (vgl. Abbildung 6). Bestätigt wird diese Vermutung durch den Mann-Whitney-U-Test, welcher keine statistisch signifikanten Unterschiede zwischen beiden Analystenfunktionen ausfindig machen konnte.[453] Es ist mithin von keinen fundamentalen Unterschieden in der Beurteilung der Berichterstattungsqualität zu Analystenempfehlungen durch Sell-Side- und Buy-Side-Analysten auszugehen.

[453] Die Signifikanzwerte des Mann-Whitney-U-Testes befinden sich jeweils deutlich über der 5-Prozent-Marke.

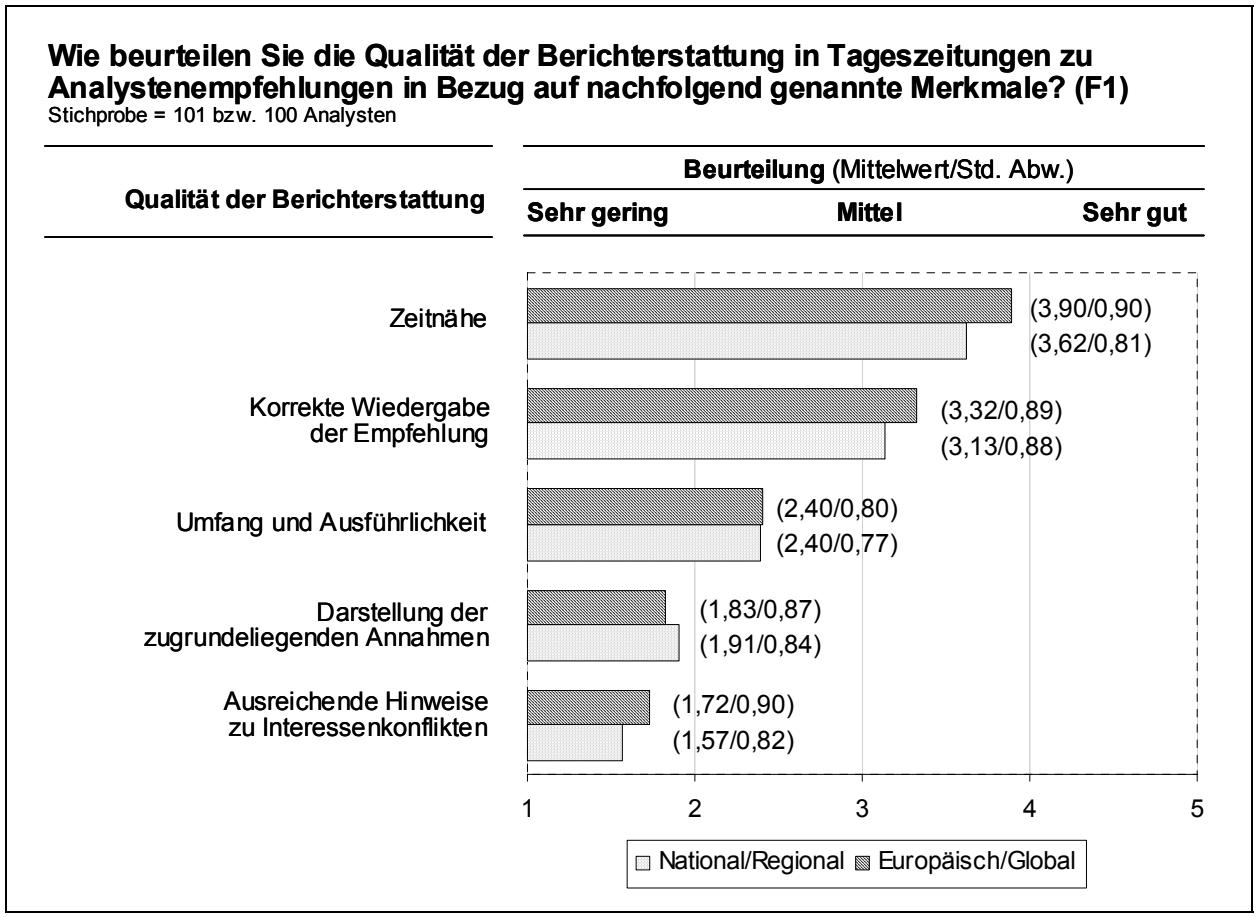


Abbildung 7: Qualität der Berichterstattung aus Sicht von Analysten national/regionaler vs. europäisch/globaler Häuser

Auch zwischen Analysten national/regionaler und europäisch/globaler Häuser ergibt sich ein relativ homogenes Antwortverhalten (vgl. Abbildung 7). Größere Unterschiede bestehen lediglich im Hinblick auf das Qualitätskriterium Zeitnähe: So schätzen die Analysten europäisch/globaler Häuser die Qualität einer zeitnahen Berichterstattung vergleichsweise besser ein als ihre Kollegen national/regionaler Banken. Der Mann-Whitney-U-Test zeigt in diesem Zusammenhang einen Signifikanzwert von 0,064 an, was oberhalb des fünf-prozentigen Referenzwertes liegt, aber nichtsdestotrotz auf gewisse, wenngleich nicht fundamentale Beurteilungsdifferenzen hindeutet.

Die Diskussion über die Berichterstattungsqualität zu Analystenempfehlungen hat bereits erste, wenngleich eher indirekte Hinweise in Bezug auf mögliche **Verbesserungspotenziale** offen gelegt. Aufbauend auf diesen ersten Überlegungen wird im Folgenden die direkte analystenseitige Beurteilung einzelner Verbesserungs-

möglichkeiten untersucht (vgl. Abbildung 8). Dabei fällt grundsätzlich auf, dass den genannten Verbesserungspotenzialen - auch im Vergleich zu anderen Fragen - eine durchschnittlich hohe Bedeutung beigemessen wird. Nachfolgend werden die Ergebnisse der Befragung, ausgehend von den weniger bedeutenden Verbesserungspotenzialen, diskutiert und auf ihre Konsistenz im Antwortverhalten hin überprüft.

Als relativ unwichtig wird unter den möglichen Verbesserungspotenzialen erwartungsgemäß die „Zeitnähe der Empfehlung" eingeschätzt. Dieses Ergebnis erweist sich damit als konsistent zur vorherigen, guten Beurteilung des Qualitätsmerkmals Zeitnähe. Das „Nennen der Konsensmeinung" erscheint den befragten Finanzanalysten eine ebenso vergleichsweise unwichtige Verbesserungsmöglichkeit. Ausreichende „Hinweise zu Interessenkonflikten" zu geben, wird darüber hinaus auch eine relativ geringe Bedeutung von Analystenseite beigemessen. Dieses Ergebnis muss erstaunen, da gerade den ausreichenden „Hinweisen zu Interessenkonflikten" ein schlechtes Qualitätsurteil ausgestellt wurde.[454] Eine mögliche Erklärung dieser auf den ersten Blick widersprüchlichen Aussagen mag darin bestehen, dass Analysten trotz der erkannten Defizite bei den „Hinweisen zu Interessenkonflikten" noch immer die öffentliche Auseinandersetzung um die Thematik Unabhängigkeit und Interessenkonflikt scheuen. Die hohe Standardabweichung bei diesem Merkmal deutet zudem auf stärker gestreute Beurteilungen hin.[455] Dies bestärkt den Eindruck, dass unter den Analysten durchaus sehr unterschiedliche Auffassungen existieren im Hinblick auf den Umgang mit Interessenkonflikten in der öffentlichen Auseinandersetzung.

Eine mittlere Bedeutung wird der „Vielfalt an zitierten Analystenmeinungen" zugeschrieben. Die Abwägung zwischen wünschenswerter Tiefe der Berichterstattung auf der einen Seite, insbesondere auch zum Hintergrund der Empfehlungen, und der oben genannten Meinungsvielfalt auf der anderen Seite mag hier einer höheren Beurteilung entgegengestanden haben. Ausreichende „Erläuterungen zum Hintergrund der Empfehlungen" zu geben sowie Analystenzitate abschließend vorzulegen und genehmigen zu lassen, werden als wichtige bis sehr wichtige Verbesserungen angesehen. Die hohe Bedeutung, welche Verbesserungen im Hinblick auf ausreichenden Erläuterungen zum Hintergrund einer Empfehlung beigemessen

454 Vgl. Abbildung 5, welche sich mit einzelnen Qualitätsmerkmalen der Berichterstattung beschäftigt.

455 Die Standardabweichung beim Merkmal ‚Hinweise zu Interessenkonflikten' nimmt einen Wert von 1,21 an.

wird, korrespondiert zur vergleichsweise schlechten Beurteilung der Qualität der Berichterstattung in diesem Punkt.[456]

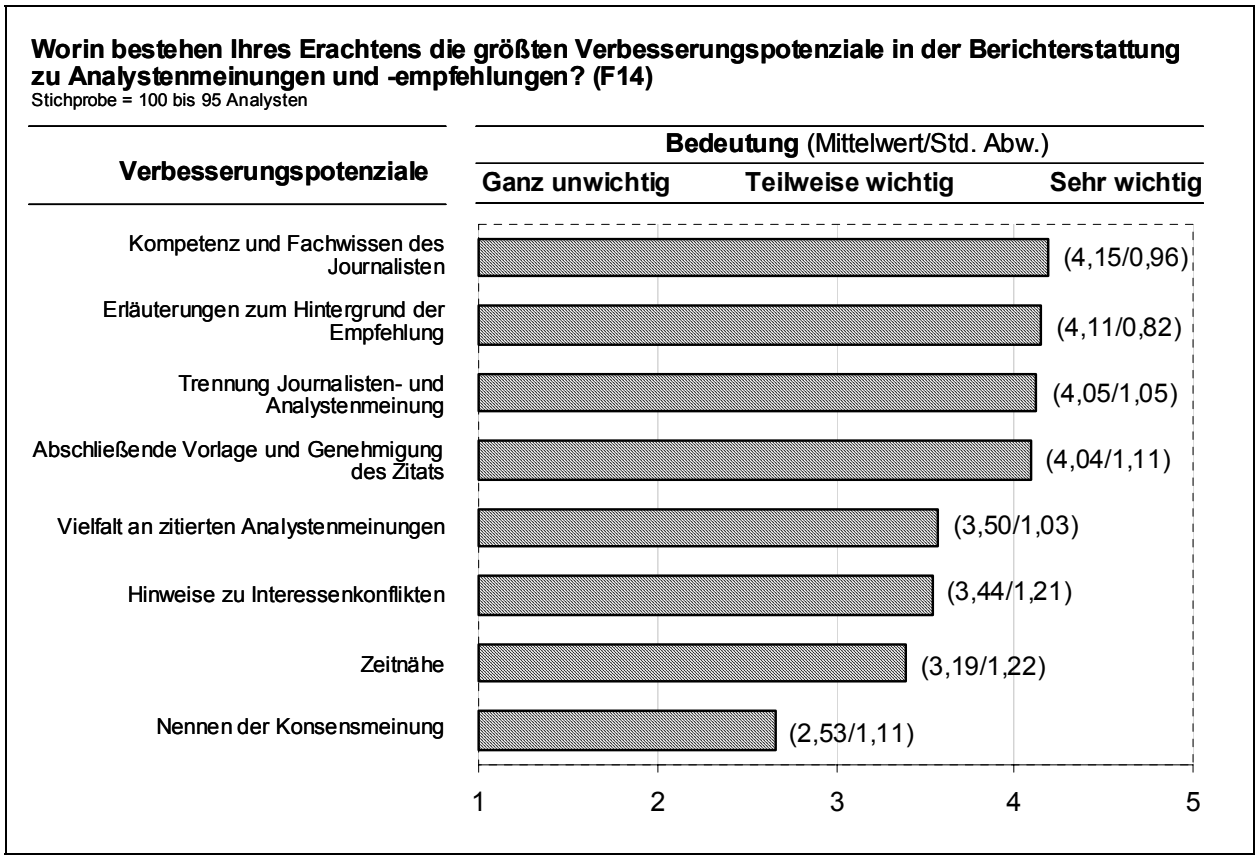


Abbildung 8: Verbesserungspotenziale aus Sicht der Finanzanalysten

Als äußerst wichtig wird darüber hinaus die Trennung von Journalisten- und Analystenmeinung angesehen. Hintergrund ist dabei der vielfach geäußerte Vorwurf, dass Analystenmeinungen und -zitate teilweise nur als „Kleeblatt" für die Meinung des Journalisten eingesetzt werden, mithin nur dann Verwendung finden, wenn sie dieser entsprechen. Dieser Praxis entgegenzutreten scheint ein elementares Verbesserungspotenzial aus Sicht der Analysten zu bergen. Die höchste Bedeutung wird von Analystenseite der Verbesserung der Kompetenz und des Fachwissens der Journalisten beigemessen. Damit bestätigt sich der auch von Praktikern vertretene Gedanke,[457] dass Journalisten in ihren Recherchen weniger tief in die Daten- und Unternehmensanalyse einsteigen und nicht immer vollends dem analystenseitigen Verständnis zu folgen vermögen. Auf der einen Seite mag dieses Ergebnis daher

456 Vgl. zur schlechten Beurteilung der Darstellung zugrundeliegender Annahmen von Analystenempfehlungen: Abbildung 5: Qualität der Berichterstattung aus Sicht der Finanzanalysten

457 Vgl. Anhang A für eine Übersicht der Gesprächspartner.

Anlass sein, über die Ausbildung der Fachjournalisten nachzudenken. Auf der anderen Seite sollte bei aller Kritik der betroffenen Analysten allerdings auch berücksichtigt werden, dass ein Fachjournalist für die Zwecke eines Artikels in einer Tageszeitung nicht notwendigerweise den Detaillierungsgrad und die Tiefe eines Analysten erreichen muss.

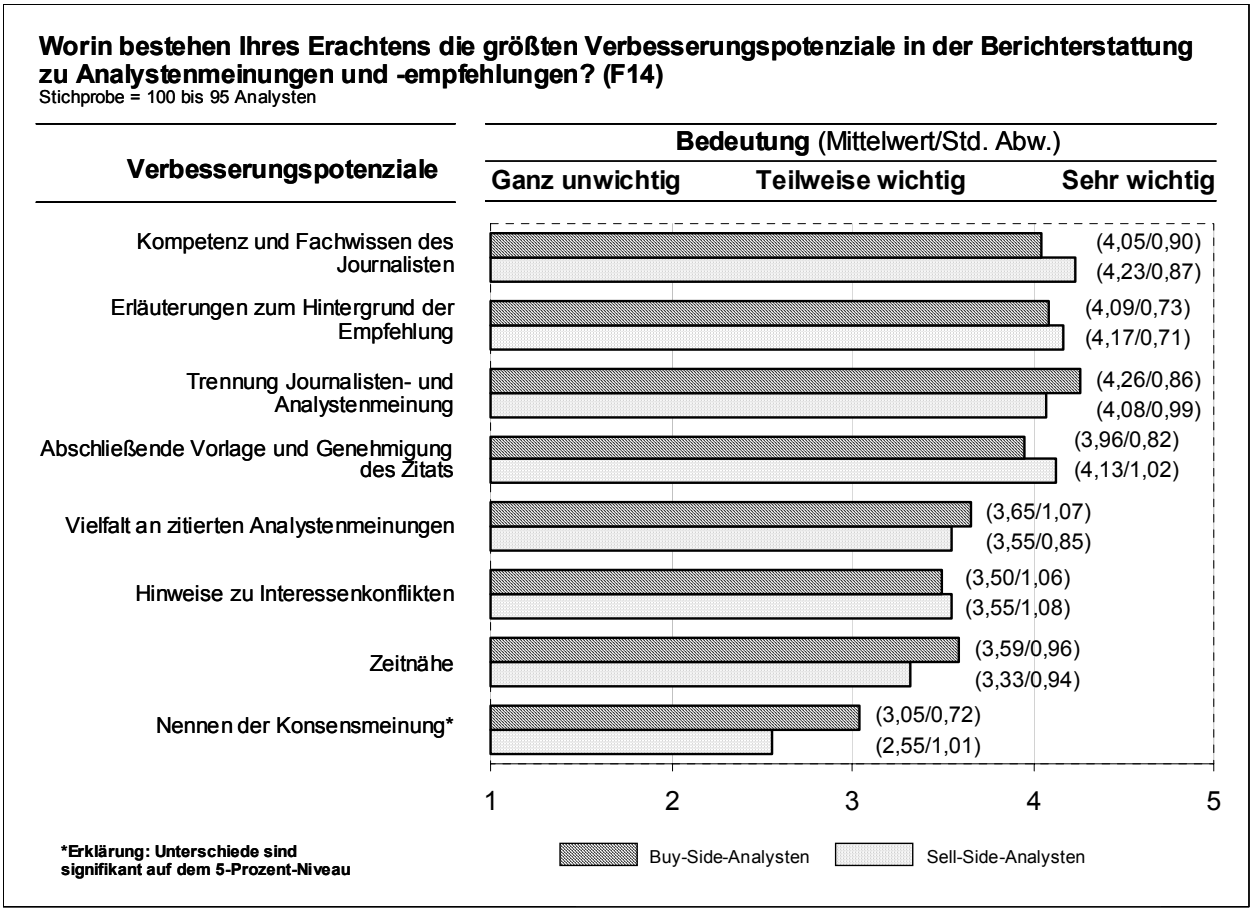


Abbildung 9: Verbesserungspotenziale aus Sicht der Sell-Side- vs. Buy-Side-Analysten

Werden die Ergebnisse im Hinblick auf die institutionelle Zugehörigkeit der Analysten differenziert, so ändert sich die grundsätzliche Richtung der Aussagen nicht. Signifikante Unterschiede in der Beurteilung bestehen lediglich im Hinblick auf das „Nennen der Konsensmeinung".[458] Diesbezüglich messen Buy-Side-Analysten den Verbesserungen im Hinblick auf das „Nennen der Konsensmeinung" eine deutlich höhere Bedeutung bei als ihre Kollegen von der „Sell-Side".

458 Das Ergebnis des Mann-Whitney-U-Tests weist einen Signifikanzwert von 0,026 auf und bestätigt damit die Vermutung systematischer Unterschiede in der Beurteilung.

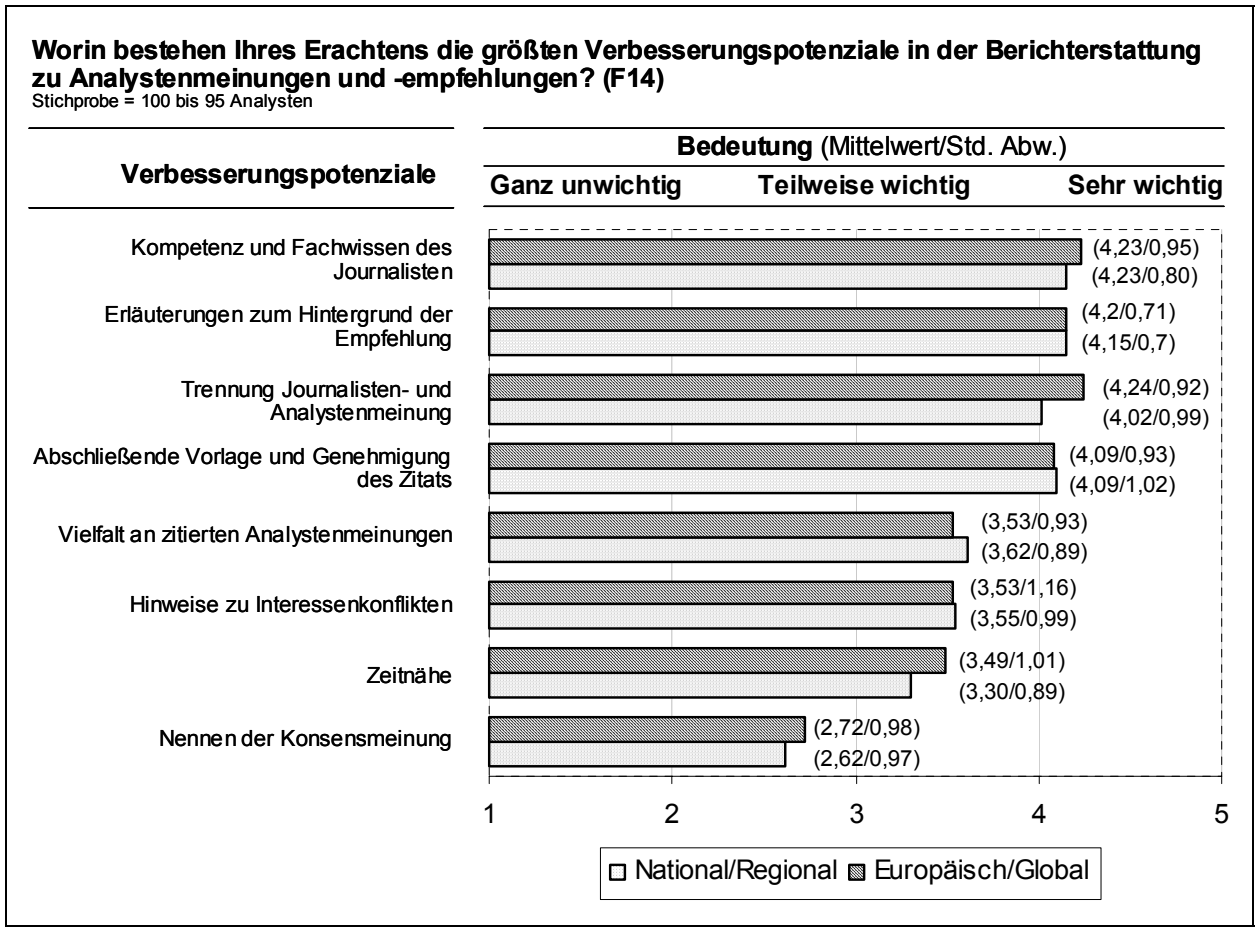


Abbildung 10: Verbesserungspotenziale aus Sicht der Analysten national/regionaler vs. europäisch/globaler Häuser[459]

Eine weitgehend homogene Beurteilung ist zwischen Analysten national/regionaler und europäisch/globaler Häuser festzustellen. Statistisch und ökonomisch signifikante Unterschiede können nicht ermittelt werden; es existieren mithin keine Hinweise auf unterschiedliche Beurteilungen beider Gruppen in dieser Frage.

3.6.2 Ausmaß und Motivation der Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten

Es wurde bereits deutlich, dass Analystenempfehlungen und -zitate in der Wirtschaftspresse in den letzten Jahren durch einen starken Anstieg gekennzeichnet waren.[460] Die Ursachen dieses Anstiegs sind bislang jedoch noch wenig erforscht. Der nachfolgende Abschnitt nähert sich daher dieser Thematik an, indem insbe-

459 Das Ergebnis des Mann-Whitney-U-Tests ergibt keine Hinweise auf signifikante Unterschiede im Antwortverhalten der beiden Analystengruppen.

460 Vgl. Anhang B und Anhang C.

sondere die Motivation der Analysten einer detaillierten Analyse unterzogen wird. Untersucht werden darüber hinaus auch auch Quantität und Qualität der Kommunikationsbeziehung zwischen Analysten und Journalisten.

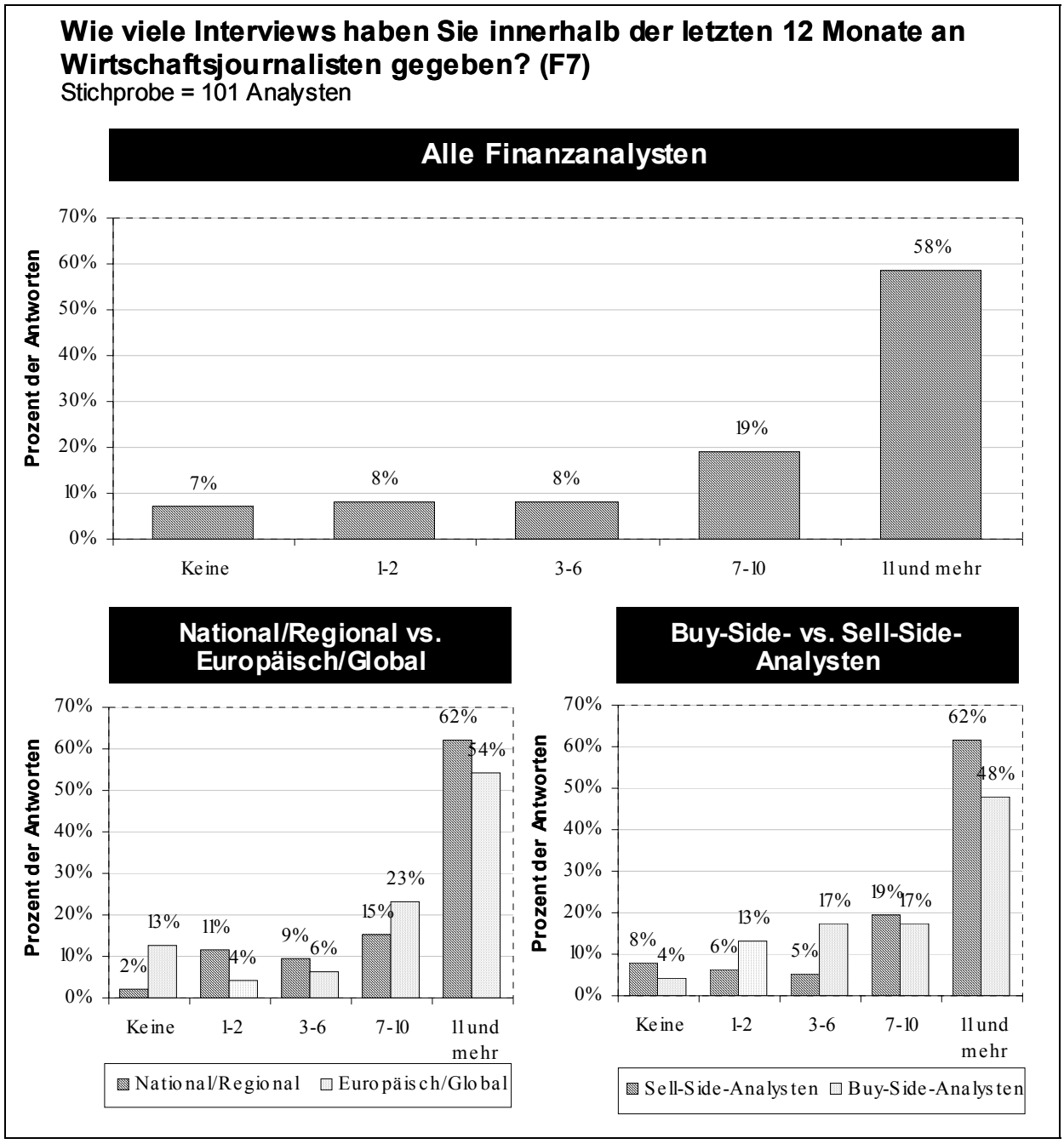


Abbildung 11: Anzahl von Interviews an Wirtschaftsjournalisten innerhalb von zwölf Monaten

Befragt hinsichtlich der Anzahl an Interviews, kann konstatiert werden, dass 93 Prozent der befragten Finanzanalysten in den vergangenen zwölf Monaten Interviews an Wirtschaftsjournalisten gegeben haben (vgl. Abbildung 11). Hierbei ge-

ben erstaunlicherweise 58 Prozent elf oder mehr Interviews und sind somit der höchsten Kategorie zuzuordnen; noch 19 Prozent der Finanzanalysten sind der zweithöchsten Kategorie von 7-10 Interviews in den letzten zwölf Monaten zugehörig. Besonders zahlreich finden Interviews bei Sell-Side-Analysten sowie bei Analysten national/regionaler Banken statt.[461] Vor diesem Hintergrund ist festzuhalten, dass Analysten mehrheitlich Kontakt zur Presse unterhalten; oft sogar sehr viele Interviews führen.

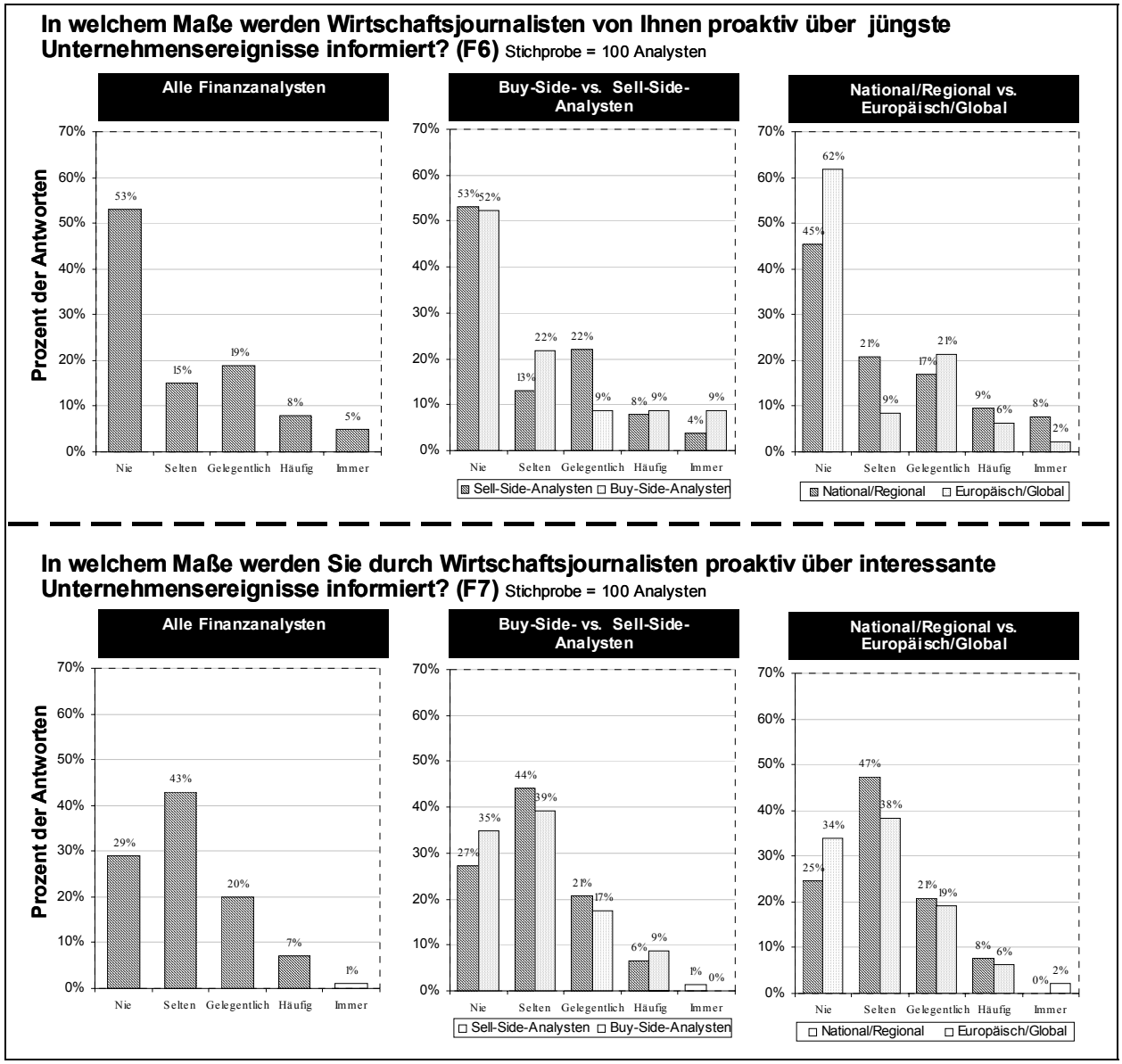


Abbildung 12: Ausmaß der gegenseitigen proaktiven Information von Wirtschaftsjournalisten und Analysten

461 Die Unterschiede nach der Analystenfunktion oder dem geographischen Schwerpunkt des Arbeitgebers sind jedoch nicht statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau.

Wird dabei die längere Zeit berücksichtigt, welche der Analyst in der Vorbereitung und Durchführung von Interviews und Pressegesprächen verbringt, so kristallisiert sich heraus, dass die Kommunikation von Analysten mit Wirtschaftsjournalisten ein bedeutender Teil der routinemäßigen Arbeitsaufgaben geworden ist.

Während die letztgenannte Fragestellung einen Eindruck von der Quantität der Kommunikationskontakte vermittelt, erlaubt Abbildung 12 eine Vorstellung zur Qualität der Kommunikation, indem auch das Ausmaß der gegenseitigen Information bei besonderen Unternehmensereignissen untersucht wurde. Insgesamt ist dabei festzustellen, dass Analysten nur in sehr geringem Maße proaktiv Wirtschaftsjournalisten über Unternehmensereignisse informieren, selbst aber auch nur selten proaktiv durch Wirtschaftsjournalisten informiert werden. Im Hinblick auf die Information von Journalisten durch Analysten war die häufigste Antwort „Nie"; gefragt, ob sie selbst durch Wirtschaftsjournalisten informiert werden, war „Selten" als häufigste Antwort der Analysten festzustellen. Damit scheint die proaktive Information durch Wirtschaftsjournalisten verbreiteter, wenngleich auf sehr geringem Niveau. Besonders ausgeprägt ist die geringe Benachrichtigung der Wirtschaftsjournalisten zu Unternehmensereignissen im Fall von Buy-Side-Analysten sowie bei Analysten europäisch/globaler Institute. Diese Unterschiede erweisen sich jedoch als nicht statistisch signifikant.[462] Demgegenüber scheinen Wirtschaftsjournalisten insbesondere die europäisch/globale Institute geringfügig weniger zu informieren.[463]

Im Ergebnis kristallisiert sich heraus, dass sowohl Analysten als auch Wirtschaftsjournalisten sich nur in sehr geringem Maße proaktiv gegenseitig informieren über anstehende Unternehmensereignisse. Die Kommunikationsbeziehung scheint daher nicht sehr eng geknüpft zu sein.[464] Die Vermutung liegt nahe, dass Analysten und Wirtschaftsjournalisten zwar oft miteinander in Kontakt treten, diese Kommunikation sich jedoch auf spezifische und zweckgebundene Ereignisse wie Interviews beschränkt und qualitativ tiefer gehende Inhalte im Sinne eines gegenseitigen Gedankenaustausches oder einer gegenseitigen Information regelmäßig nicht umfasst.

---

462 Konkret weisen die Unterschiede bei Anwendung des Whitney-Mann-U-Tests ein Signifikanzniveau oberhalb von 5 Prozent auf.

463 Insbesondere werden 34 Prozent der Analysten europäisch/globaler Institute „nie" durch Wirtschaftsjournalisten informiert gegenüber 25 Prozent der Analysten national/regionaler Institute.

464 Vgl. zur interpersonalen Kommunikation: Wiemann/Giles (1996), S. 331-334, 358,-360.

Korrespondierend zu den vorherigen Ergebnissen zeigt Abbildung 13 darüber hinaus, dass die Initiative zu Interviews fast ausschließlich von den Wirtschaftsjournalisten ausgeht; die Kommunikationsbeziehung scheint mithin sehr einseitig aufgebaut zu sein.[465] Nur eine geringe Anzahl von Analysten sieht die Initiative zu Interviews bei Analysten (1 Prozent) oder ausgewogen/neutral (4 Prozent). Die Umfrage deutet zudem darauf hin, dass es in der Tendenz üblich ist, dass Analysten vor der Veröffentlichung eines Interviews um die letztendliche Genehmigung gebeten werden.

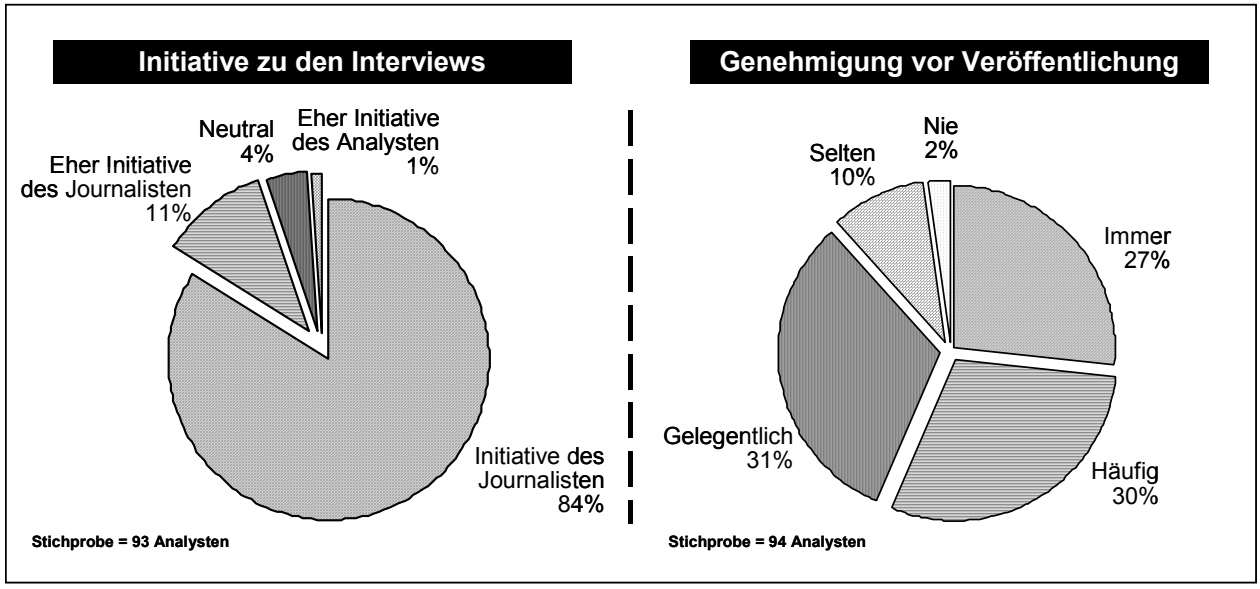


Abbildung 13: Initiative zu den Interviews und Genehmigung vor Veröffentlichung

Um die Ursachen der verstärkten Analystenpräsenz in den Medien zu erforschen, wurden Finanzanalysten im Hinblick auf die Kooperationsgründe für eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten befragt. Dabei zeigt sich deutlich, dass vor allem die Bekanntheitssteigerung bei institutionellen Investoren, Unternehmen und Privatinvestoren sowie die Reputationssteigerung sehr wichtige Gründe für die Kooperation mit Wirtschaftsjournalisten darstellen. Diese Tatsache erstaunt nicht, da im Zuge der gesteigerten Reputation und Bekanntheit bei den relevanten Kundengruppen auch verbesserte Geschäftsaussichten vermutet werden können.[466] Durch die Kooperation mit Wirtschaftsjournalisten einen kompetitiven Vorteil gegenüber anderen Analysten zu gewinnen bzw. einen verbesserten Unternehmens-

[465] Auszuschließen ist allerdings nicht, dass das Phänomen der sozialen (Un)erwünschtheit auch in diesem Punkt das Antwortverhalten beeinflusst hat. Vgl. hierzu Manstead/Semin (1996), S. 97f.

[466] Vgl. hierzu auch Kuperman/Athavale/Eisner (2003), S. 75.

zugang oder verbesserte Karriereperspektiven zu erlangen, wird ebenso wie dem Lancieren der eigenen Meinung eine mittlere Bedeutung als Kooperationsgrund zugemessen. Die auf den ersten Blick überraschende nur mittlere Beurteilung des Lancierens in Verbindung mit einer relativ hohen Standardabweichung mag dabei darauf zurückzuführen sein, dass es sich hierbei um eine sozial unerwünschte Antwort handelt.[467] „Soziale Erwünschtheit" bezeichnet dabei das psychologische Phänomen, dass Versuchspersonen gerne in positivem Licht gesehen werden möchten. Sie scheuen sich daher, ihre Zustimmung zu Verhaltensweisen zu demonstrieren, die als negativ oder sozial unerwünscht beurteilt werden könnten. Im Ergebnis kann auch in der vorliegenden Untersuchung nicht ausgeschlossen werden, dass sich die befragten Personen selbst „zensieren", indem sie den sozial unerwünschten Antworten eine geringere Bedeutung beimessen als tatsächlich vorhanden.[468] Von diesem Phänomen betroffen sein mögen auch die als relativ unbedeutend eingestuften Motive „Bekanntheitssteigerung im privaten Umfeld" und „persönliche Gründe". Zumindest umstritten dürfte auch die Motivation sein, Kurseffekte zu erzeugen, die den eigenen Kunden zugute kommen.[469] Aus der letztgenannten Bedeutungseinstufung lässt sich daher auch kein Beleg für Sant/Zamans Vermutung ableiten, dass Analysten versuchen, ihre Empfehlungen breit in den Medien zu platzieren, um damit eine Kurswirkung zu erzielen, der ihren besten, bereits zuvor informierten, Kunden zugute kommt.[470]

---

467 Vgl. zur Theorie der sozialen Unerwünschtheit: Manstead/Semin (1996), S. 97f.

468 Vgl. Manstead/Semin (1996), S. 97.

469 Vgl. Kuperman/Athavale/Eisner (2003), S. 75 für die Vermutung, dass Analysten versuchen, mittels ihrer verstärkten medialen Visibilität die Performance nach der Empfehlung zu steigern.

470 Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 619f

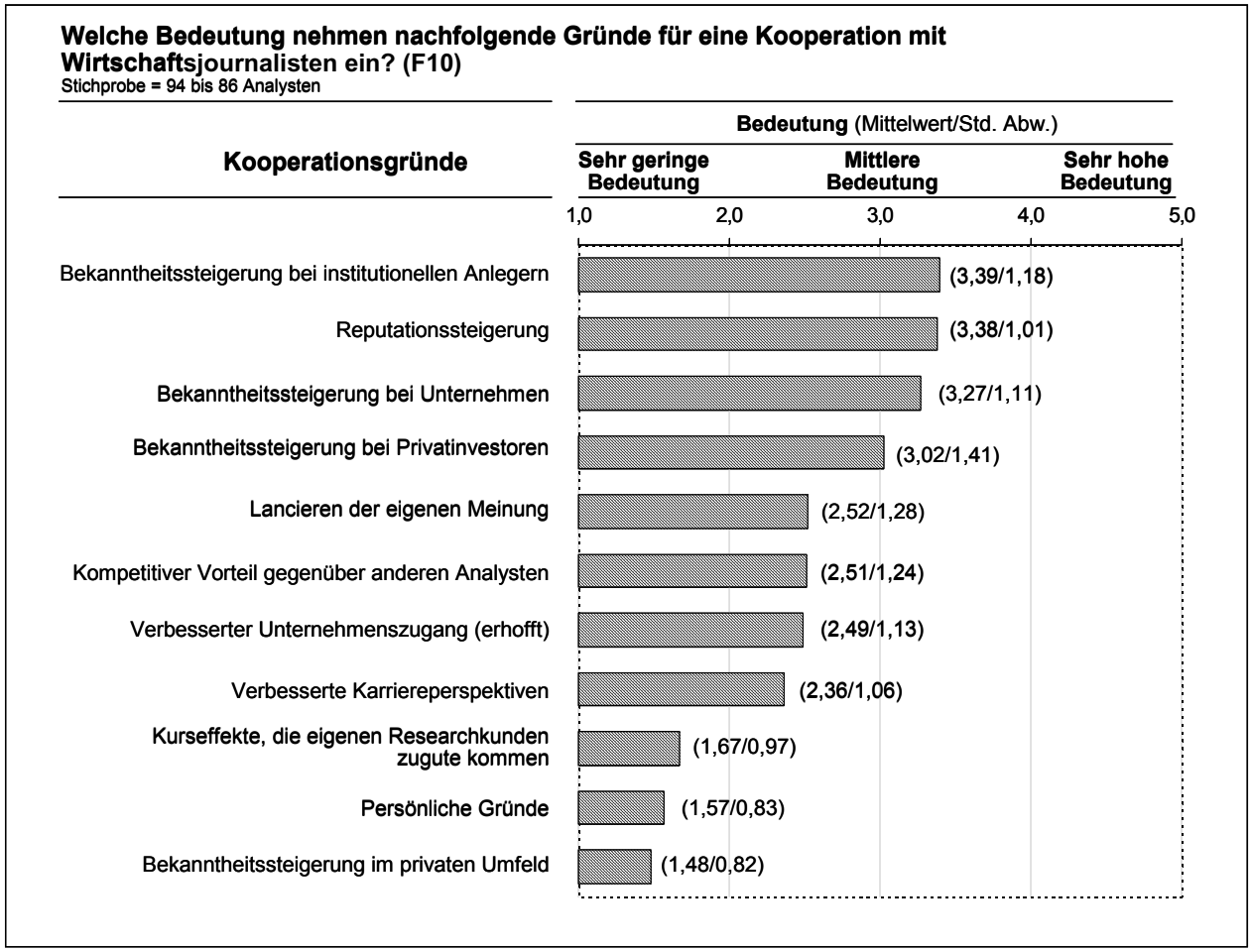


Abbildung 14: Kooperationsgründe von Finanzanalysten

Werden die Ergebnisse zur oben genannten Fragestellung nach der Analystenfunktion differenziert, so ergeben sich signifikante Unterschiede in Bezug auf die Reputationssteigerung sowie im Hinblick auf die Bekanntheitssteigerung bei Privatinvestoren (vgl. Abbildung 15).[471] So messen Buy-Side-Analysten der Bekanntheitssteigerung bei Privatinvestoren eine wesentlich höhere Bedeutung bei als Analysten der Sell-Side dies tun. Da Privatinvestoren für die Buy-Side wie beispielsweise Fonds, Pensionskassen oder Versicherungen eine Hauptkundengruppe darstellen, kann dieses Resultat nicht überraschen.[472] Korrespondierend hierzu messen auch Sell-Side-Analysten der Bekanntheitssteigerung bei den für sie sehr wichtigen institutionellen Investoren eine höhere Bedeutung bei als ihre Kollegen

471 Der Mann-Whitney-U-Test weist einen Signifikanzwert von 0,000 in Bezug auf die Bekanntheitssteigerung bei Privatinvestoren sowie einen Wert von 0,046 bezüglich der Reputationssteigerung auf.

472 Im Gegensatz hierzu stellen institutionelle Investoren die Hauptkundengruppe der Sell-Side dar. Vgl. hierzu Abschnitt 2.1.1 dieser Arbeit.

von der Buy-Side; die Unterschiede erweisen sich in diesem Fall jedoch als nicht statistisch signifikant.

Eine deutlich höhere Wichtigkeit nimmt darüber hinaus das Motiv der Reputationssteigerung bei den Buy-Side-Analysten ein. Einen Erklärungsansatz hierfür bildet die Vorstellung, dass die Empfehlungen der Buy-Side-Analysten im Normalfall nicht öffentlich distribuiert werden und somit auch nur ein sehr eingeschränkter Kreis im eigenen Hause von den speziellen Leistungen eines Buy-Side-Analysten erfährt.[473] Um dennoch einen größeren Kreis von den eigenen Leistungen zu unterrichten, die eigene Reputation und damit oft verbunden auch den eigenen Marktwert zu steigern, bietet sich für Buy-Side-Analysten verstärkt die Kooperation mit Wirtschaftsjournalisten an.

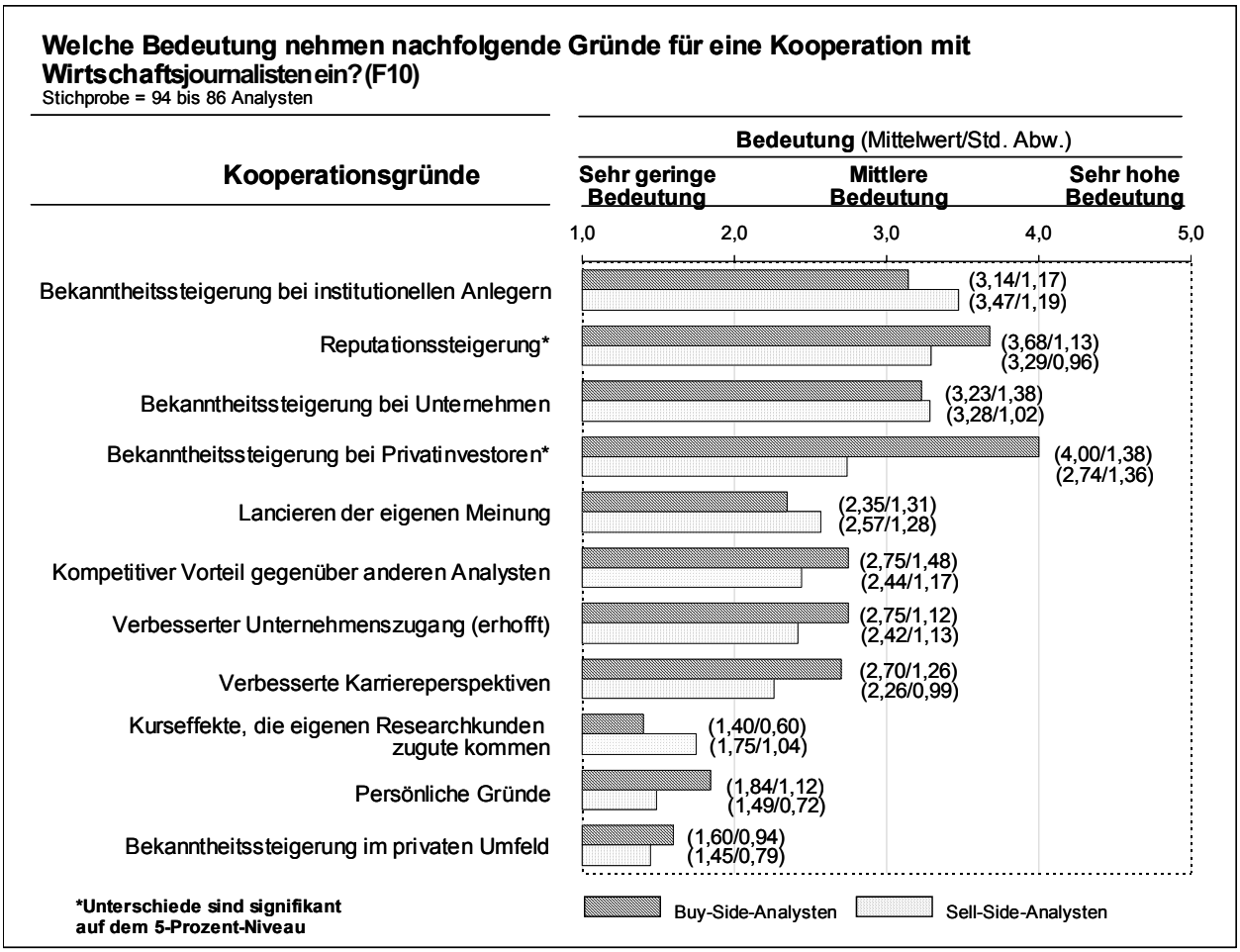


Abbildung 15: Kooperationsgründe von Buy-Side- vs. Sell-Side-Analysten

Auch das Antwortverhalten von Analysten mit hoher und niedriger Berufserfahrung wurde einer getrennten Untersuchung unterzogen (vgl. Abbildung 16). Wäh-

473 Vgl. Löffler (1997), S. 19; Bittner (1996), S. 28; Düsterlho (2000), S. 74.

rend die Antworten insgesamt relativ homogen sind, ergeben sich signifikante Unterschiede im Hinblick auf die verbesserten Karriereperspektiven.[474] So erhoffen sich Analysten mit geringer Berufserfahrung in stärkerem Maße verbesserte Karriereperspektiven von einer Kooperation mit Wirtschaftsjournalisten. Größere Unterschiede existieren auch im Hinblick auf den verbesserten Unternehmenszugang, wenngleich nicht auf demselben Signifikanzniveau.[475] Demgegenüber erweist sich das Antwortverhalten zwischen Analysten europäisch/globaler und national/regionaler Institute als sehr homogen. Diesbezüglich sind keine signifikanten Unterschiede auszumachen.[476]

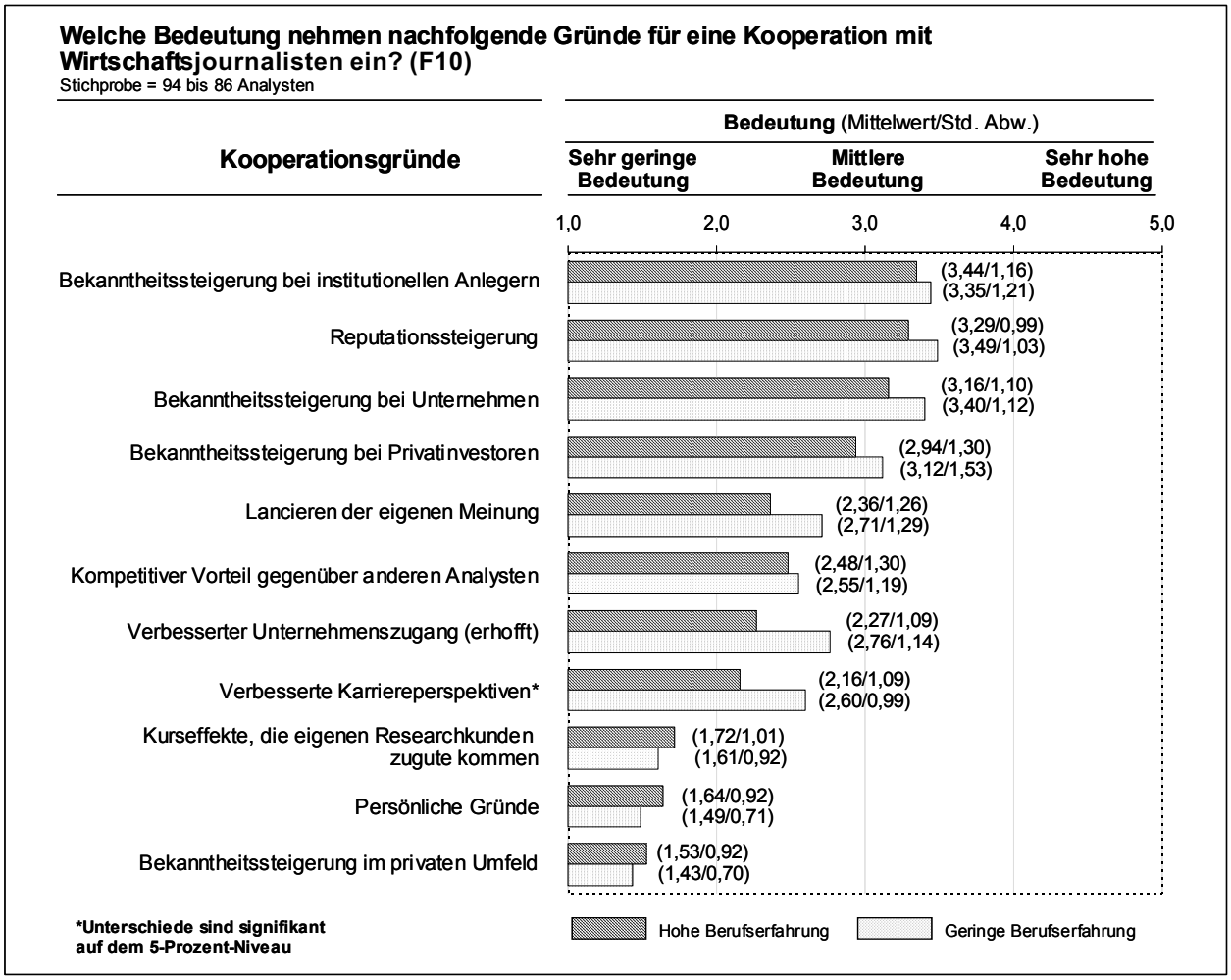


Abbildung 16: Kooperationsgründe aus Sicht von Analysten mit hoher vs. geringer Berufserfahrung

474 Der Mann-Whitney-U-Test bestätigt mit einen Signifikanzwert von 0,035 die systematischen Unterschiede.

475 Hier ergibt sich ein Signifikanzwert von 0,056 für den Mann-Whitney-U-Test.

476 Auch hier fand der Mann-Whitney-U-Test Verwendung.

Parallel zu den Gründen für eine Kooperation wurden auch die Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten abgefragt. Die Ergebnisse zeigt die nachfolgende Abbildung 17.

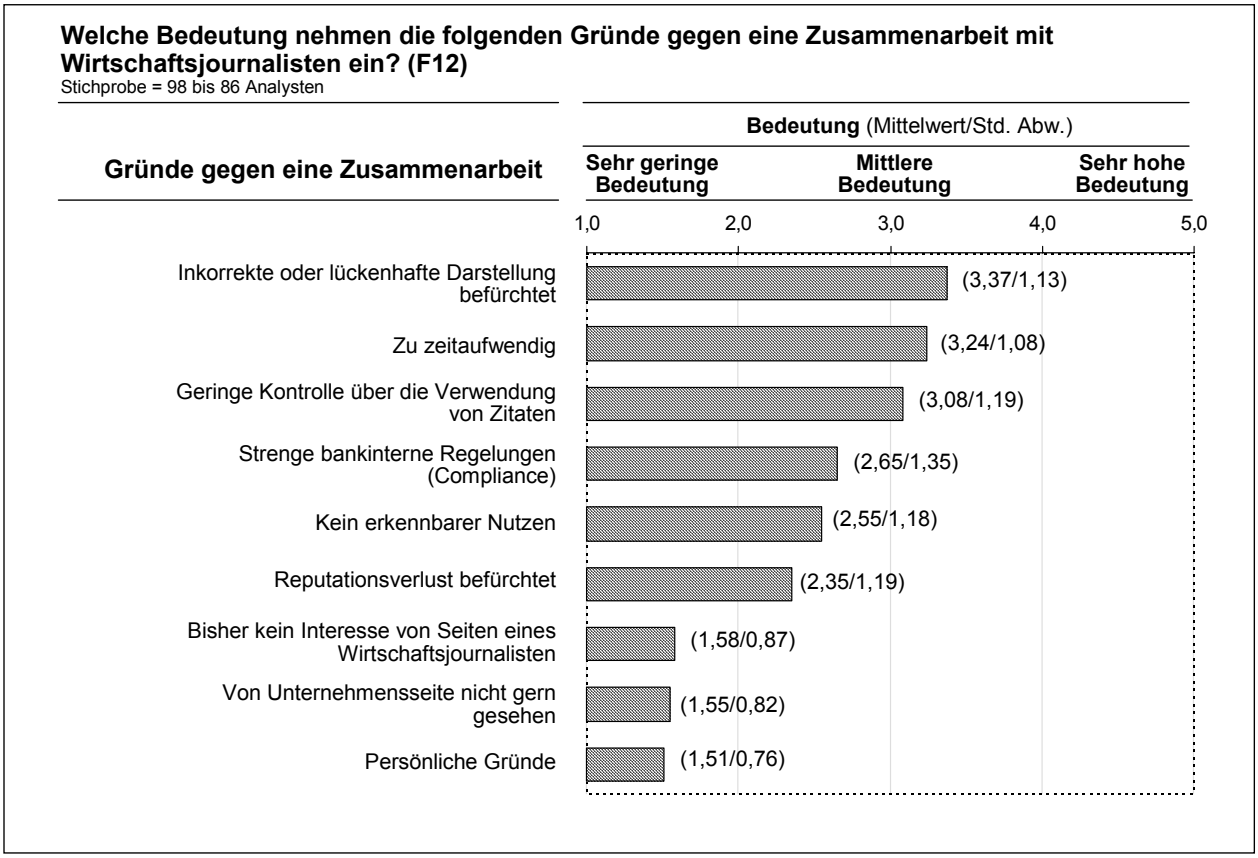


Abbildung 17: Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten aus Sicht der Finanzanalysten

Als wichtigster Grund gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten wird dabei die Befürchtung einer inkorrekten oder lückenhaften Darstellung genannt. Auch der geringen Kontrolle über die Verwendung von Zitaten wird in diesem Zusammenhang eine hohe Bedeutung beigemessen. Mithin scheint insbesondere das mögliche Schadenspotenzial ungewünschter oder unkontrollierter Pressemitteilungen einer vertieften Zusammenarbeit entgegenzustehen. Gegen eine Zusammenarbeit spricht ferner auch der hohe Zeitaufwand. Diese Reaktion der Analysten ist umso verständlicher, wenn die Vielzahl von Interviews und Anfragen bedacht wird.[477]

Die hohe Standardabweichung in Verbindung mit einer mittleren Bedeutungseinschätzung in Hinblick auf die „Compliance“ erweckt die Vorstellung, dass es hier

[477] Vgl. zu den von Analysten gegebenen Interviews Abbildung 11.

von Institut zu Institut unterschiedlich strenge interne Regelungen gibt. Ein nicht erkennbarer Nutzen und ein befürchteter Reputationsverlust stellen weitere Argumente mittlerer bis geringer Bedeutung gegen eine Zusammenarbeit dar. Als vergleichsweise unwichtige Gründe werden hingegen „persönliche Gründe", die unternehmensseitige Ablehnung oder ein „geringes Interesse von Seiten der Wirtschaftsjournalisten" eingeschätzt.

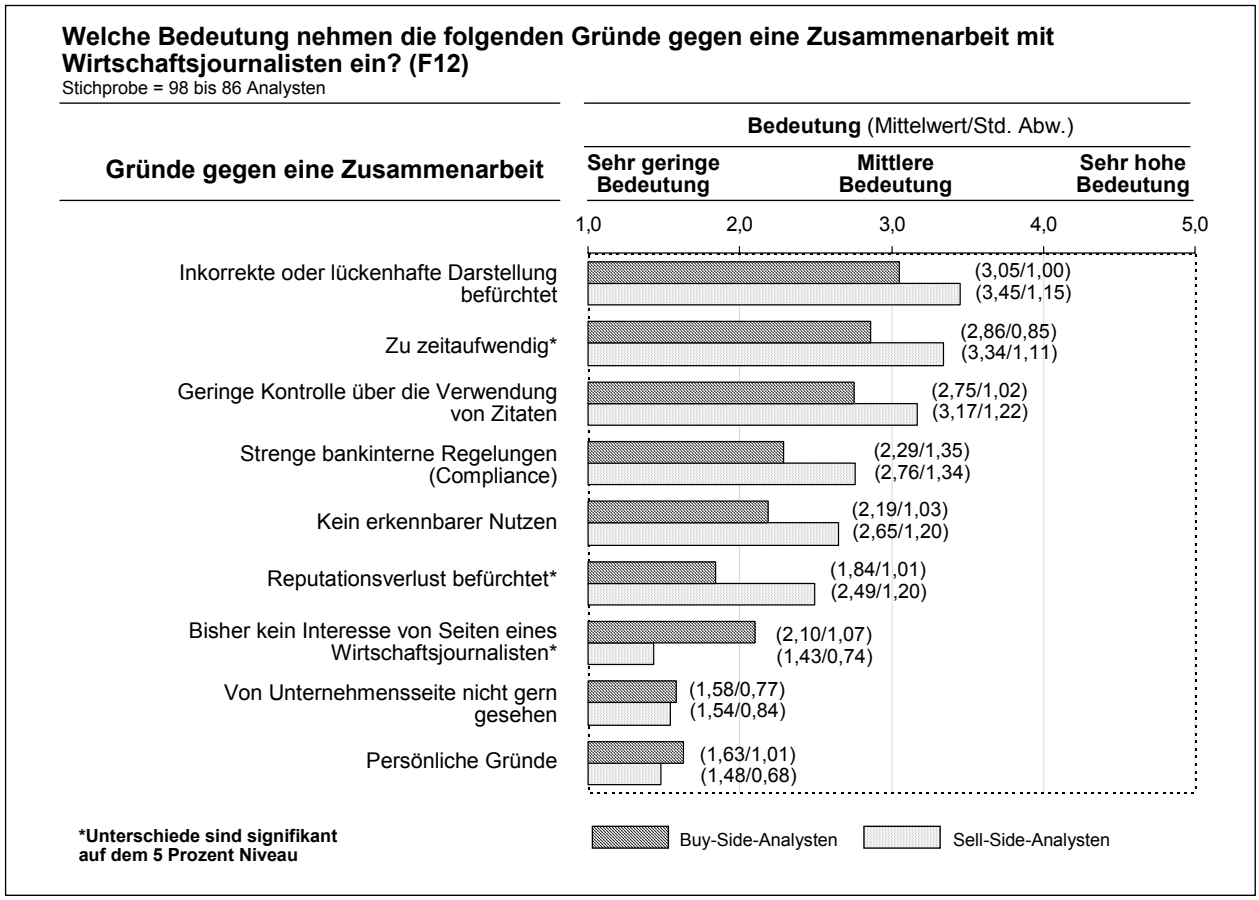


Abbildung 18: Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten aus Sicht der Buy-Side- vs. Sell-Side-Analysten

Werden die Ergebnisse nach Buy-Side- und Sell-Side-Analysten getrennt aufgeschlüsselt, so fällt auf, dass die letztgenannte Gruppe den einzelnen Gründen gegen eine Zusammenarbeit mit wenigen Ausnahmen eine insgesamt höhere Bedeutung zumisst. Statistisch signifikante Unterschiede ergeben sich dabei im Hinblick auf den Zeitaufwand[478] und den befürchteten Reputationsverlust.[479] Da zu vermuten ist, dass es insbesondere Sell-Side-Analysten infolge ihrer weitgehenden Distribu-

478 Der Whitney-Mann-U-Test bestätigt die Unterschiede mit einem Signifikanzwert von 0,039.

479 Ein Signifikanzwert von 0,028 beim Whitney-Mann-U-Test bestätigt die Vermutung von systematischen Unterschieden.

tion von Empfehlungen möglich ist, eine öffentliche Reputation aufzubauen,[480] erscheint die Befürchtung eines Reputationsverlustes auch dementsprechend schwerwiegender für diese Gruppe.

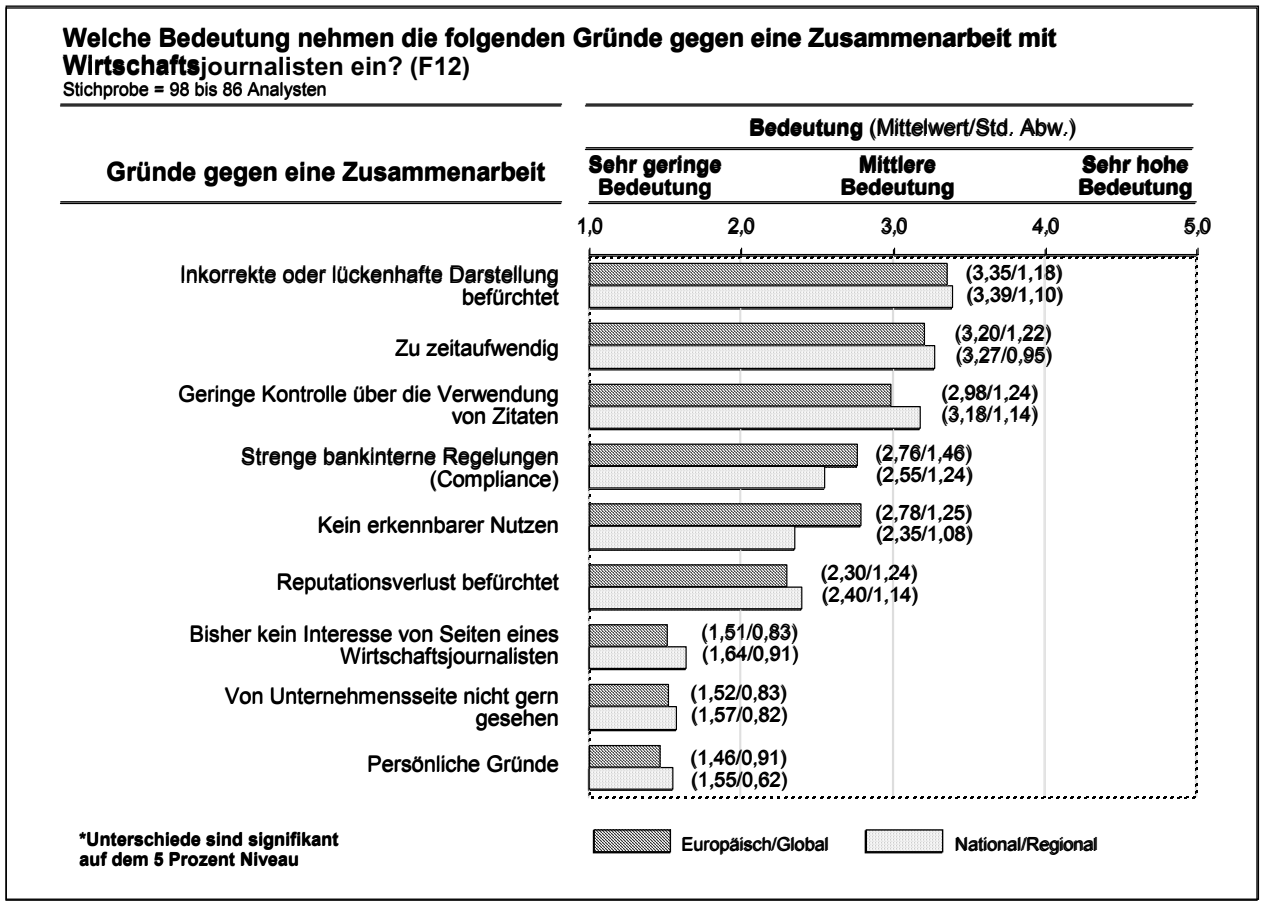


Abbildung 19: Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten aus Sicht der Analysten national/regionaler vs. europäisch/globaler Häuser

Ferner beurteilen Buy-Side-Analysten das nicht-vorhandene Interesse von Seiten der Wirtschaftsjournalisten als deutlich wichtiger im Vergleich zu ihren Kollegen der Sell-Side.[481] Dies mag Folge einer tatsächlich geringeren Beachtung durch Wirtschaftsjournalisten sein. In diesem Zusammenhang ist vorstellbar, dass Journalisten durch die öffentliche Distribution und elektronische Verfügbarkeit von Sell-Side-Empfehlungen eine sehr viel konkretere Vorstellung davon entwickeln können, wer für eine spezifische Fragestellung der geeignete Ansprechpartner auf

480 Vgl. zum Reputationsziel von Analysten den Abschnitt 2.1.4 dieser Arbeit. Vgl. auch Chemmanur/Fulghieri (1994), S. 57ff.

481 Der Whitney-Mann-U-Test zeigt einen Signifikanzwert von 0,005 an.

der Sell-Side darstellt. Aus Effizienzgesichtspunkten werden sie in diesem Fall gezielt auf Ansprechpartner der Sell-Side zurückgreifen.

Regelmäßig nur geringe Unterschiede, die durchweg nicht signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau sind, werden bei der differenzierten Auswertung des geographischen Schwerpunktes ermittelt. Der höchste Wert wird dabei im Hinblick auf Unterschiede in der Kategorie „Kein erkennbarer Nutzen“ erreicht“.[482]

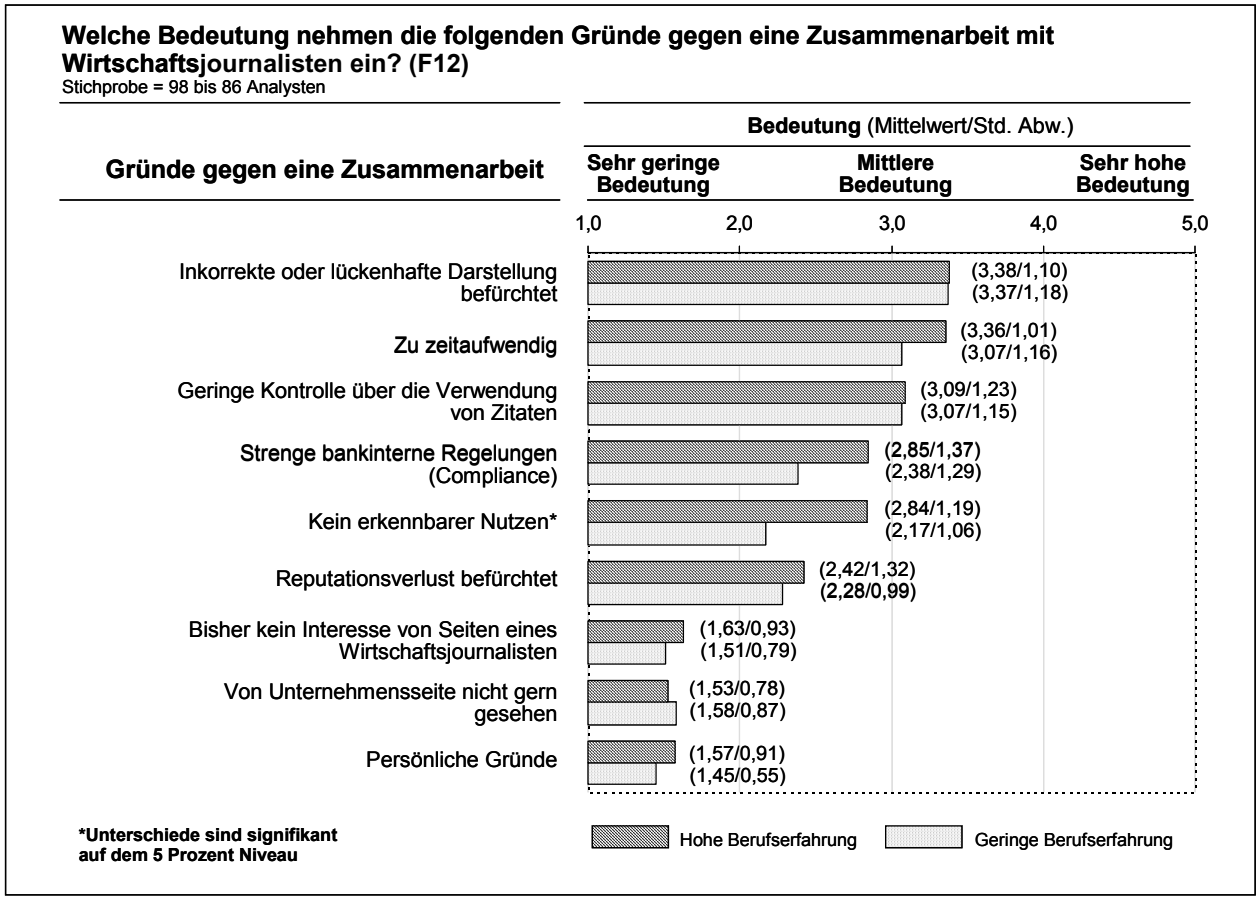


Abbildung 20: Gründe gegen eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten aus Sicht der Analysten mit hoher vs. geringer Berufserfahrung

Der Vergleich der Antworten von Analysten mit hoher und geringer Berufserfahrung ergibt signifikante Unterschiede im Hinblick auf den erkennbaren Nutzen.[483] Dem Argument, dass eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten keinen erkennbaren Nutzen zur Folge hat, bringen dabei berufserfahrene Analysten eine

482 Der Whitney-Mann-U-Test ergibt einen Signifikanzwert von 0,075.
483 Der Whitney-Mann-U-Test erreicht einen Signifikanzwert von 0,005.

deutlich höhere Zustimmung entgegen. Eine Ursache hierfür mag in der stärkeren Ergebnisverantwortung bzw. -ausrichtung erfahrener Analysten liegen. Größere, wenngleich nicht signifikante Unterschiede bestehen ferner im Hinblick auf die Compliance-Regelungen.[484] Möglicherweise liegt diesem Unterschied eine bessere Kenntnis der berufserfahreneren Analysten um die bankinternen Regelungen zugrunde.

3.6.3 Rolle des Arbeitgebers

Nachdem bereits analystenseitige Motivationsgründe für eine Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten diskutiert wurden, erscheint es für ein umfassendes Verständnis zweckmäßig, auch die Rolle des Arbeitgebers von Analysten zu untersuchen. Ob die Arbeitgeber bestimmte bankinterne Regelungen für den Umgang mit Wirtschaftsjournalisten entwerfen, welcher Natur diese Regelungen sind und welche Position die Arbeitgeber gegenüber Interviews mit Wirtschaftsjournalisten einnehmen, stellt den Gegenstand der nachfolgenden Überlegungen dar.

Abbildung 21 zeigt in diesem Zusammenhang die von den Analysten wahrgenommene Position ihrer Arbeitgeber hinsichtlich Interviews der Research-Abteilungen mit Wirtschaftsjournalisten. Dabei wird deutlich, dass insgesamt eine in der Tendenz eher fördernde Einstellung der Arbeitgeber konstatiert werden kann. Aus dieser Tatsache ergibt sich ein zusätzlicher Anreiz für die Analysten, mit Wirtschaftsjournalisten aktiv zu kommunizieren. Werden die Antworten darüber hinaus nach geographischem Schwerpunkt des Arbeitgebers und Analystenfunktionen differenziert, so ergibt sich folgendes Bild: Arbeitgeber von Sell-Side-Analysten sind deutlich fördernder gegenüber Interviews eingestellt als Arbeitgeber der Buy-Side; der Whitney-Mann-U-Test bestätigt in diesem Zusammenhang die Vermutung statistisch signifikanter Unterschiede.[485] Auch zwischen den Antworten von Analysten national/regionaler und europäisch/globaler Häuser zeigen sich statistisch signifikante Unterschiede.[486] So erweisen sich national/regionale Institute als deutlich fördernder im Hinblick auf Analysteninterviews als dies bei europäisch/globalen Häusern der Fall ist.

---

484 Whitney-Mann-U-Test erreicht einen Wert von 0,091.

485 Der Mann-Whitney-U-Test zeigt einen Signifikanzwert von 0,034 an.

486 Diese Beobachtung wird bestätigt durch den Mann-Whitney-U-Test, welcher einen Signifikanzwert von 0,036 anzeigt.

Im Hinblick auf die Motivation von Analystenhäusern im Hinblick auf Interviews mit Wirtschaftsjournalisten liegt nahe, dass neben weiteren Einflüssen insbesondere Bekanntheits- und Reputationseffekte bei privaten als auch institutionellen Investoren zwei zentrale Beweggründe für den Kontakt mit Wirtschaftsjournalisten darstellen.[487] Die stärker fördernde Einstellung der Sell-Side-Arbeitgeber mag dabei darauf zurückzuführen sein, dass die erhofften positiven Effekte einer höheren Bekanntheit/Reputation gerade im Geschäft mit den für die Sell-Side wichtigen institutionellen Kunden eine größere Bedeutung einnehmen. Nicht zuletzt finden die jährlich erstellten Reputationsrankings des Institutional Investor Magazins, des Reuters Survey, des Extel/Thomson Financial Surveys oder vergleichbarer Publikationen jeweils eine sehr hohe Beachtung;[488] Achleitner/Bassen/Pietzsch vermuten darüber hinaus, dass auch Teile der Kompensation von Analystenabteilungen an diese öffentlichen Rankingergebnisse geknüpft werden.[489] Dieses mag damit zusammenhängen, dass eine hohe Reputation im Research von entscheidender Bedeutung für die Generierung zusätzlicher Einnahmen im Wertpapierhandel und Konsortialgeschäft ist.[490]

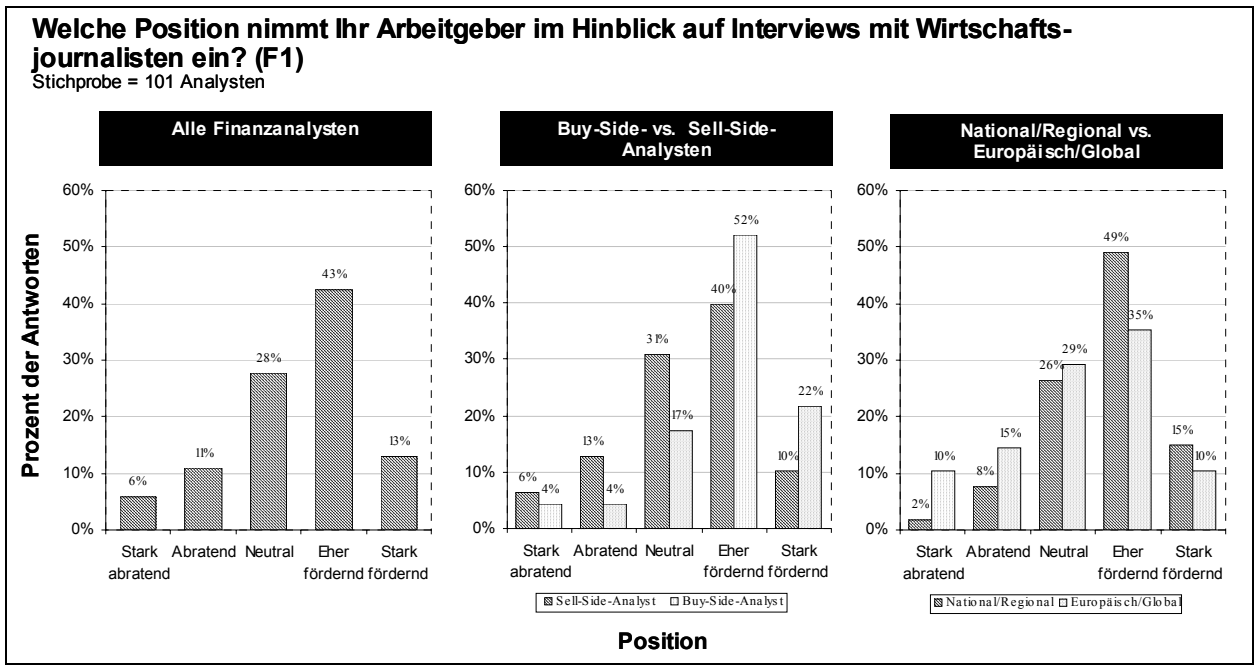


Abbildung 21: Position des Arbeitgebers im Hinblick auf Interviews mit Wirtschaftsjournalisten

487 Als weitere Motivationsgründe könnte auch die Reputationssteigerung bei relevanten Stakeholder-Gruppen, Klienten anderer Geschäftsbereiche etc. angeführt werden; vgl. Achleitner (2002), S. 17ff

488 Vgl. zu quantitativen und qualitativen Rankings Moerschen (2001a), S. 47; vgl. auch Achleitner (2002), S. 768-777.

489 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 53.

490 Vgl. Achleitner (2002), S. 775-777.

Auch die Unterschiede im Hinblick auf den geographischen Schwerpunkt der Institute lassen sich mit Hilfe differenzierter Motivationsstrukturen erklären. So haben national/regionale Institute oftmals (noch) nicht das Renommee ihrer europäisch/globalen Konkurrenten erreicht; sie sind mithin in wesentlich stärkerem Maße darauf angewiesen, durch aktive Presse- und Öffentlichkeitsarbeit auf sich aufmerksam zu machen. Es ist darüber hinaus zu vermuten, dass die Vorteile einer intensiven Pressearbeit für national/regionale Bankinstitute bedeutsamer sind, da hiermit nicht nur institutionelle, sondern vielfach auch private Investoren ihres Heimatmarktes angesprochen werden.[491] Unter Kosten-/Nutzen-Gesichtspunkten wird sich die Pressearbeit folglich für diese Häuser vielfach als sehr vorteilhaft erweisen und folglich auch eine entsprechende Förderung erfahren.

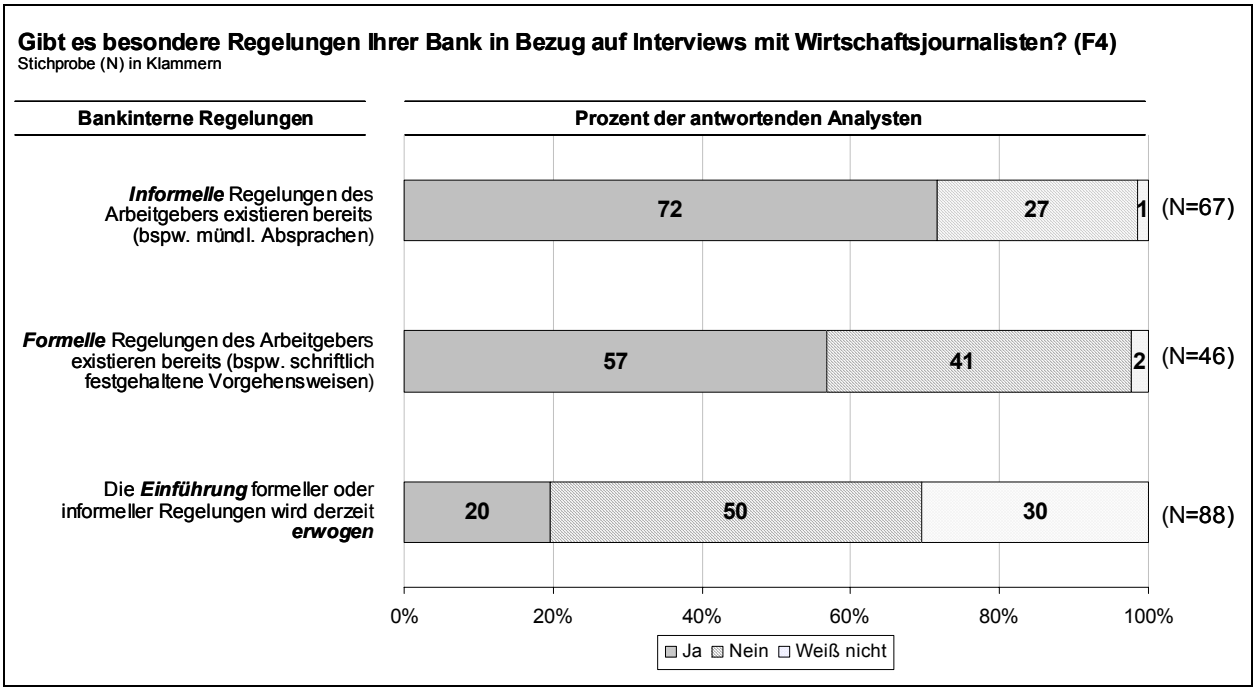


Abbildung 22: Bankinterne Regelungen

Neben der Rolle des Arbeitgebers wurde untersucht, ob besondere Regelungen der Bankinstitute in Bezug auf Interviews mit Wirtschaftsjournalisten existieren. Wie Abbildung 22 deutlich zeigt, sind die bankinternen Regelungen, sofern vorhanden, eher informeller Natur (72 Prozent). Zu einem, wenngleich etwas kleineren Teil (57 Prozent), bestehen auch formelle Regelungen des Arbeitgebers, beispielsweise

[491] So haben viele nationale oder regionale Bankeninstitute (beispielhaft seien die Landesbanken genannt) den überwiegenden Teil ihrer Kundenbasis im Heimatmarkt mit großem Anteil im Retailbereich. Vgl. für Kauf-/Verkaufsempfehlungen von Instituten mit hohem Anteil an Retailkunden Brodie (2004), S. 15.

in Form von schriftlichen Anweisungen zum Umgang mit Wirtschaftsjournalisten. Die Neueinführung formeller oder informeller Regelungen wird hingegen nur von einem geringen Teil (20 Prozent) angestrebt. Kritisch muss jedoch an dieser Stelle angemerkt werden, dass, möglicherweise aus Unkenntnis heraus, hohe Beantwortungsverluste bei dieser Frage zu verzeichnen sind, was die Interpretation erschwert.[492]

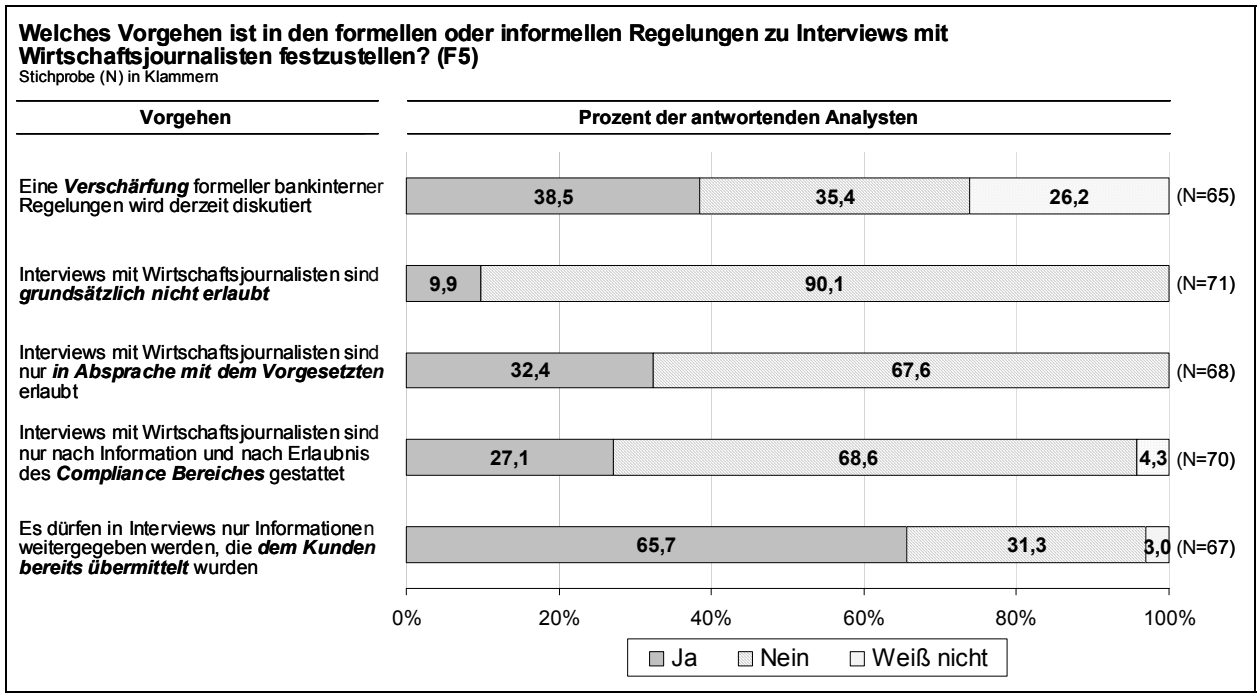


Abbildung 23: Konkretisierung der bankinternen Regelungen

Eingehend analysiert wurde ferner der Inhalt der formellen und informellen Regelungen (vgl. Abbildung 23). Deutlich wird dabei, dass sich im Hinblick auf die zukünftige Tendenz bankinterner Regelungen die Antwortmöglichkeiten „Verschärfung“ und „Nicht-Verschärfung“ in etwa die Waage halten. Mithin kann keine eindeutige Tendenz in Richtung einer Verschärfung formeller bankinterner Regelungen erkannt werden. Interviews mit Wirtschaftsjournalisten scheinen darüber hinaus bei der weitaus größten Mehrheit (90,1 Prozent) keinen grundsätzlichen Verboten zu unterliegen. Mehrheitlich nicht notwendig vor Interviews ist ferner die Absprache mit dem Vorgesetzten oder dem Compliance Bereich.
Vergleichsweise große Einigkeit besteht hingegen unter den befragten Finanzanalysten darüber, dass nur diejenigen Informationen weitergegeben werden dürfen,

[492] Im schlechtesten Fall haben 46, im besten 88 Analysten diese Frage beantwortet bzw. beantworten können. Dieses entspricht 45 bis 87 Prozent der an der Umfrage teilnehmenden Analysten.

welche den Kunden bereits bekannt und übermittelt wurden. Mit dieser Regelung wird vermieden, dass den Kunden der Analysten, den Investoren, geschadet wird, indem eine Handelsidee vorzeitig publiziert wird und somit nicht mehr profitabel durchführbar ist.[493]

3.6.4 Verwendung von sekundären Informationsquellen

Interessante Ergebnisse im Hinblick auf das Informationsverhalten von Analysten liefert die Befragung zur Verwendung von sekundären, nicht vom Unternehmen stammenden Informationsquellen. Diesen Informationsquellen können sowohl unverarbeitete als auch aufbereitete Informationen entnommen werden.

Eine nach ihrer Bedeutung geordnete Darstellung der Verwendung sekundärer Informationsquellen findet sich in Abbildung 24. Die sekundären Informationsquellen mit der größten Bedeutung für Analysten stellen dabei „Informationsdienste und Datenbanken“ (86 %) dar. Diese Datenbanken liefern je nach bestelltem Umfang eine Fülle von Informationen: hierzu können sowohl Kurs- und Handelsdaten sowie Analystenempfehlungen und -gewinnschätzungen als auch verschiedene Kennziffern des Rechungswesens oder spezielle Marktdaten gehören.

Als gleichfalls sehr bedeutend werden jene sekundären Informationsquellen eingestuft, die branchenspezifische Informationen bereitstellen: hierzu zählen „branchenspezifische Zeitschriften“ (81 Prozent) ebenso wie „Informationen der Brachenverbände“ (80 Prozent) und „Branchenstudien der Analystenhäuser“ (74 Prozent) (Vgl. Abbildung 24). Immerhin noch 71 Prozent der befragten Analysten verwendet „Studien der Marktforschungsinstitute“, welche typischerweise produktbezogene Marktinformationen bereitstellen, aber teilweise auch besondere Branchenbeobachtungen durchführen.[494] Dieses Ergebnis unterstreicht damit die Auffassung, dass eine adäquate Einschätzung der Branchenentwicklung die zentrale Grundvoraussetzung für weitergehende Analysen zu unternehmensspezifischen Entwicklungen und Bewertungen darstellt.[495] Die Ergebnisse korrespondieren dar-

493 Vgl. zu diesem Argument Sant/Zaman (1996), S. 619f

494 Vgl. zur Marktforschung Kotler/Bliemel (1995), S. 179-212.

495 Vgl. zur Bedeutung von branchenspezifischen Informationen im Rahmen der Unternehmensbewertung Palepu/Healy/Bernard (2000), S. 2-1; Copeland/Koller/Murrin (1996), S. 327ff.; Damodaran (1996), S. 137; Firchau (1986); Hooke (1998).

über hinaus zu den Befunden von Piotrowski/Roulstone, die den Informationsbeitrag der Analysten speziell in deren Branchen-Know-How erkennen.[496]

Von knapp der Hälfte der befragten Analysten werden ferner journalistische Artikel bei der Erstellung einer Investitionsempfehlung hinzugezogen. Die Berücksichtigung journalistischer Artikel ermöglicht es Finanzanalysten, die öffentliche Meinung zu bestimmten Unternehmen oder Themengebieten einzubeziehen. Gleichzeitig stellt dieses Ergebnis ein Indiz dafür dar, dass bis zu einem gewissen Grad eine Rückkopplung von den Medien zu den Analysten stattfindet.[497]

Eine nur geringe bis mittlere Verwendung wurde hingegen für „Analystenempfehlungen anderer Institute", für die „Studien von Beratungsunternehmen" oder auch für „Studien der Rating-Agenturen" angegeben. In Bezug auf die erstgenannten Analystenempfehlungen anderer Institute unterscheiden sich dabei die Antworten - wie an späterer Stelle noch eingehend diskutiert - deutlich in Abhängigkeit vom Analystentypus. Insbesondere von Sell-Side-Analysten wird der Verwendung von fremden Analystenempfehlungen nur eine geringe Bedeutung beigemessen. Die Ursache hierfür mag wiederum mit der sozialen Unerwünschtheit dieser Antwort zusammenhängen, welche sich in dem Anspruch der meisten Analysten begründet, originäres Research zu verfassen. Vor dem Hintergrund des in der Literatur zahlreich dokumentierten Herdenverhaltens von Analysten mag in der Praxis jedoch vermutet werden, dass zumindest die Kenntnis fremder Analystenstudien noch höher ausfällt und das Herdenverhalten möglicherweise auch Folge einer eher indirekten Beeinflussung ist.[498]

Überraschend klein scheint auch die geringe Berücksichtigung von Studien der Rating-Agenturen. Wie Beispiele aus der Telekommunikationsbranche exemplarisch zeigen, können Änderungen des Fremdkapital-Ratings auch Implikationen für die Eigenkapitalseite haben;[499] insbesondere wenn sich infolge eines veränderten Ra-

---

496 Vgl. Piotrowski/Roulstone (2001), S. 30. Während der Informationsbeitrag der Analysten in stärker branchenspezifischen Informationen liegt, stellen firmenspezifische Informationen den höchsten Informationsbeitrag der Insider und institutionellen Investoren dar.

497 Vgl. bereits bei Rosen/Gerke (2001), S. 11f für die Berücksichtigung des Informationsstromes von Medien zu den Finanzanalysten.

498 Vgl. exemplarisch zum Herdenverhalten von Analysten: Hong/Kubik/Solomon (2000), S. 121-125, 142f.; Trueman (1994), S. 97f.

499 Durch ein verschlechtertes Rating können sich die Zinsbelastungen von neu emittierten Anleihen erhöhen. Auch die Koupon-Zahlungen für bereits emittierte Anleihen können mit dem Rating des Unternehmens verknüpft sein und somit die Zinsaufwendungen beeinflussen. Diese Verknüpfung

tings auch die Zinsaufwendungen wandeln. Der geringe Gebrauch von Studien der Beratungsunternehmen kann demgegenüber damit erklärt werden, dass diese nicht immer öffentlich zugänglich sind, teilweise auch von den Auftraggebern unter Verschluss gehalten werden und zudem oftmals sehr spezifische Aufgabenstellungen behandeln.

Als sekundäre Informationsquelle mit der geringsten Verbreitung unter Analysten werden Börsenbriefe eingestuft. Diese Tatsache untermauert den Gedanken, dass dieses stark komplexitätsreduzierende Format eher private, ggf. auch weniger professionelle Adressaten anspricht.[500]

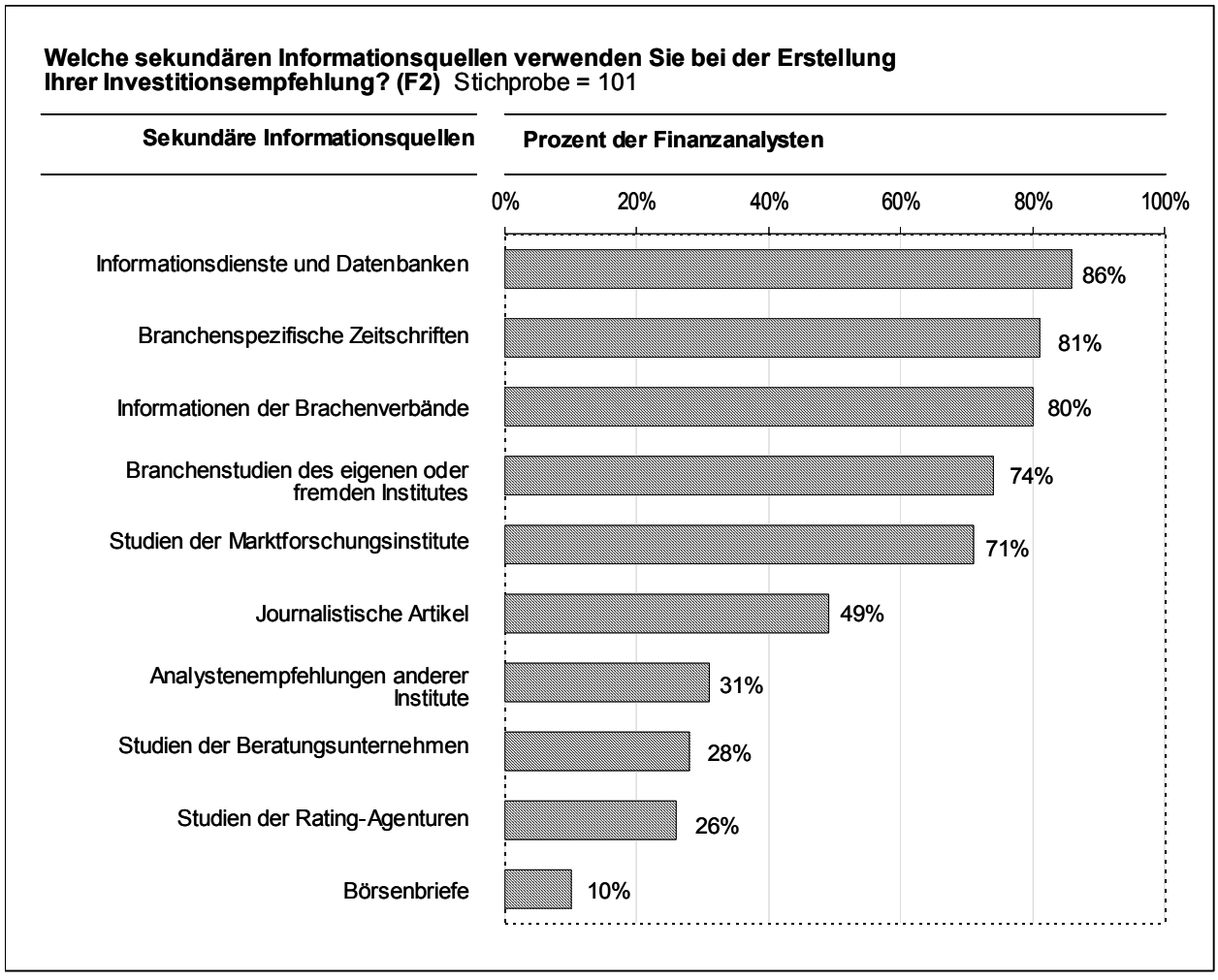


Abbildung 24: Verwendung sekundärer Informationsquellen aus Sicht der Finanzanalysten[501]

der Koupon-Zahlungen mit dem Rating mittels eines so genannten „Rating-Triggers“ wurde beispiele bei Anleihen der Deutschen Telekom angewendet; vgl. Bauer/Spiller (2003), S. 1f.

500 Vgl. zu Privatanlegern und Börsenbriefen Rosen/Gerke (2001), S. 12f.; Gerke (2000), S. 151-170.

501 Mehrfachantworten waren bei dieser Frage möglich.

Werden die Ergebnisse der obigen Fragestellung vor dem Hintergrund der institutionellen Einordnung der Analysten betrachtet, so ergibt sich ein insgesamt gemischtes Bild (vgl. Abbildung 25). Sehr homogen ist das Antwortverhalten von Buy-Side- und Sell-Side-Analysten in Bezug auf die Verwendung von Informationsdiensten und Datenbanken sowie von Studien der Marktforschungsinstitute, Beratungsunternehmen und Rating-Agenturen. Demgegenüber existieren signifikante Unterschiede im Hinblick auf den Gebrauch von branchenspezifischen Zeitschriften und Analystenempfehlungen fremder Institute.[502]

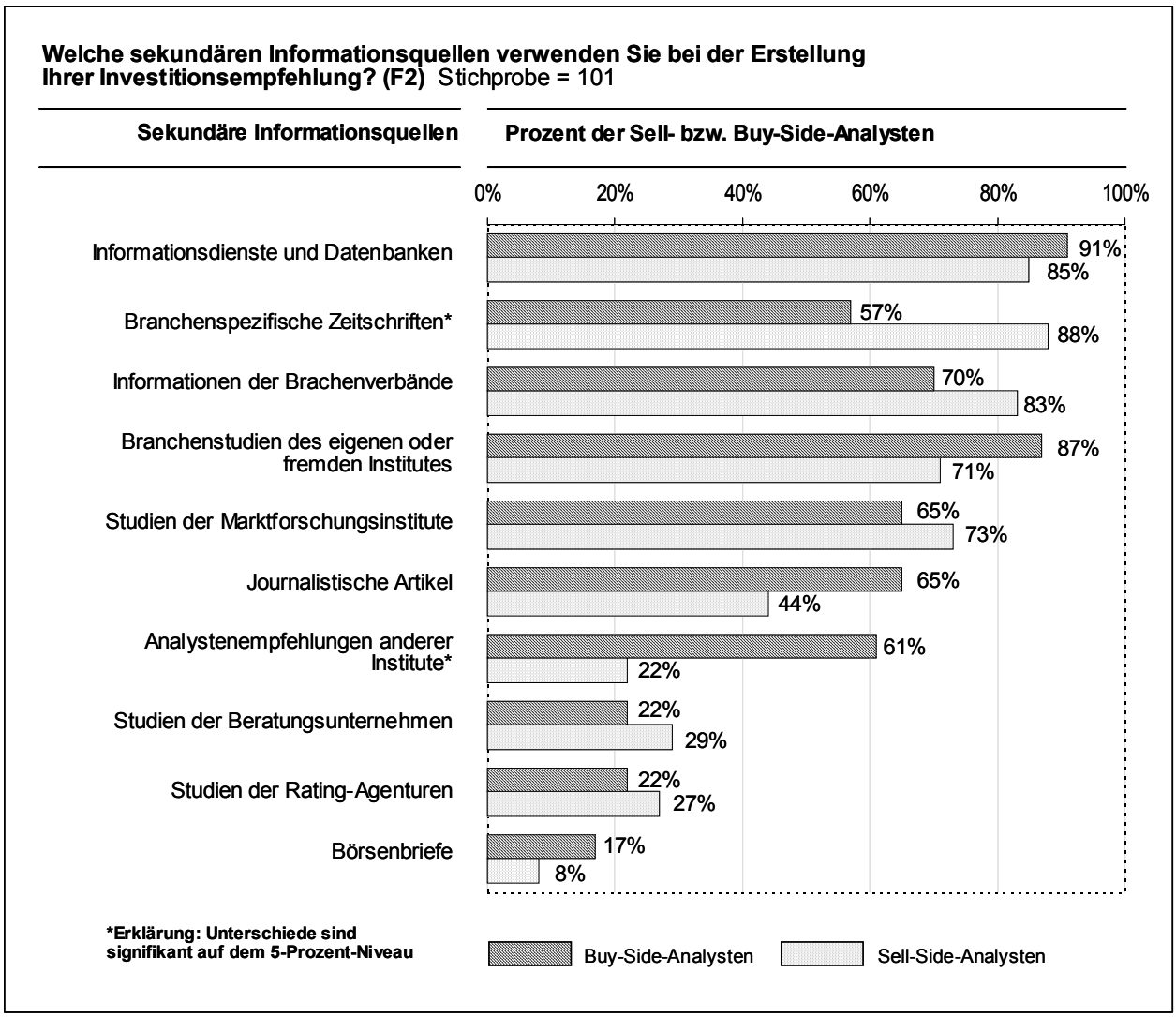


Abbildung 25: Sekundäre Informationsquellen von Sell-Side- vs. Buy-Side-Analysten

So präferieren Sell-Side-Analysten deutlich stärker die Verwendung branchenspezifischer Zeitschriften als dies bei Buy-Side-Analysten der Fall ist. Die Ursache

[502] Der Chi-Quadrat-Test auf Unabhängigkeit weist in diesem Zusammenhang Signifikanzwerte von 0,001 bzw. 0,000 auf.

hierfür mag darin begründet liegen, dass die letztgenannten Buy-Side-Analysten regelmäßig Analystenstudien für eine höhere Anzahl von Unternehmen zu erstellen haben.[503] Daher liegt die Vermutung nahe, dass diese sich weniger stark auf eine einzelne Branche fokussieren und sich mit dieser intensiv beschäftigen können. Aus Zeitgründen mögen Sie darüber hinaus in stärkerem Maße auf den Rückgriff fremder Analysen angewiesen sein. Diese Vorstellung wird bestätigt durch die Tatsache, dass Buy-Side-Analysten auch auf Branchenstudien des eigenen oder fremder Institute häufiger zurückgreifen, wenngleich sich hier die Unterschiede auf dem 5-Prozent-Niveau als nicht signifikant erweisen.[504]

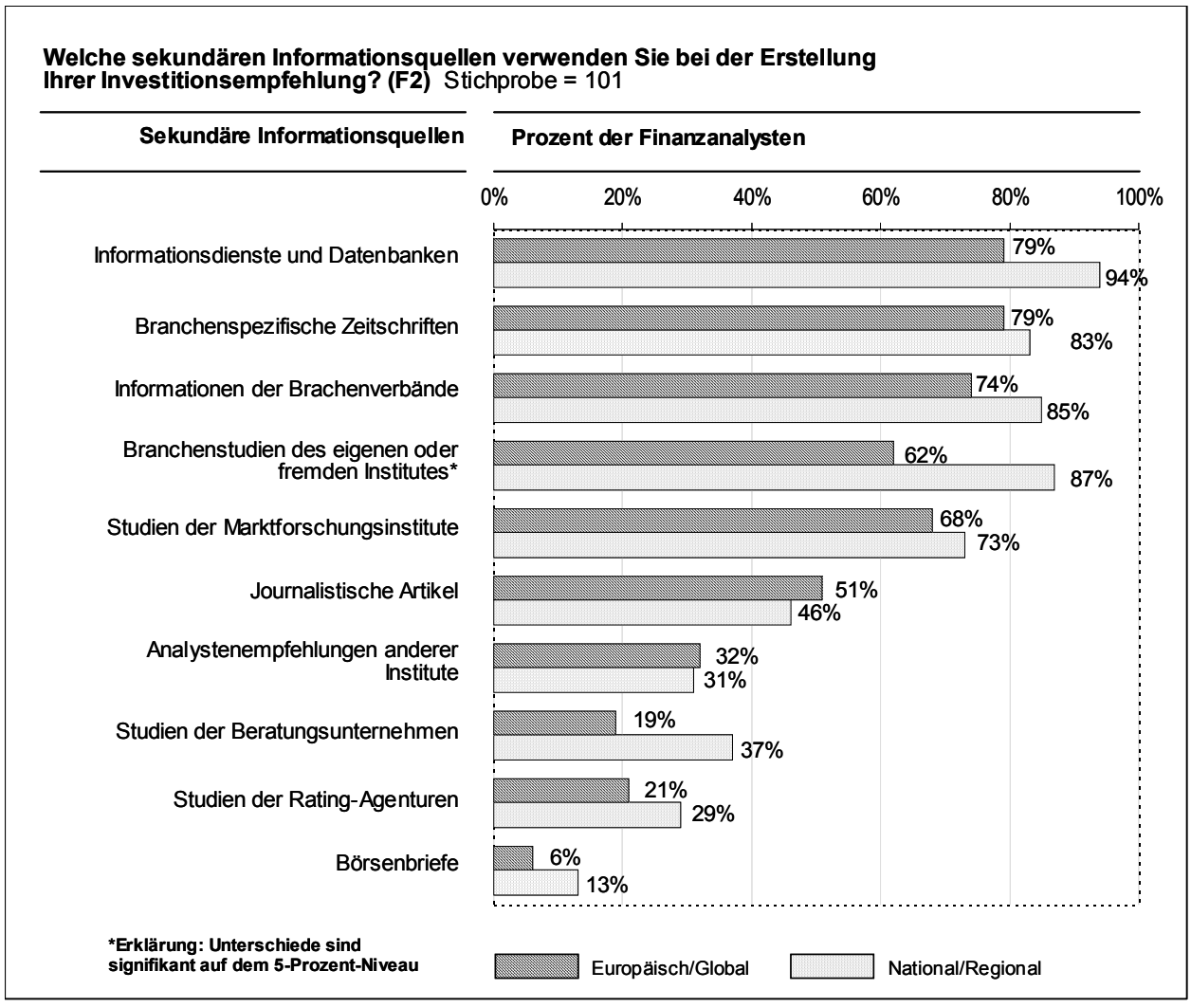


Abbildung 26: Sekundäre Informationsquellen von Analysten global/europäischer vs. national/regionaler Häuser

503 Vgl für die höhere Anzahl an Unternehmen, welche Buy-Side-Analysten abdecken: Schulz (1999), S. 153; Bittner (1996), S. 24f.

504 Der Chi-Quadrat-Test auf Unabhängigkeit weist einen Signifikanzwert von 0,068 auf. Die Unterschiede sind mithin auf dem 10-Prozent-Niveau signifikant.

Werden die Ergebnisse nach dem geographischen Schwerpunkt des Arbeitgebers getrennt aufgeschlüsselt, so fällt auf, dass Analysten nationaler und regionaler Häuser mit einer Ausnahme für jede Kategorie eine häufigere Verwendung angeben.[505] Diese Tatsache mag darauf hindeuten, dass die national/regionalen Analysten stärker auf unternehmensexterne Informationsquellen zurückgreifen. Eine mögliche Erklärung hierfür könnte darin liegen, dass Analysten nationaler und regionaler Häuser nicht in dem Maße Zugang zum Management der Unternehmen finden, wie es ihren teilweise reputableren Kollegen globaler und europäischer Banken möglich ist.

Statistisch signifikante Unterschiede im Hinblick auf die Verwendung von sekundären Informationsquellen ergeben sich vor allem im Hinblick auf Branchenstudien des eigenen oder fremden Institutes.[506] Analysten nationaler bzw. regionaler Häuser verwenden diese zu 87 Prozent gegenüber einem Anteil von lediglich 62 Prozent bei Analysten globaler und europäischer Häuser. Auch für die Kategorien „Informationsdienste und Datenbanken“ sowie „Studien der Beratungsunternehmen“ ergeben sich größere Unterschiede zwischen national/regionalen Instituten und global/europäischen Instituten, wenngleich die entsprechenden Unabhängigkeitstests hier leicht über dem 5-Prozent-Niveau liegende Signifikanzwerte messen.[507]

Die insgesamt höhere Verwendung sekundärer Informationsquellen durch Analysten national/regionaler Häuser sowie die statistisch signifikanten Unterschiede bei Branchenstudien können dahingehend interpretiert werden, dass letztgenannten Analysten möglicherweise weniger Ressourcen innerhalb des eigenen Hauses oder Teams zur Verfügung stehen, um ihr Research zu erstellen. Nationale bzw. regionale Institute fokussieren ihr Research zudem meist auf bestimmte Indizes bzw. Werte des jeweiligen Heimatlandes und würden typischerweise eine weniger starke Abdeckung von Werten außerhalb des eigenen Heimatlandes/Schwerpunkts vornehmen. Um dennoch über weltweite Entwicklungen insbesondere in global aufge-

---

505 Eine Ausnahme bildet die sekundäre Informationquelle „Journalistische Artikel“, die bei Analysten global/europäischer Häuser etwas häufiger Verwendung finden.

506 Der Chi-Quadrat-Test auf Unabhängigkeit zeigt hier einen Signifikanzwert von 0,010 auf und weist damit auf eine potenziell unterschiedliche Verwendung der sekundären Informationsquelle Branchenstudien hin.

507 Der Chi-Quadrat-Test auf Unabhängigkeit weist Signifikanzwerte von 0,054 bzw. 0,055 auf. Zusätzlich wurde aufgrund der geringeren Werte auch der Fishers-Exakter-Test auf Unabhängigkeit für die sekundäre Informationsquelle „Studien der Beratungsunternehmen“ durchgeführt. Dieser Test ergab einen Signifikanzwert von 0,075.

stellten Brachen informiert zu sein, erscheint die höhere Verwendung externer Brachenstudien erklärbar und sinnvoll.

3.6.5 Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen

Unter der Vielzahl von Investitionsempfehlungen, die täglich von regionalen bis globalen Investmentbanken ausgesprochen werden und die Unternehmen mit unterschiedlichsten Branchenhintergründen und Produktportfolios betreffen, haben Wirtschaftsjournalisten typischerweise eine Auswahl vorzunehmen. Finanzanalysten als Urheber dieser Investitionsempfehlungen und Akteure am Informationsmarkt werden nicht uninformiert dahingehend sein, welche ihrer Empfehlungen von der Wirtschaftspresse aufgenommen werden. In der Folge ist anzunehmen, dass Finanzanalysten eine Vorstellung für die dabei angelegten Auswahlkriterien entwickeln. Die nachfolgend diskutierte Fragestellung beschäftigt sich daher auch mit den Gründen, die aus Sicht der Analysten bestimmen, ob eine Empfehlung in der Wirtschaftspresse Berücksichtigung findet.

Das Vorliegen besonderer Unternehmensereignisse wird dabei von den befragten Finanzanalysten als der bedeutendste Grund für die Auswahl einer Analystenempfehlung angesehen (Vgl. Abbildung 27). Solche Unternehmensereignisse können Fusionsankündigungen, Produkteinführungen oder auch die Bekanntgabe neuer Unternehmenszahlen, beispielsweise im Rahmen einer medienwirksamen Presse- oder Analystenkonferenz bzw. Hauptversammlung, darstellen. Auch ein hohes öffentliches Interesse am Unternehmen stellt aus Analystensicht einen wichtigen Bestimmungsfaktor bei der Auswahl von Analystenempfehlungen dar. So ist vorstellbar, dass ansprechende, für die Leserschaft greifbare Produkte oder auch charismatische Manager das öffentliche Interesse am Unternehmen steigen lassen und im Ergebnis auch Analystenempfehlungen dieser Unternehmen stärker in der Wirtschaftspresse berücksichtigt werden.

An dritter Stelle unter den Auswahlkriterien wird die „Präferenz des Journalisten“ genannt. Persönliche Kontakte oder auch die Zugangsmöglichkeiten zu bestimmten Analysten(-häusern) mag dabei die Präferenz eines Journalisten prägen. Aus Kostengesichtspunkten scheint dieses Ergebnis für den Journalisten pragmatisch, wenngleich für die Leserschaft einer Zeitung nicht unbedingt befriedigend. Einen nicht unbedeutenden Faktor im Rahmen der Auswahl scheint darüber hinaus auch die Reputation der veröffentlichenden (Investment-)Bank darzustellen. Diesem

Gedankengang folgend wäre es beispielsweise vorstellbar, dass den Empfehlungen sehr reputabler Häuser ein höheres Vertrauen und ggf. auch eine höhere Wertschätzung beigemessen wird, was sich positiv in Bezug auf die Berücksichtigung in der Wirtschaftspresse auswirkt. Im Vergleich zur Reputation der veröffentlichenden (Investment-)Bank wird demgegenüber die Reputation des veröffentlichenden Analysten als ein weniger bedeutsames Auswahlkriterium eingeschätzt.

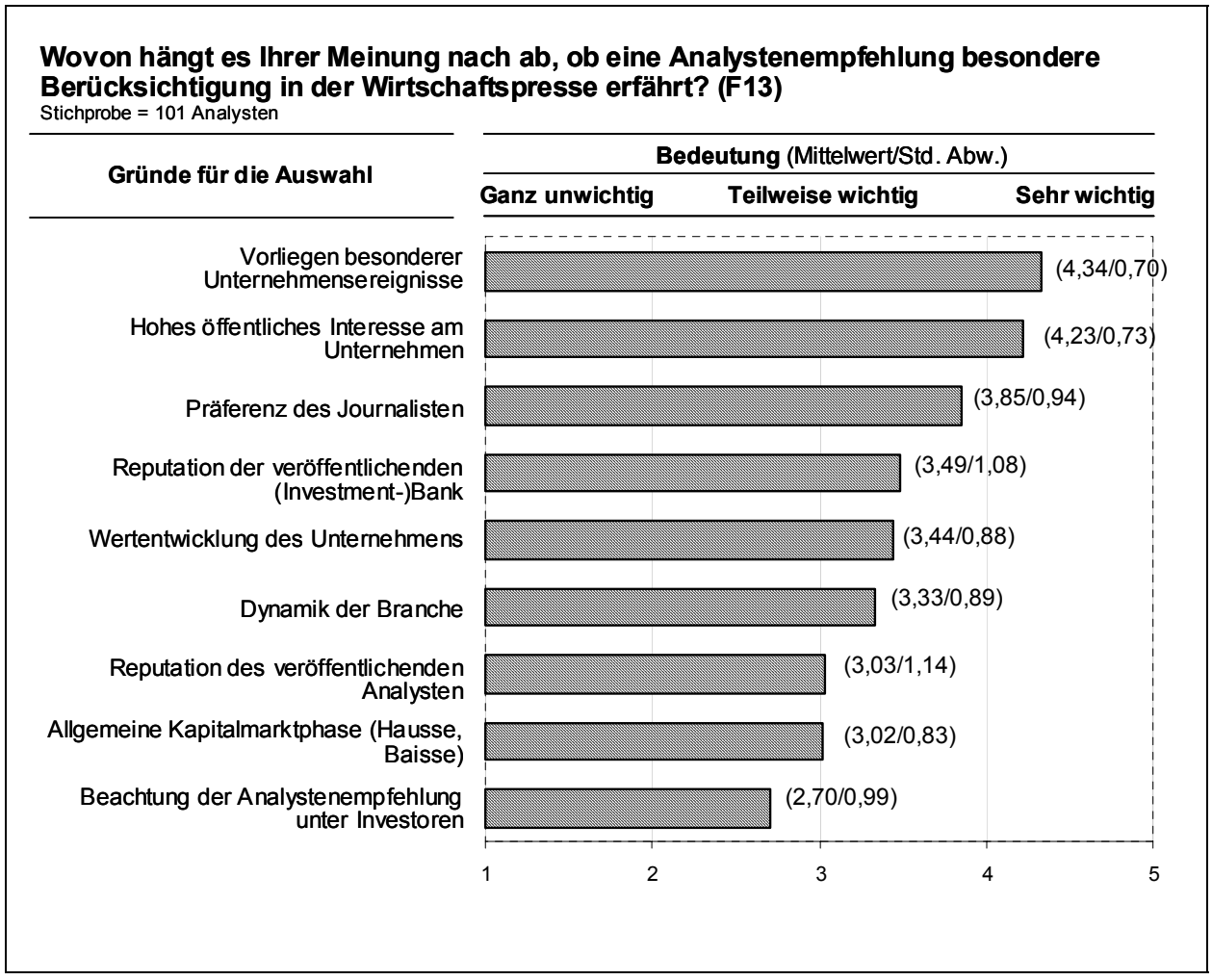


Abbildung 27: Auswahlkriterien der Analystenempfehlungen aus Sicht von Finanzanalysten

Auch der bisherigen Wertentwicklung des Unternehmens und der Dynamik der Branche wird nur eine mittlere bis geringe Bedeutung bei der Auswahl beigemessen. Dies mag auch darin begründet liegen, dass besonders dynamische Branchen wie beispielsweise die Bio- oder Nanotechnologie oftmals komplexer und damit für die Leserschaft auch erklärungsbedürftiger sind. Eine erstaunlich geringe Bedeutung als Auswahlkriterium wird darüber hinaus der Tatsache zugeschrieben, ob eine Analystenempfehlung besondere Beachtung unter Investoren gefunden hat.

Hier wäre aus theoretischer Sicht zu vermuten gewesen, dass gerade diejenigen Empfehlungen, die bereits bei der ersten Verbreitung eine hohe Marktwirkung erzielen, auch verstärkt von der Wirtschaftspresse aufgegriffen werden. Dagegen sprechen jedoch praktische Gründe wie die vergleichsweise aufwendige Bestimmung des Investoreninteresses oder auch ein differenziertes Leserinteresse.

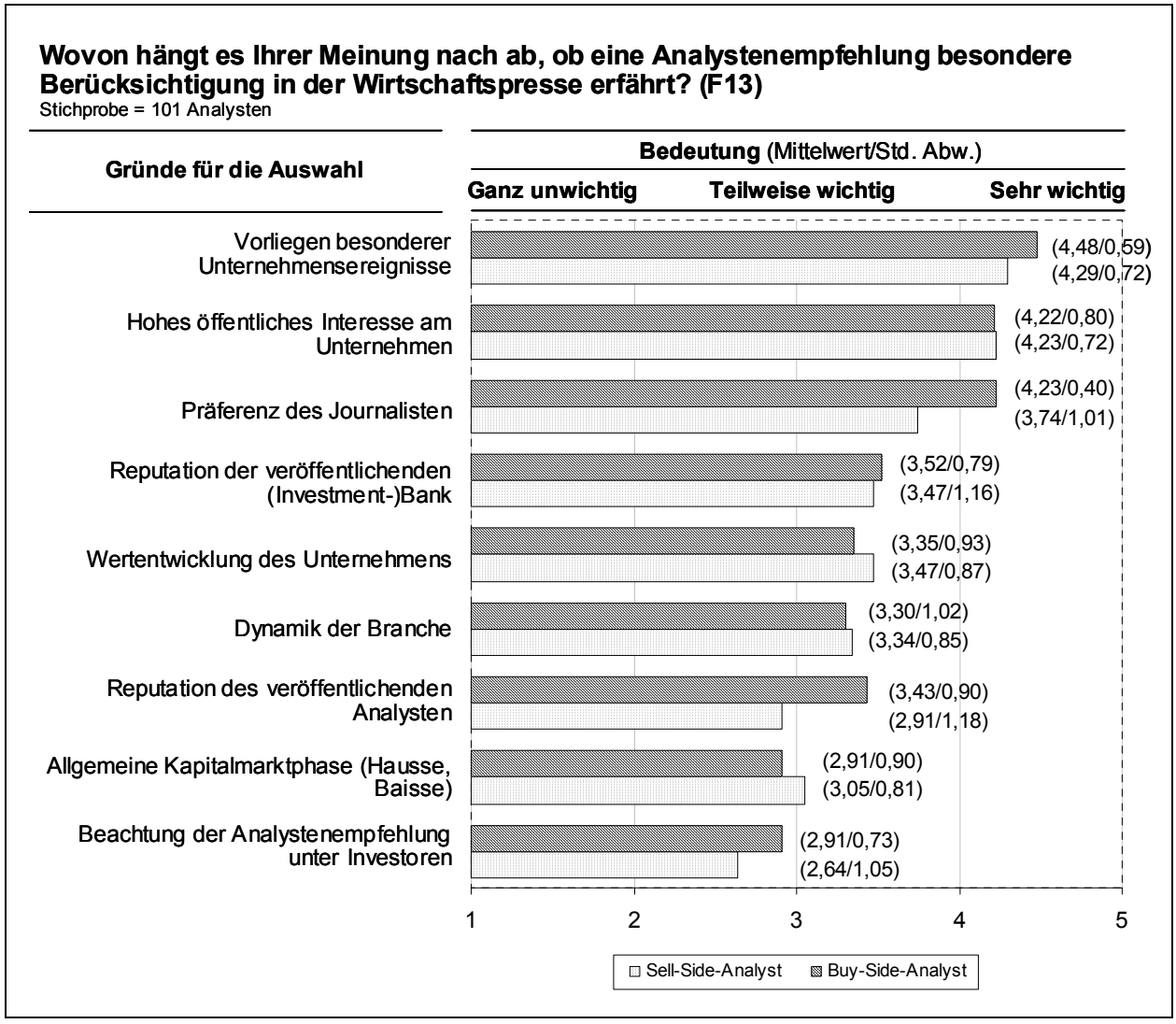


Abbildung 28: Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen aus Sicht von Buy-Side vs. Sell-Side-Analysten

Werden die Ergebnisse nach institutioneller Einordnung der Analysten sowie geographischem Schwerpunkt des Arbeitgebers differenziert, so ergibt sich ein insgesamt sehr homogenes Bild. So existieren keine signifikanten Unterschiede zwischen Buy-Side- und Sell-Side-Analysten (Vgl. Abbildung 28) bzw. zwischen Analysten national/regionaler und europäisch/globaler Institute (Vgl. Abbildung 29). Somit ist im Hinblick auf die Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen

auf eine prinzipiell gleiche Einschätzung der oben genannten Analystengruppen auszugehen.

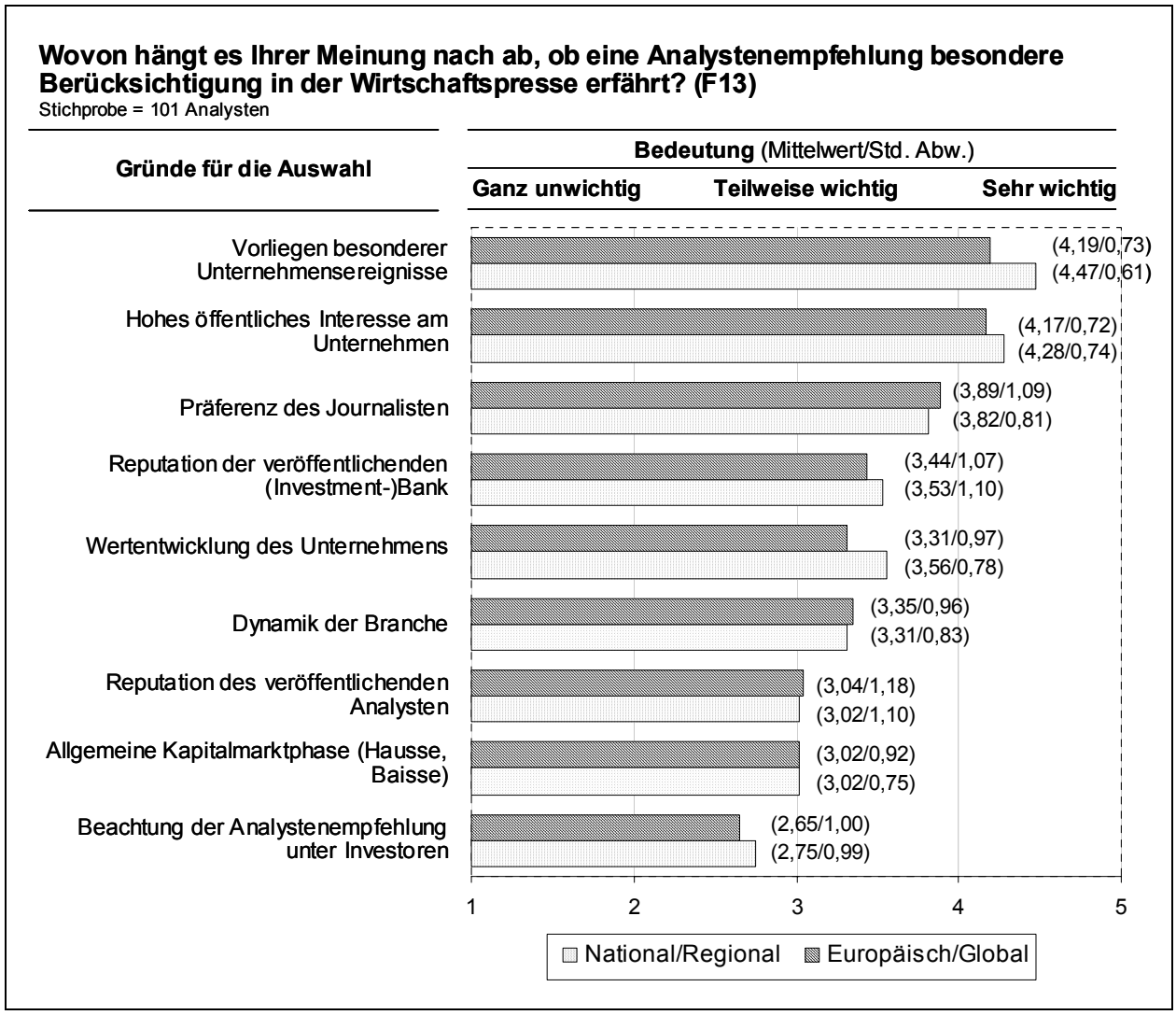


Abbildung 29: Auswahl von Analystenempfehlungen aus Sicht von Analysten national/regionaler vs. europäisch/globaler Häuser

3.7 Zwischenfazit

Analystenempfehlungen und -zitate haben in den letzten Jahren eine verstärkte Beachtung in der Wirtschaftspresse erfahren. Motivation und Hintergrund dieser verstärkten Beachtung sowie die Struktur der Kommunikationsbeziehung zwischen Analysten und Journalisten sind bislang jedoch noch nicht hinreichend systematisiert worden. In der relevanten Literatur wurden zu diesem Themenkomplex bislang lediglich Journalisten befragt; eine systematische und umfassende Befragung von Analysten fand bislang nicht statt.

Aus diesem Anlass wurde in Zusammenarbeit mit der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) und des Deutschen Investor Relations Kreises (DIRK) eine standardisierte Befragung von insgesamt 316 Finanzanalysten vorgenommen. Erreicht wurden die Finanzanalysten dabei sowohl auf dem traditionellen Postweg als auch per E-Mail und Newsletter.[508] Den in der Literatur geäußerten Empfehlungen wurde bei der Konstruktion des Fragebogens Rechnung getragen.[509]

Das Ergebnis der Befragung mit 101 Rückantworten von 23 Buy-Side- und 78 Sell-Side-Analysten erlaubt eine erste Einschätzung hinsichtlich der Kommunikationsbeziehung von Analysten und Journalisten. So geht die Initiative zu Analysteninterviews zum überwiegenden Teil auf die Journalisten zurück. Festgestellt wurde weiterhin, dass Finanzanalysten in der Mehrheit regelmäßigen Kontakt zu Wirtschaftsjournalisten halten; der Grund hierfür ist aus Analystensicht in der Bekanntheitssteigerung bei institutionellen Anlegern, Unternehmen und Privatinvestoren, der eigenen Reputationssteigerung sowie dem Lancieren der eigenen Meinung zu sehen. Gegen eine Zusammenarbeit sprechen aus Analystensicht vor allem die geringe Kontrolle über die Verwendung von Zitaten, lückenhafte Darstellungen sowie auch der mit einem Interview verbundene Zeitaufwand.

Die Arbeitgeber der Finanzanalysten verhalten sich überwiegend unterstützend in Bezug auf den Kontakt mit Wirtschaftsjournalisten. Der Kontakt wird dabei durch formelle und zum großen Teil auch durch informelle bankinterne Regelungen organisiert. Eine hohe Bedeutung nimmt in diesem Zusammenhang die Vorgabe ein, dass nur solche Informationen in Interviews weitergegeben werden, die dem Kunden bereits übermittelt wurden und bekannt sind.

Gefragt wurden Finanzanalysten weiterhin, welchen Kriterien bei der Auswahl von Analystenempfehlungen eine besondere Bedeutung zukommt: das Vorliegen besonderer Unternehmensereignisse, ein hohes öffentliches Interesse am Unternehmen als auch die Präferenz des Journalisten stellen dabei nach Meinung der Analysten die wichtigsten Auswahlkriterien dar. Auch die Reputation der veröf-

---

508 Die Antwortmöglichkeiten bestanden aus Brief, Fax und Internet.

509 Vgl. Friedrichs (1985), S. 238f.; Schnell/Hill/Esser (1999), S. 335-340; Atteslander (1995), S. 192f.; Kirchhoff et al. (2003), S. 29f.

fentlichenden (Investment-) Bank sowie die Wertentwicklung des empfohlenen Unternehmens sind keine unbedeutenden Faktoren bei der Auswahl.

Auf Basis der Untersuchung kann gezeigt werden, dass punktuell signifikante Unterschiede im Antwortverhalten zwischen verschiedenen Analystengruppen wie Sell-Side- und Buy-Side-Analysten, Analysten nationaler oder europäischer Häuser bzw. Analysten mit hoher und niedriger Berufserfahrung existieren. Erklärungsmuster für diese Unterschiede lassen sich aus dem Zielsystem und der verschiedenen Kundenstruktur der Analysten ableiten.[510]

Während die Zeitnähe der Berichterstattung zu Analystenempfehlungen und -zitaten bereits als relativ gut einzuschätzen ist, sehen Finanzanalysten noch deutliches qualitatives Verbesserungspotenzial im Hinblick auf Erläuterungen zu den Annahmen der Empfehlungen, bezüglich einer stärkeren Trennung von Analysten- und Journalistenmeinung sowie einer stärkeren Kompetenz bzw. besserem Fachwissen der Journalisten. Die Erhebung liefert damit erste Hinweise auf mögliche Qualitätsverbesserungen in der Kommunikationsbeziehung von Analysten und Wirtschaftsjournalisten; gleichzeitig wird auch der Handlungsbedarf verdeutlicht.

Mittels der Befragung unter Finanzanalysten konnten im Hinblick auf die Qualität der Berichterstattung, die Motivation der beteiligten Parteien[511] als auch die Auswahl von Analystenempfehlungen wichtige Erkenntnisse gewonnen werden, die das konzeptionelle Verständnis dieses Schnittstellenbereiches erweitern. Nicht thematisiert wurde bislang allerdings, welche ökonomische Wirkung die sekundär über die Wirtschaftspresse verbreiteten Analystenempfehlungen auf den Kapitalmarkt haben. Das nachfolgende Kapitel nähert sich dieser Frage, indem zunächst die bisherigen Forschungsergebnisse hierzu präsentiert und Erklärungsansätze der Marktwirkung diskutiert werden.

---

510 Mit dem Zielsystem eng verknüpft ist auch die unterschiedliche Kundenstruktur bei den verschiedenen Analystengruppen.

511 Unter den unmittelbar beteiligten Parteien des Themenkomplexes „Finanzanalysten in der Wirtschaftspresse“ sind neben den (hier ausgeklammerten) Lesern im Wesentlichen Wirtschaftsjournalisten, Analysten sowie die Arbeitgeber der Analysten und Journalisten zu verstehen.

4 Bisherige Forschungsergebnisse und Erklärungsansätze zur Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen

4.1 Eingrenzung des untersuchten Wirkungsspektrums

Der Erstellung und anschließenden Distribution von Analystenempfehlungen an Kunden und Medien wird in der Literatur eine Reihe von Wirkungen zugeschrieben. Zu unterscheiden ist dabei zwischen der eigentlichen Kurs- bzw. Marktwirkung einer Empfehlung und der Wirkung auf weitere unternehmensbezogene Größen.[512] Studien zur Kurswirkung von Analystenempfehlungen unterscheiden sowohl zwischen der primären und sekundären Verbreitung einer Empfehlung als auch zwischen Kauf- und Verkaufsempfehlungen. Untersuchungen, die die Wirkung auf unternehmensbezogene Größen analysieren, differenzieren demgegenüber weniger hinsichtlich der Empfehlungsrichtung oder –verbreitung, sondern vielmehr im Hinblick auf den Höhe der Analystenabdeckung. Unter Analystenabdeckung wird dabei die Anzahl von Analysten verstanden, die regelmäßig Research zu einem Wertpapier verfassen.[513] Studien zu dieser Thematik gehen der Frage nach, ob ein Zusammenhang zwischen dem Umfang der Analystenabdeckung und bestimmten unternehmensbezogenen Größen besteht. In der Literatur wird dabei weitgehend von einem Einfluss der Analystenabdeckung auf die Agency-Kosten, die Aktienkursvolatilität, das Informationsumfeld und die Sekundärmarktliquidität ausgegangen.[514]

Agency-Kosten. Indem Analysten regelmäßige Research-Berichte zu abgedeckten Unternehmen verfassen und dabei im kritischen Dialog zum Unternehmensmanagement stehen, können sie dazu beitragen, wertvernichtendes Verhalten des Managements aufzuzeigen und diesem vorzubeugen.[515] Dieser Vorstellung folgend können die durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle hervorgerufenen Agency-Kosten reduziert werden.[516] Empirische Befunde zur Minderung des Agency-Konflikts durch eine hohe Analystenabdeckung werden durch Doukas/Kim/Pantzalis und Doukas/McKnight/Pantzalis erbracht. Beide Arbeiten stellen einen negativen Zusammenhang zwischen der Höhe der Analystenabdeckung und der Höhe der Agency-Kosten fest. Besonders ausgeprägt ist dieser Zusam-

---

512 Vgl. Pietzsch (2004), S. 121ff.
513 Vgl. Achleitner/Groth/Pietzsch (2005), S. 266.
514 Vgl. Pietzsch (2004), S. 130.
515 Vgl. Chung/Jo (1996), S. 495; Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), S. 504.
516 Vgl. Fama/Jensen (1983), S. 301-311, 315 für die Teilung von Eigentum und Kontrolle.

menhang bei kleineren und wenig diversifizierten Unternehmen.[517] Pietzsch vermutet daher, dass Analysten „[…] für stark diversifizierte Unternehmen keine effizienten Monitoring Mechanismen […]“[518] darstellen. Diese Folgerung steht allerdings im Kontrast zu Liu/Qi, die nachweisen, dass die Analystenabdeckung den Diversifikationsabschlag auch für diversifizierte Unternehmenskonglomerate reduzieren kann.[519] Insgesamt scheint daher eine Minderung des Agency-Konfliktes auch für größere, weniger fokussierte Unternehmen nicht ausgeschlossen.

Informationsumfeld. Es existiert eine Reihe von Untersuchungen, die belegen, dass sich das Informationsumfeld durch die Analystenabdeckung sowohl in quantitativer als auch in qualitativer Hinsicht verbessert. Von einem hohen Informationsbeitrag der Analysten ist dabei insbesondere im Fall von zukunftsgerichteten und branchenspezifischen Informationen auszugehen. Analog hierzu finden Piotrowski/Roulstone einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Anteil branchenspezifischer Informationen in den Aktienkursen und einer hohen Analystenabdeckung.[520] Darüber hinaus legen die Befunde von Amir/Lev/Sougianni nahe, dass zwölf Prozent der Aktienkursvariation durch Gewinnprognosen der Analysten erklärt werden können.[521] Die Befunde unterstreichen damit die hohe Bedeutung der Gewinnprognosen im Rahmen der Unternehmensbewertung. Chevis/Das/-Sivaramakrishna präsentieren Belege, dass bei Unternehmen mit hoher Analystenabdeckung weniger Gewinnüberraschungen auftreten.[522] Dieses Phänomen kann sowohl auf den disziplinierenden Einfluss der Analysten als auch auf den regelmäßigen Informationsaustausch mit Analysten zurückgeführt werden. Analog hierzu zeigen Ayers/Peters, dass bei Unternehmen mit hoher Analystenabdeckung zukünftige Gewinne früher in den Aktienkursen reflektiert werden.[523] Vor diesem Hintergrund kann auch die Untersuchung Brennan/Jegadeesh/Swaminathans zur Anpassung der Aktiekurse auf neue Informationen nicht überraschen. Die Autoren

---

517 Vgl Doukas/Kim/Pantzalis (2000), S. 54ff. finden, dass die Monitoring-Funktion von Analysten effektiver ist bei fokussierten Ein-Segment-Unternehmen im Vergleich zu Multi-Segment-Unternehmen. Doukas/McKnight/Pantzalis (2001), S. 11 zeigen, dass die Reduktion der Agency-Kosten durch Analystenabdeckung höher bzw. effektiver ist bei kleineren Unternehmen.

518 Pietzsch (2004), S. 123.

519 Vgl. Liu/Qi (2001), S. 25-35.

520 Vgl. Piotroski/Roulstone (2001), S. 25-30. Im Vergleich hierzu liegt der Informationsbeitrag von institutionellen Investoren und Insidern stärker in firmenspezifischen Informationen.

521 Vgl. Amir/Lev/Sougiannis (1999), S. 12ff.

522 Vgl. Chevis/Das/Sivaramakrishnan (2001), S. 10-16.

523 Vgl. Ayers/Freeman (2001), S. 14.

ermitteln, dass die Geschwindigkeit der Preisanpassung in einem positiven Zusammenhang zur Höhe der Analystenabdeckung steht. Ein verstärkter Effekt tritt dabei ab einer Abdeckung durch elf Analysten ein.[524] Im Hinblick auf das Informationsumfeld ist somit resümierend von einer verbesserten Bewertungseffizienz auszugehen.

Investorennachfrage. Die Untersuchung von Chen/Cheng zeigt deutlich, dass Analystenempfehlungen auch die Investorennachfrage beeinflussen können. Die Autoren dokumentieren dabei, dass positive Analystenempfehlungen durchschnittlich zu einer 0,69%-igen Steigerung des Anteilsbesitzes institutioneller Anteilseigner führen; negative Analystenempfehlungen hingegen eine 0,72%-ige Senkung zur Folge haben.[525] Beeinflusst werden können zudem die Anlagegewohnheiten von Investoren. Krishnan/Booker dokumentieren dabei mit Hilfe eines experimentellen Untersuchungsdesigns, dass Analystenempfehlungen dazu beitragen, den Dispositionseffekt unter Investoren zu mindern. So wird die viel beachtete Tendenz unter Investoren, „Gewinneraktien“ zu früh zu verkaufen, reduziert.[526]

Handelsvolumen. Korrespondierend zu der Vorstellung, dass Analystenempfehlungen die Investorennachfrage beeinflussen, kann auch eine entsprechende Wirkung auf das Handelsvolumen vermutet werden. Empirisch weist Irvine für erstmalige Kaufempfehlungen kanadischer Unternehmen eine Steigerung der Liquidität nach. Sowohl der durchschnittliche Orderwert als auch die Orderanzahl steigen in der Folge einer Coverage-Aufnahme.[527] Badrinath/Chakravarty belegen darüber hinaus eine höhere Markttiefe im Vorfeld von Analystenempfehlungen.[528] Einen positiven Einfluss der Analystenabdeckung auf das Handelsvolumen finden zudem die Untersuchungen von Roulstone und Hedge/Mangiero, wobei die letztgenannten Autoren darauf hinweisen, dass hierfür eine Mindestabdeckung von vier Analysten notwendig ist.[529] Uneinigkeit besteht in der Literatur allerdings noch in der Frage, ob der positive Zusammenhang von Analystenabdeckung und Handels-

524 Vgl. Brennan/Jegadeesh/Swaminathan (1993), S. 799ff.
525 Vgl. Chen/Cheng (2002), S. 16ff.
526 Vgl. Krishnan/Booker (2002), S. 149. Die experimentelle Untersuchung wurde mit einer Gruppe von 106 MBA Studenten durchgeführt. Informationen werden in dem Experiment in Form von Analystenempfehlungen präsentiert.
527 Vgl. Irvine (2000), S. 1-14; Irvine (2001a), S. 10ff.; Irvine (2001b), S. 209-226. Vgl. für eine der Pionierarbeiten im Bereich der Reaktion des Handelsvolumens auf veröffentliche Informationen Kim/Verrecchia (1991), S. 302ff.
528 Vgl. Badrinath/Shakravarty (2000), S. 25f.
529 Vgl. Roulstone (2000), S. 1ff; Hedge/Mangiero (2001), S. 84.

volumen auf einer Distribution von öffentlichen oder privaten Informationen beruht. Während Easley/O'Hara/Paperman von einer Verbreitung primär öffentlicher Informationen sowie einem gesteigerten Anteil uninformierter Investoren ausgehen, gelangen die Untersuchungen von Hedge/Mangiero und Roulstone zu einem gegenteiligen Ergebnis.[530]

Aktienkursvolatilität. Durch ihre Empfehlungen und Empfehlungsänderungen beeinflussen Analysten die Investitionsentscheidungen einer Vielzahl von Investoren. Dies wirkt sich mittelbar auch auf die Aktienkursvolatilität aus. Lobo/Mahmoud finden, dass die Höhe der Analystenabdeckung und die Aktienkursvolatilität zum Zeitpunkt von Gewinnveröffentlichungen in inverser Beziehung zueinander stehen.[531] Während die Befunde der letztgenannten Studie somit eher für einen mäßigenden Einfluss der Analystenabdeckung auf die Volatilität sprechen, gelangt eine Reihe von Studien zu gegenteiligen Ergebnissen. Untersuchungen von Frankel/Johnson/Skinner und Walmsley/Yadav/Rees weisen eine erhöhte Aktienkursvolatilität nach Analystenpräsentationen und Telefonkonferenzen mit Analysten nach.[532] Als Ursache hierfür werden Erwartungs- bzw. Empfehlungsrevisionen der Analysten vermutet. Easterwood/Nutt finden zudem in ihrer Untersuchung von Analysten-Gewinnschätzungen der Jahre 1982 bis 1985, dass Analysten auf negative Informationen unter- und auf positive Informationen überreagieren.[533] Darüber hinaus wurde von Cornell am Fallbeispiel einer Pressemeldung von Intel das tendenziell pro-zyklische Verhalten der Analysten illustriert. In dem Einzelfall sank der Aktienkurs infolge einer negativen Unternehmensmeldung stark; negative Empfehlungen der Finanzanalysten auch nach Erreichen einer Unterbewertung haben diese Kurstendenzen noch weiter verstärkt.[534] Die Ergebnisse zum Einfluss der Analystenabdeckung auf die Aktienkursvolatilität scheinen insgesamt uneindeutig. Im Fall einer eher prozyklischen Empfehlungstendenz der Analysten ergibt sich die Gefahr einer steigenden Aktienkursvolatilität; diese Gefahr kann jedoch durch zielgerichetete Investor-Relations-Maßnahmen der Unternehmen gemindert werden.[535]

---

530 Vgl. Easley/O'Hara/Paperman (1998), S. 175, 185-190; Hedge/Mangiero (2001), S. 84f.; Roulstone (2000), S. 1-5.

531 Vgl. Lobo/Mahmoud (1989), S. 116, 131.

532 Vgl. Frankel/Johnson/Skinner (1999), S. 145ff.; Walmsley/Yadav/Rees (1992), S. 580.

533 Vgl. Easterwood/Nutt (1999), S. 1777, 1780f., 1795f., die von einem systematischen Optimismus ausgehen.

534 Vgl. Cornell (2000), S. 21ff; Cornell (2001), S. 113. Weisen eine ihrer Meinung nach fundamental nicht gerechtfertigte Reaktion der Finanzanalysten für den Fall Intel nach.

535 Vgl. zu den möglichen Investor-Relations-Maßnahmen Achleitner/Porac/Groth (2005).

Produktmärkte. Nicht auszuschließen ist auch eine Wirkung der Analystenempfehlungen auf Produktmärkte. Dies mag besonders dann der Fall sein, wenn Analystenkommentare von den Medien aufgegriffen werden, eine hohe Aufmerksamkeit erlangen und dadurch das Kaufverhalten der Konsumenten beeinflusst wird.[536] In Ermangelung von empirischer Evidenz wird auf diesen Bereich hier jedoch nicht weiter eingegangen. Präsentiert werden zudem nur messbare ökonomische Wirkungen, wodurch Untersuchungen zu Einstellungsänderungen und inneren Reflexion der Leser ausgeschlossen werden.[537]

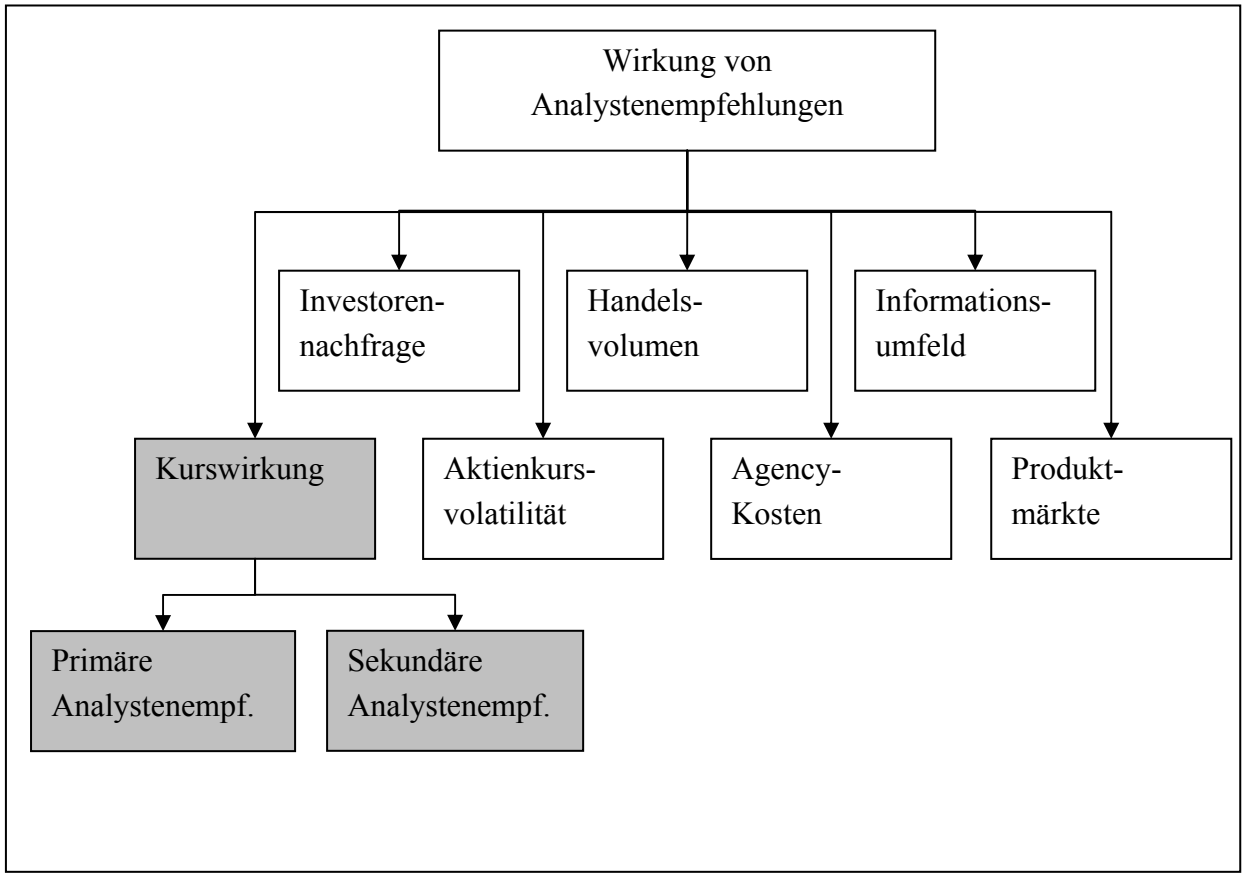


Abbildung 30: Wirkungsspektrum von Analystenempfehlungen

536 Exemplarisch für eine Wirkung von Analystenempfehlungen auf Produktmärkte können folgende Beispiele genannt werden: Das Unternehmen Mobilcom ging nach seinem erfolgreichen IPO, der mit einer hohen Öffentlichkeitswirkung verbunden war, von positiven Effekten auf sein Kerngeschäft (Produktmarkt) aus. Denkbar ist weiterhin eine Beeinflussung durch Analystenempfehlungen in Märkten, in denen der finanziellen Sicherheit der Unternehmen eine hohe Bedeutung zukommt (bspw. Lebensversicherungen).

537 Vgl. zur Rezeption einer Fernsehsendung beim Zuschauer Spieß (1992), S. 2ff.

Das gesamte potenzielle Wirkungsspektrum von Analystenempfehlungen wird in Abbildung 30 veranschaulicht. Parallel zur Wirkung von Analystenempfehlungen auf die Investorennachfrage und das Handelsvolumen ist auch von einer Marktbeeinflussung, d.h. einer Auswirkung auf die Kurse auszugehen.[538] Prinzipiell können sich Analystenempfehlungen dabei nicht nur auf unternehmensbezogene Größen wie Aktienkurse, sondern auch auf makroökonomische Entwicklungen oder die Entwicklung bestimmter Rohstoffkurse beziehen.[539] Aufgrund des Schwerpunkts dieser Arbeit findet jedoch nachfolgend nur die Literatur Berücksichtigung, die Aktienempfehlungen zum Gegenstand der Untersuchung haben. Analog zur Zielsetzung fokussiert sich die Arbeit dabei auf die Erörterung der Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen. Zum Vergleich finden zudem auch die grundlegenden Erkenntnisse zur Marktwirkung der primär verbreiteten Analystenempfehlungen Erwähnung.

4.2 Bisherige Forschungsergebnisse

4.2.1 Marktwirkung primär verbreiteter Analystenempfehlungen

4.2.1.1 Allgemeine primär verbreitete Analystenempfehlungen

Es existiert bereits eine lange Tradition von Forschungsarbeiten, die sich mit primären, d.h. erstmalig verbreiteten Analystenempfehlungen auseinandersetzt.[540] Die erste bekannte Arbeit stammt dabei von Cowles aus dem Jahre 1933, der eine langfristige Unterperformance von primären Analystenempfehlungen feststellt.[541] Wie Cowles beschäftigt sich die Mehrheit der Arbeiten bis Ende der 70er-Jahre mit der langfristigen Performance von Analystenempfehlungen gegenüber einer Alternativanlage in den breiten Aktienmarkt. Colker, Diefenbach, Bidwell und Shepperd bestätigen dabei im Kern die Feststellung von Cowles, indem sie eine nur durchschnittliche bis unterdurchschnittliche Entwicklung von Analystenempfehlungen im Vergleich zum Markt dokumentieren.[542] In diesem Zusammenhang sollte nicht

---

538 Vgl. Kurswirkung aufgrund von Analystenempfehlungen stellt bereits den Gegenstand der Diskussion in größeren Tageszeitungen dar Ctg (2002), S. 27.

539 Die Studie von Frey/Labuszewski (1981), S. 89-91 stellt eine Wirkung von Zeitungsartikeln auf den Kupferpreis fest.

540 Eine gute Übersicht zu den Studien zur Wirkung und Performance von Analystenempfehlungen vor 1984 enthält die Arbeit von Dimson/Marsh (1984), S. 1260.

541 Vgl. Cowles (1933), S. 206f.

542 Vgl. Colker (1963), S. 19, 26f; Diefenbach (1972), S. 54, Bidwell (1977), S. 26; Shepperd (1977), S. .

unerwähnt bleiben, dass diese sehr frühen Arbeiten meist noch wenig sophistizierte Preiserwartungsmodelle verwenden, die beispielsweise noch keine Berücksichtigung des Unternehmensrisikos erlaubten. Jüngere Arbeiten, etwa von Barber et al., adjustieren daher in ihren Untersuchungen für das Unternehmensrisiko; die letztgenannten Autoren können dabei in Abhängigkeit von der Untersuchungsperiode eine risikoadjustierte Überperformance für die Jahre 1996-99 sowie eine Unterperformance für das Jahr 2000 nachweisen.[543] Insgesamt existieren jedoch keine Befunde, die eine systematisch bessere langfristige Performance der Analystenempfehlungen einwandfrei belegen.

Mit den Pionierarbeiten von Ferber und Stoffels bildete sich eine weitere Forschungsrichtung heraus. Für diese steht weniger die langfristige Vorteilhaftigkeit von Analystenempfehlungen, sondern vielmehr die kurzfristige Wirkung auf den Aktienkurs im Mittelpunkt des Interesses (vgl. Tabelle 4-1).[544] Für die Mehrheit der Studien kann dabei im Fall von Kaufempfehlungen regelmäßig eine positive Kurswirkung in Höhe von über einem Prozent bei Veröffentlichung beobachtet werden.

Für Verkaufsempfehlungen wird regelmäßig eine negative Kursreaktion festgestellt, welche mehrheitlich die Wirkung der Kaufempfehlungen übersteigt. Für den Zeitraum vor der Veröffentlichung (Pre-Release-Period) werden zudem abnormale Renditen festgestellt, die positiv korreliert sind zur Empfehlungsrichtung. Womack beobachtet darüber hinaus für Empfehlungen der 14 reputabelsten US-Analystenhäuser einen signifikanten Kursdrift über einen längeren Zeitraum nach der Veröffentlichung. Er führt dies zurück auf eine unvollständige Informationsverarbeitung der Analystenempfehlungen zum unmittelbaren Veröffentlichungszeitpunkt.[545]

543 Vgl. Barber et al. (2001), S. 531ff.
544 Vgl. Ferber (1958), S. 89; Stoffels (1966), S. 85.
545 Vgl. Womack (1996), S. 164f.

Autoren (Jahr)	Empfehlungen (Land)	Stichprobe & Zeitraum	Kursreaktion, Zeitraum	Wichtigste Einflussfaktoren der Kurswirkung und Besonderheiten der Studie
Cowles (1933)	16 Finanzdienstleister (USA)	N=7.500 für 1928-32	n.v.	▪ Langfristige Unterperformance von Analystenempfehlungen in Höhe von 1,43 Prozent.
Cowles (1944)	11 Investmentberatg. (USA)	N=6.904 für 1928-43	n.v.	▪ Kein Beleg für langfristig höhere Vorhersagefähigkeit der Analysten.
Ferber (1958)	4 Broker (USA)	N=345 für 1953	K.: +0,50 V.: -0,10 [0; 0]	▪ Begrenzte Marktwirkung bei rund 2/3 der empfohlenen Aktien zum Veröffentlichungszeitpunkt feststellbar. ▪ Anzeichen für Kursrevision.
Colker (1963)	Market Views (USA)	N=1.054 für 1960-62	n.v.	▪ Einjährige Performance von Analystenempfehlungen meist vergleichbar zum Markt (3,6 Prozent).
Stoffels (1966)	3 Investmentberatg. (USA)	N=264 für 1959-63	K.: +0,68 V.: n.v. [0; 0]	▪ Kurzfristige Kurswirkung von Kaufempfehlungen festgestellt.
Diefenbach (1972)	Alle verfügbaren (USA)	N=1.255 für 1967-69	n.v.	▪ Die langfristige Performance (über ein Jahr nach der Empfehlung) enthält keine Belege für eine besondere Auswahlfähigkeit der Analysten.
Fitzgerald (1975)	UK-Brokers (UK)	N=635 für 1971-73	K.: +0,5 [0; 0]	▪ Fünf Faktoren (Erfahrenheits-, Marketing-, Status-, Ethik- und Beziehungs-Faktor) erklären 80 Prozent der Renditenvarianz der Stichprobe.
Bidwell (1977)	Vier Broker (USA)	N=99 für 1974	n.v.	▪ Unterdurchschnittliche Performance der untersuchten Empfehlungen gegenüber dem Marktindex S&P. ▪ Geringe Werthaltigkeit von Analystenempfehlungen.
Shepperd (1977)	Sieben Finanzdienstleister (USA)	N=1.008 für 1966-71	n.v.	▪ Analystenempfehlungen stellen inferiore Risiko-Renditen-Kombination dar.
Groth/ Lewellen/ Schlarbaum/ Lease (1979)	Große Analystenhäuser (USA)	N=5.441 für 1964-70	K.: +1,79 V.: n.v. [0; 0]	▪ Höhere abnormale Renditen in der Periode vor der Veröffentlichung zu beobachten. ▪ Unsicher, ob Investoren nach Transaktionskosten profitieren. ▪ Keine Kursrevision zu beobachten.
Stanley/- Lewellen/ Schlarbaum/ Lease (1981)	Große Analystenhäuser (USA)	N=4.461 für 1964-70	K.: +0,39 V.: -0,67 [-1; 0]	▪ Begrenzter Kurseffekt zur Veröffentlichung. ▪ Moderate abnormale Renditen möglich für Investoren (1,3 Prozent bis t=20).
Bjerring/ Lakonishok/ Vermaelen (1983)	Kanadischer Brk. (Kanada, USA)	N=221 für 1977-81	K.: +1,50 [0; 0]	▪ Negative Kurswirkung der als spekulativ eingestuften Wertpapiere.
Stickel (1992)	Zacks (USA)	N= 211.054 für 1981-85	n.v.	▪ Positiver Einfluss auf Marktwirkung durch All-American-Research-Analysten.
Ho (1995)	Investext (USA)	N=4.436 für 1989-92	K.: +1,17 V.: -1,64 [0; +1]	▪ Positiver Einfluss auf Marktwirkung durch extreme Herauf- und Herabstufungen.

Autoren (Jahr)	Empfehlungen (Land)	Stichprobe & Zeitraum	Kursreaktion, Zeitraum	Wichtigste Einflussfaktoren der Kurswirkung und Besonderheiten der Studie
Stickel (1995)	Zacks (USA)	N=21.387 für 1988-91	K.: +1,16 V.: -1,28 [-5; +5]	▪ Positiver Einfluss auf Marktwirkung durch All-American-Research-Analysten, starke Empfehlungsänderungen, Größe des Analystenhauses, Empfehlungsstärke (Strong Buy/Sell), parallele Gewinnprognoseänderungen. ▪ Negativer Einfluss auf Marktwirkung durch Unternehmensgröße.
Womack (1996)	First Call (USA)	N=1.573 für 1989-91	K.: +3,27 V.: -4,32 [-1;+1]	▪ Negativer Einfluss auf Marktwirkung durch Unternehmensgröße. ▪ Moderater (2,4 Prozent) Post-Event-Drift für Kaufempfehlungen; hoher (-9,1 Prozent) Post-Event-Drift für Verkaufsempfehlungen. Indikator für inkomplette Verarbeitung zum Veröffentlichungszeitpunkt. ▪ Keine Kursrevision der urspprünglichen Kurswirkung.
Francis/Soffer (1997)	Investext (USA)	N= 576 für 1988-91	K.: +1,28 V.: n.v. [0; 0]	▪ Positiver Einfluss auf Marktwirkung durch parallele Gewinnprognoseänderungen (im Fall von Kaufempfehlungen) und durch Empfehlungsänderungen (vs. Bestätigungen).
Mikhail/-Walther/ -Willis (1997)	Zacks (USA)	N=1.162	K.: +0,92 V.: -0,91 [-3; +1]	▪ Positiver Einfluss auf Kurswirkung (der Strong-Buy-Empfehlungen) durch langjährige Erfahrung des Analysten.
Kim/Lin/-Slovin (1997)	34 Broker (USA)	N= 87 für 1991	K.: +3,78 V.: n.v. [0; 0]	▪ Längere Verarbeitung von privaten Informationen (Intra-Day) an der NASDAQ gegenüber NYSE.
Ho/ Harris (1998)	Investext (USA)	N= 4.436 für 1989-91	K.: +1,29 V.:-1,55 [0;+1] [546]	▪ Positiver Einfluss auf Marktwirkung durch extreme Herauf-/Herabstufungen (mind. zwei Stufen) und durch differenziertere Rating-Systeme.
Lin/ McNichols (1998)	Research-Holdings (USA)	N=847 für 1992-94	n.v.	▪ Starker negativer Einfluss auf die Kursreaktion im Fall von Halteempfehlungen des Emissionsführers.
Branson/ Guffey/Pagach (1998)	Lexis-Nexis, Reuters, Investext (USA)	N=277 für	K.: +3,64 V.: n.v. [0; 0]	▪ Negativer Einfluss auf die Kurswirkung durch die Unternehmensgröße und die Größe des Analystenhauses, Analystenabdeckung. ▪ Positiver Einfluss auf die Kurswirkung durch die Reputation des empfehlenden Analysten und erstmalige Empfehlungen (Initiations). ▪ Corporate-Finance-Beziehung ohne Einfluss auf Kurswirkung.
Michaely/ Womack (1999)	First-Call (USA)	N= 360 für 1990-91	n.v.	▪ Negativer Einfluss auf die Kurswirkung durch Emissionsbeziehung zum Unternehmen.
Jürgens (1999)	First-Call (USA)	N=3.679 für 1993-96	K.: +1,91 V.:-3,14 [0; 0]	▪ Positiver Einfluss auf die Kurswirkung durch starke Empfehlungsänderungen (Verkaufen zu Kaufen).
Dunbar/ Hwang/ Shastri (1999)	Zacks (USA)	N=847 für 1992-94	n.v.	▪ Reguläre Empfehlungen des Emissionsführers mit stärkerer Kurswirkung; erstmalige Empfehlungen mit keiner Kurswirkung.

[546] Angegebene abnormale Renditen basieren auf den Ergebnissen eines fünfstufigen Rating-Systems.

Autoren (Jahr)	Empfehlungen (Land)	Stichprobe & Zeitraum	Kursreaktion, Zeitraum	Wichtigste Einflussfaktoren der Kurswirkung und Besonderheiten der Studie
Irvine (2000/2003)	I/B/E/S (Kanada)	N= 2.128	K.: +1,49 V.: -0,32 [0; 0][547]	▪ Empfehlungen von Unternehmen mit niedriger Analystenabdeckung und hoher Reputation mit höherem Kurseffekt. ▪ Erstmalige Empfehlungen mit höherem Kurseffekt als reguläre Empfehlungen.
Ho/Harris (2000)	Investext (USA)	N= 4.202 für 1989-92	K.: +0,61 V.: -1,63 [0; +1]	▪ Positiver Einfluss auf die Kurswirkung durch parallele Gewinnprognoseänderungen und argumentative Begründung der Empfehlungen (stärker bei Verkaufsempf.).
Barber/ Lehavy/ McNichols/ Trueman (2001)	First Call (USA)	N= 168.281 für 1996-2000	n.v.	▪ Unterschiedliche langfristige Performance in 1996-'99 und 2000: Von 1996-99 ist die risikoadj. Performance von Analystenempfehlungen positiv; im Jahr 2000 hingegen negativ. Im Jahr 2000 war eine Outperformance der zum Verkauf empfohlenen Aktien zu beobachten.
Ryan/ - Taffler (2001)	Versch. UK-Broker (UK)	N=2.506	K.:+2,63 V.: -3,05 [0; 0]	▪ Positiver Einfluss auf die Kurswirkung durch hohe Reputation (bei Kaufempfehlungen), gleichgerichtete Gewinnprognoseänderungen und extreme Empfehlungsänderungen. ▪ Kein Einfluss auf die Kurswirkung durch Investment-Banking-Mandatierungen.
Barber/Lehavy/McNichols/Trueman (2001)	Zacks (USA)	N= 361.620 für 1985-96	K.: +1,48 V.: -0,98 [-1; +1][548]	▪ Positiver Einfluss auf die Kurswirkung durch stärkere Empfehlungsänderungen.
Chen/Cheng (2002)	First Call (USA)	N= 213.600 für 1994-99	SK.: 1,18 SV. -1,46 [-1; +1]	▪ Positiver Einfluss auf Kurswirkung durch stärker formulierte Empfehlungen (Strong Buy; Strong Sell).
STUDIEN AUSSERHALB DER USA				
Dawson (1982)	SunHung-Kai-Broker (Hong Kong)	N=300 für 1974-80	n.v.	▪ Kurswirkung direkt nach der Veröffentlichung sowie über einen Zwölf-Monatszeitraum. ▪ Generell keine sign. Unterschiede in der Kurswirkung zwischen Hang Seng und anderen Aktien.
Bhana (1990b)	Südafr. Broker (Südafrika)	N=200 für 1979-88	K.: +0,46 V.: -0,38 [0; 0]	▪ Graduelle Verbreitung der Information über bis zu vier Tage.
Ariff/Goh/ Johnson (1991)	10 Broker (Singapore)	N=877 für 1980-85	K.: +1,53 V.: -0,87 [0, 0]	▪ Keine Outperformance für Investoren über zwölf Monate auf Buy-and-Hold-Basis.
Murphy/-Sabov (1996)	Öst./Ung. Broker (Ungarn)	N=785 für 1991	K.: +0,29 V.:-0,60 [0; 0]	▪ Nur sehr geringe Kursreaktion bei Veröffentlichung; keine Preisrevision.

Tabelle 4-1: Marktwirkung von Analystenempfehlungen zum Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung

547 Vgl. Irvine (2003), S. 438. Die Analystenempfehlungen von erstmaligen Analystenberichten (Initiations) sind mit ihrem Kurseinfluss angegeben. Der Kurseinfluss von kontinuierlichen Analystenempfehlungen beträgt 0,75 (-0,74) Prozent für Kauf- (Verkaufs-)empfehlungen.

548 Vgl. Barber/Lehavy/McNichols/Trueman (2001), S. 540. Angegeben werden die Kurswirkungen von Hold auf Strong-Buy und von Hold auf Strong-Sell.

In der zeitlichen Betrachtung der Studien fällt auf, dass die Höhe des Einflusses mit zunehmend komplexeren Adjustierungsverfahren[549] bestimmt wird und die Frage nach den Einflussfaktoren der Kursreaktion zum Veröffentlichungszeitpunkt einen immer größeren Raum einnimmt. Ein durchgängig positiver Einfluss auf die Marktwirkung kann dabei für erstmalige Empfehlungen und extreme Empfehlungsänderungen, beispielsweise von „Verkaufen" auf „Kaufen", beobachtet werden.[550] Auch Elemente, die eine Empfehlung aus Investorensicht glaubwürdiger erscheinen lassen, wie z.B. die langjährige Erfahrung[551] und hohe Reputation[552] eines Analysten, die argumentative Empfehlungsbegründung[553] sowie parallele Gewinnprognoseänderungen[554] haben einen positiven Einfluss auf die Marktwirkung. Demgegenüber wird der Unternehmensgröße, der Größe des Analystenhauses sowie der Analystenabdeckung[555] ein negativer Einfluss zugeschrieben.[556] Hinsichtlich möglicher Emissionsbeziehungen zwischen Analystenhaus und Unternehmen existieren hingegen uneindeutige Ergebnisse: Während Michaely/Womack in ihrer Untersuchung der Jahre 1990-91 einen negativen Einfluss der Emissionsbeziehung auf die Marktwirkung der entsprechenden Analystenempfehlungen finden, können Dunbar/Hwang/Shastri keine unterschiedliche Kurswirkung in Abhängigkeit von der Emissionsbeziehung feststellen.[557] Korrespondiernd hierzu beobachten Ryan/Taffler, dass die Kurswirkung nicht durch Investment-Banking-Mandatierungen des empfehlenden Hauses beeinflusst wird.[558]

Im Ergebnis ist zu konstatieren, dass eine Marktwirkung zum Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung von Analystenempfehlungen in einer Vielzahl von Studien übereinstimmend festgestellt wurde. Der Frage nach den Einflussfaktoren dieser Marktwirkung wird in zunehmendem Maße nachgegangen. Während der vorlie-

549 Vgl. zu verschiedenen Adjustierungsverfahren Abschnitt 5.3.3.

550 Vgl. zum Einfluss von starken Empfehlungsänderungen auf die Kurswirkung Ho/Harris (1998), S. 55; Ryan/Taffler (2001), S. 1ff.; Juergens (2002), S. 31-33; Barber/Lehavy/McNichols/Trueman (2001), S. 561; Chen/Cheng (2002), S. 1-10.

551 Vgl. zum Einfluss der Analystenerfahrung auf die Kurswirkung Mikhail/Walter/Willis (1997), S. 131.

552 Vgl. zum Einfluss der Reputation des Analysten auf die Kurswirkung Branson/Guffey/Pagach (1998), S. 119; Irvine (2003), S. 449f.; Ryan/Taffler (2001), S. 5ff.

553 Vgl. zum Einfluss der argumentativen Begründung von Empfehlungen bzw. Empfehlungsänderungen auf die Marktwirkung Ho/Harris (2000), S. 466.

554 Vgl. Francis/Soffer (1997), S. 193; Ho/Harris (2000), S. 466f.

555 Vgl. Irvine (2003), 431, 449f.; S. Irvine (2000), S. 1ff.; Branson/Guffey/Pagach (1998), S. 119.

556 Vgl. Abschnitt 6.3 dieser Arbeit für eine ausführliche Begründung dieser Einflüsse.

557 Vgl. Michaely/Womack (1999), S. 653; Dunbar/Hwang/Shastri (1999), S. 1ff. Die Autoren untersuchen die drei Tage um den Veröffentlichungszeitpunkt.

558 Vgl. Ryan/Taffler (2001), S. 1ff.

gende Abschnitt allgemeine primäre Analystenempfehlungen von einer Vielzahl von Analystenhäusern und Quellen diskutiert, behandelt der nachfolgende Abschnitt ausschließlich den Spezialfall primär verbreiteter Value-Line-Empfehlungen.[559]

4.2.1.2 Spezialfall der Value-Line-Empfehlungen

Beim „Value Line Investment Survey" handelt es sich um eine US-amerikanische Anlegerzeitschrift, die im wöchentlichen Rhythmus erscheint und an einen sehr großen Abonnentenkreis verschickt wird.[560] Die Value-Line-Mitarbeiter bewerten zu diesem Zweck rund 1.700 Aktien und ordnen diese gemäß dem erwarteten relativen Renditepotenzial[561] (Timeliness) in fünf Gruppen ein.[562] Aktien der Gruppe 1 wird gemäß der Value-Line-Notation das höchste Renditepotenzial in den nächsten sechs bis zwölf Monaten zugetraut; Aktien in der Gruppe fünf das geringste.[563] Im Mittelpunkt der Publikation steht mithin das Value-Line-Ranking (VL-Ranking). Obwohl das genaue Rankingverfahren hierfür nicht exakt bekannt ist, deutet doch vieles darauf hin, dass eine Filtertechnik verwendet wird, die unter anderem die Gewinne, deren Volatilität, einen Gewinn-Überraschungsfaktor sowie Relative-Stärke-Kennzahlen,[564] Kurse und das Momentum berücksichtigt. [565] Da Value-Line-Empfehlungen nicht von Sell-Side-Analysten, sondern von Mitarbeitern der Zeitschrift selbst stammen, handelt es sich bei deren Publikation um einen primären Verbreitungsweg.

In Bezug auf Value-Line-Empfehlungen wurden über die letzten zwei Jahrzehnte hinweg insbesondere zwei Aspekte stärker beleuchtet: Zum einen wurde der Frage nachgegangen, ob sich zwischen den einzelnen Gruppen Renditeunterscheide feststellen lassen und worin sich diese begründen. Zum anderen wurde die Frage analysiert, ob abnormale Renditen bei Änderungen des Value-Line-Rankings auftreten.

---

559 Vgl. auch für die populärwissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Einfluss der Analystenabdeckung auf die Kursbildung Koretz (1998), S. 30.

560 Value Line hatte im Jahr 1990 bereits rund 100.000 Abonnenten, womit diese Dienstleistung zum größten Investitionsratgeber der USA zählte. Vgl.Huberman/Kandel (1990), S. 187.

561 Vgl. Kaplan/Weil (1973), S. 60.

562 Vgl. Porras/Griswold (2000), S. 39.

563 Vgl. Porras/Griswold (2000), S. 39; Lacey/Phillips-Patrick (1992), S. 173.

564 Vgl. Jegadeesh/Titman (1998), S. 66f.

565 Vgl. Sattler (1994), S. 133f.

Der erstgenannten Frage nachgehend, findet Black in der ersten größeren Value-Line-Untersuchung überhaupt, dass im Zeitraum 1965 bis 1970 zwischen Portfolios der Gruppe 1 und 5 statistisch signifikante Renditeunterschiede in Höhe von 20 Prozent auftreten. Black gelangt daraufhin zu dem Schluss, dass Portfolios auf der Basis von Value-Line-Empfehlungen für einige Investoren eine konsistent überragende Performance auch nach Berücksichtigung von Transaktionskosten und Managementgebühren liefern.[566] Dieses Ergebnis ist in der Literatur auch als Value-Line-Phänomen (Value Line Enigma) bekannt.[567] Dagegen wenden Kaplan/Weil ein, dass die Performanceunterschiede Blacks lediglich auf Risikodifferenzen zwischen den Gruppen zurückzuführen sind.[568] Die Methodik Kaplan/Weils mit einer insgesamt sehr geringen Stichprobengröße und geringen Zeitdauer muss durchaus kritisch hinterfragt werden.[569] In der Folgezeit wurden daher weitere, detailliertere Untersuchungen durchgeführt. So findet Holloway für die Jahre 1974-77, dass Portfolios auf Basis von Value-Line-Rankings vor Transaktionskosten abnormale Renditen produzieren. Nach Berücksichtigung realistischer Transaktionskosten wird der Value-Line-Beitrag zu einer aktiven Portfoliostrategie jedoch insignifikant.[570] Nicht unkritisiert ist auch hierbei das methodische Vorgehen von Halloway geblieben; insbesondere Gregory/Hanna vermuten inadequate Adjustierungen für das Beta-Risiko und weitere erklärende Faktoren.[571]

Copeland/Mayers erweitern in der Folgezeit die Studie von Black bis zum Jahr 1978 und bestätigen im Kern seine Ergebnisse, wenngleich sie für die Renditedifferenzen zwischen den Gruppen 1 und 5 ein geringeres Ausmaß von noch rund sieben Prozent dokumentieren.[572] Dass Value-Line-Portfolios langfristige Überrenditen erwirtschaften, bekundet auch die Untersuchung von Huberman/Kandel; zusätzlich argumentieren die beiden Verfasser, dass die abnormalen Renditen nicht auf den Small-Firm-Effekt zurückgeführt werden kann.[573] Porras/Griswald und La-

---

566 Vgl. Black (1973), S. 13f. Im Original heißt es: "In sum, portfolios managed on the basis of Value Line ratings provide consistently superior performance, even after transaction costs and management fees, for some investors".

567 Vgl. exemplarisch zur intensiven Verwendung des Terms Value-Line-Phänomen Affleck-Graves/Mendenhall (1992), S. 75ff.; Broughton/Chance (1993), S. 541; Choi (2000), S. 485; Copeland/Mayers (1982), S. 289-321; Lacey/Phillips-Patrick (1992), S. 173f.

568 Vgl. Kaplan/Weil (1973), S. 56-61.

569 Vgl. Kaplan/Weil (1973), S. 58.

570 Vgl. Holloway (1981), S. 711-719.

571 Vgl. für Kritik am methodischen Vorgehen von Holloway Gregory/Hanna (1983), S. 257-270.

572 Vgl. Copeland/Mayers (1982), S. 289-321.

573 Vgl. Huberman/Kandel (1987), S. 588. Diskutiert wird der Small-Firm-Effekt im Zusammenhang mit Renditedifferenzen, sofern eine Tendenz besteht, besonders kleine Unternehmen zu empfehlen.

cey/Phillips-Patrick zeigen, dass die Renditedifferenzen stärker auf die Fähigkeit von Value-Line zurückgeht, schlechte Aktien zu identifizieren, denn auf das Vermögen, Gewinneraktien zu erkennen.[574] Die jüngste dokumentierte Studie zu Renditedifferenzen stammt von Choi. Der Autor berücksichtigt dabei explizit potenzielle Faktoren einer Value-Line-Outperformance wie die Größe, das Buchwert-Marktwert-Verhältnis, das Momentum sowie mögliche Kursbewegungen nach Gewinnbekanntgaben (Post-Earnings-Announcement Drift). Im Ergebnis stellt auch Choi fest, dass Portfolios auf Basis der Value-Line-Rankings auch nach Adjustierung für die letztgenannten Faktoren noch abnormale Renditen erzielen. Nach Berücksichtigung von Transaktionskosten erscheinen profitable Handelsstrategien seiner Auffassung nach jedoch zweifelhaft.[575]

Ein zweiter Forschungsschwerpunkt innerhalb der Value-Line-Literatur beschäftigt sich mit der Frage, ob durch Änderungen des Value-Line-Rankings abnormale Renditen hervorgerufen werden.[576] Zu einem positiven Ergebnis gelangt in diesem Zusammenhang die Arbeit von Stickel, die zeigt, dass Änderungen von Rang zwei auf Rang eins mit positiven Preisreaktionen in Höhe von 0.86, 0.86 und 0.72 Prozent an den Tagen t=0 bis t=2 verbunden sind. Die Preisanpassung verläuft gemäß Stickel über mehrere Tage, wobei die Höhe der Aktienkursreaktion ungekehrt proportional zur Unternehmensgröße ausfällt.[577] Gegen das Ergebnis von Stickel wenden Affleck-Graves/Mendenhall ein, dass die beobachtete Marktwirkung lediglich als Folge von Kursbewegungen nach Gewinnveröffentlichungen (Post-Earnings-Announcement Drift) auftritt. Gemäß ihrer Zählung fallen über die Hälfte aller Value-Line-Rangänderungen innerhalb von acht Tagen nach einer Gewinnankündigung an.[578] Wird für Kursbewegungen nach Gewinnveröffentlichungen adjustiert, so ergibt sich im Modell von Affleck-Graves/Mendenhall keine signifikante Reaktion bei Rangänderungen. Die letztgenannten Autoren sprechen dem Value-Line-

Kleinere Unternehmen erzielen gemäß dem Small-Firm-Effekt höhere Renditen als größere Unternehmen. Vgl. hierzu Banz (1981), S. 3-17, der findet, dass das Quintil der kleinsten Unternehmen eine im Durchschnitt 19,8 Prozent höhere Rendite erzielt als das Quintil der größten Unternehmen. Vgl. zur Gegenposition Shleifer (2000), S. 18f., der die Meinung vertritt, dass der Small-Firm-Effekt in jüngerer Zeit nicht mehr festzustellen ist.

574 Vgl. Porras/Griswold (2000), S. 39-50; Lacey/Phillips-Patrick (1992), S. 173-185.

575 Vgl. Choi (2000), S. 485ff.

576 Vgl. Sattler (1994), S. 133f.

577 Vgl. Stickel (1985), S. 121-143.

578 Vgl. Affleck-Graves/Mendenhall (1992), S. 95.

Ranking daher nach entsprechender Adjustierung auch jede eigenständige Prognosekraft ab.[579]

Teilweise entkräftet wird die Argumentation Affleck-Graves/Mendenhalls durch die Arbeiten von Peterson/Peterson[580] und Peterson[581]. Peterson/Peterson messen für den Zeitraum 1982-89 die Reaktion auf die Publikation der Stock-Highlights-Kolumne von Value Line; sie können dabei signifikant positive abnormale Renditen zum Veröffentlichungszeitpunkt feststellen. Den Erfolg der Value-Line-Empfehlungen führen sie zurück auf die Fähigkeit, unternehmensspezifische Gewinninformationen zu generieren.[582] Peterson erweitert den Zeitraum der Studie und findet mittels Panelvergleichen Belege, die inkonsistent zur Vorstellung sind, dass ein Post-Announcement-Drift die Preisreaktion hervorgerufen hat.[583] Nach Auffassung Petersons liefert der Value-Line-Service nützliche Informationen an Investoren, die schnell in den Preisen reflektiert werden und zu einer entsprechenden Preisreaktion führen.[584]

Die bisherigen Studien zur Performance oder Marktwirkung von Value-Line-Empfehlungen werden zusammenfassend in Tabelle 4-2 wiedergegeben. Hierzu werden nachfolgend neben den Autoren jeweils der Fokus, die Stichprobe und der Zeitraum der Untersuchung sowie die Methodik und wichtigsten Ergebnisse bzw. Besonderheiten der Studien diskutiert. Nebenaspekte der Value-Line-Literatur, die keine weitergehende Würdigung erfahren, betreffen Diskussionen zum Value-Line-Effekt auf dem Derivative- und Over-the-Counter-Markt (OTC)[585] sowie Implikationen für private Investoren.[586]

---

579 Vgl. Affleck-Graves/Mendenhall (1992), S. 75ff.

580 Vgl. Peterson/Peterson (1995), S. 465-477.

581 Vgl. Peterson (1995), S. 607-618.

582 Vgl. Peterson/Peterson (1995), S. 465, 474ff.

583 Vgl. Peterson (1995), S. 617. Der Zeitraum wird auf die Jahre 1979 bis 1992 erweitert.

584 Weitere Evidenz bietet die Studie von Peterson (1987), S. 483-494. Darin gelangt der Autor zu dem Schluss, dass die Neuaufnahme von Aktien in das Value-Line-Ranking mit signifikanten abnormalen Renditen verbunden ist.

585 Vgl. für Evidenz beim Over-the-Counter-Markt Pawlukiewicz/Preece (1991), S. 547ff.; Rogers/Roenfeldt/Owers (1991), S. 88, 95-97, und für die Diskussion des Value-Line-Effektes im Hinblick auf Optionsempfehlungen Broughton/Chance (1993), S. 541. Die höchste Preiswirkung ist bei Call-Optionen festzustellen, die selbst empfohlen wurden und deren Basiswert von Value Line empfohlen wurde.

586 Vgl. Yener/McGowan (1990), S. 61, 66f. Die Autoren entwickeln ein Modell, um aus der Value-Line-Gruppe 1 die Top-Performer herauszufiltern.

Autoren (Jahr)	Fokus der Studie	Stichprobe, Zeitr.	Methodik	Wichtige Ergebnisse und Besonderheiten
Black (1973)	Renditedifferenzen (zwischen Rang 1 und 5)	N = 1.400 für 1965-70	Überrenditen nach der Jensen-(1968)-Regressionsmethode für gleichgewichtete Portfolios aus den fünf Ranking-Gruppen (mit monatlicher Neugewichtung)	▪ Für das Portfolio der Gruppe 1 und 5 ergeben sich stat. sign. Überrenditen von +10 und -10 Prozent. ▪ Durchschnittlich nur geringe Beta-Unterschiede.
Kaplan/ Weil (1973)	Erklärung der Renditedifferenzen zwischen den Gruppen	N = 2 x 25 für 1972-73	Konstruktion von einem Portfolio mit hohem Beta und einem mit geringem Beta-Risiko. Vergleich zu VL-Portfolios.	▪ Relative Performanceunterschiede zwischen den Gruppen werden auf Risikodifferenzen der Gruppen zurückgeführt.
Holloway (1981)	Renditedifferenzen zwischen den Gruppen	N= n.v. für 1974-77	Ereignisstudie Berechnung der abnormalen Renditen für die fünf VL-Portfolios.	▪ Portfolios auf der Basis von VL-Rankings produzieren vor Transaktionskosten abnormale Renditen; nach Transaktionskosten sind diese jedoch vernachlässigenswert.
Copeland/ Mayers (1982)	Renditedifferenzen zwischen den Gruppen	N= 1.270 für 1965-78	Ereignisstudie (Marktmodell; Mittelwertadj.) mit monatlichen abnormalen Renditen der fünf VL-Portfolios	▪ Es bestehen signifikante Differenzen zwischen den monatlichen abnormalen Renditen des Rang 1 (höher) und des Rang 5 Portfolios (niedriger).
Stickel (1985)	Marktwirkung von Rangänderungen	N=682-1.957 für 1976-80	Ereignisstudie (Marktmodell) mit täglichen abnormalen Renditen..	▪ Größte positive Wirkung beobachtbar bei der Änderung von Rang 2 nach 1. ▪ Höhere Reaktion bei kleineren Unternehmen. ▪ Preisanpassung über mehrere Tage.
Peterson (1987)	Marktwirkung auf die „Initial Company Review“ durch Value Line	N= n.v. für 1969-82	Ereignisstudie (Marktmodell) mit täglichen abnormalen Renditen.	▪ Signifikante abnormale Renditen (3,6 Prozent) zum Value-Line-Publikationszeitpunkt [-1;+1].
Huberman/ Kandel (1987)	Erklärung der Renditedifferenzen zwischen VL-Gruppen durch Größe	N= 1.633 für 1975-1983	Konstruktion und Vergleich von fünf Value-Line-Portfolios mit fünf größenbasierten Portfolios.	▪ Kein direkter Zusammenhang zwischen der Value-Line-Performance und Größe erkennbar.
Affleck-Graves/ Mendenhall (1992)	Marktwirkung von Rangänderungen	N = 11.064 für 1982-87	Ereignisstudie (Marktadjustierung) mit täglichen abnormalen Renditen.	▪ Die meisten Rangänderungen passieren innerhalb von acht Tagen nach Gewinnbekanntgabe. ▪ VL-Effekt ist eine Manifestation des Kurstrends nach der Gewinnbekanntgabe. ▪ Kein VL-Effekt für Unternehmen mit sehr kleinen Gewinnüberraschungen.
Lacey/ Phillips-Patrick (1992)	Ursache des Value-Line-Effektes	N=17..336 für 1977-87	Messen der Portfolioperformance nach der Handelsregel (Long Gruppe 1; Short Gruppe 5).	▪ Die Portfolioperformance hängt immer stärker von der VL-Fähigkeit ab, schlechte denn gute Aktien zu identifizieren.

Autoren (Jahr)	Fokus der Studie	Stichprobe, Zeitr.	Methodik	Wichtige Ergebnisse und Besonderheiten
Peterson/ Peterson (1995)	Marktwirkung von Unternehmen in der Stock-Highlights-Publikation	N= 318 Für 1982-89	Ereignisstudie (Marktmodell) mit täglichen abnormalen Renditen.	▪ Signifikante abnormale Renditen zum Publikationszeitpunkt der „Stock Highlights“. ▪ Empfohlene Aktien sind sign. öfter von Änderungen der Analysten-Gewinnschätzungen betroffen.
Peterson (1995)	Marktwirkung von Unternehmen in der Stock-Highlights-Publikation in Bezug auf den Post-Ann.-Drift	N= 687 Für 1979-92	Ereignisstudie (Marktmodell) mit täglichen abnormalen Renditen.; Panelbildung zum P-A-Drift.	▪ Signifikante abnormale Renditen zum Publikationszeitpunkt der „Stock Highlights“ ▪ Ergebnisse sind inkonsistent zur Vorstellung von Affleck-Graves/Mendenhall, dass die abnormalen Renditen allein auf einen Post-Announcement-Drift zurückgehen.
Porras/ Griswold (2000)	Investment Performance von VL-Portfolios	N = 1.491 für 1982-95	Ereignisstudie (CAPM, Multifaktormodelle) mit monatlichen abnormalen Renditen der fünf VL-Portfolios.	▪ Es bestehen signifikante Differenzen zwischen den monatlichen abnormalen Renditen des Rang-1-und des Rang-5-Portfolios in allen Modellen in der erwarteten Richtung. ▪ Differenzen können stärker durch VLs Fähigkeit, Verliereraktien zu identifizieren erklärt werden als durch die Fähigkeit, Gewinneraktien zu erkennen.
Choi (2000)	Erklärung der Renditedifferenzen zwischen VL-Gruppen durch Größe, Buch-Marktwert, Momentum und Post-Ann.-Drift	N= 1.102 für 1965-96	Konstruktion und Vergleich von fünf Value-Line-Portfolios mit fünf größenbasierten Portfolios.	Portfolios auf der Basis der VL-Rankings produzieren auch nach Berücksichtigung von Größe, Buch-/Marktwert, Momentum und Post-Ann.-Drift noch abnormale Renditen vor Transaktionskosten; nach Transaktionskosten ermöglichen diese jedoch keine profitable Handelsstrategie.
STUDIEN AUSSERHALB DER USA				
Cheung (1990)	Marktwirkung von Rangänderung im kanadischen Markt	N = 150/Rang für 1980-86	Ereignisstudie (Marktmodell) mit täglichen abnormalen Renditen.	▪ Signifikante abnormale Renditen zum Publikationszeitpunkt der Rangänderung für kanadische Aktien.
Chamberlain/-Cheung /Kwan (1995)	Internationale Aktien; Marktwirkung von Rangänderungen	N = n.v. für 1980-86	Ereignisstudie (Mittelwertadjustierung) zu den Rangänderungen mit wöchentlichen abnormalen Renditen.	▪ Weniger erfolgreiche VL-Performance bei Rangänderungen internationaler Unternehmen.

Tabelle 4-2: Marktwirkung und langfristige Performance von Value-Line-Empfehlungen[587]

[587] Bedingt durch die teilweise sehr unterschiedlichen methodischen Ansätze wurde für die Value-Line-Literatur ein von Tabelle 4-1 abweichender Aufbau gewählt.

Im Hinblick auf internationale Studien zu Value-Line-Empfehlungen besteht bislang eine gemischte Evidenz: Während Cheung für kanadische Aktien signifikante abnormale Renditen zum Publikationszeitpunkt von Rangänderungen beobachtet und damit die bisherige Literatur bestätigt, gelangen Chamberlain/Cheung/Kwan zu einem gegenteiligen Ergebnis.[588] Die letztgenannten Autoren zeigen, dass Value-Line-Rangänderungen internationaler Unternehmen eine weniger erfolgreiche Performance erreichen. Sie führen diese schlechtere Performance im Vergleich zu US-amerikanischen Aktien darauf zurück, dass Value-Line gegenüber lokalen Investoren bei der Identifikation von unterbewerteten Unternehmen im Nachteil ist.[589]

Im Ergebnis kristallisiert sich heraus, dass zwischen den Value-Line-Gruppen auch nach Adjustierungen langfristige Renditedifferenzen bestehen, die nicht durch sonstige Faktoren erklärt werden können. Diese auch als Value-Line-Phänomen (Value-Line-Enigma) bezeichneten Beobachtungen stehen im Gegensatz zu den zuvor diskutierten allgemeinen Untersuchungen, die keine Outperformance von Analystenempfehlungen finden konnten. Im Hinblick auf Value-Line-Rangänderungen scheint sich insbesondere in der jüngeren Literatur die Mehrheitsmeinung durchzusetzen, dass hierdurch Kursreaktionen hervorgerufen werden.

4.2.2 Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen

In der Literatur existiert bereits eine Vielzahl an Untersuchungen, welche die Marktwirkung von sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen analysieren. In der Mehrheit werden dabei Analystenempfehlungen in US-amerikanischen Finanzzeitungen und -zeitschriften erforscht; gerade in jüngerer Zeit beschäftigen sich jedoch Untersuchungen zunehmend auch mit internationalen Publikationen.

4.2.2.1 Heard-on-the-Street-Kolumne des Wall Street Journals

Beim Wall Street Journal (WSJ) handelt es sich um die größte täglich erscheinende Finanz- und Wirtschaftszeitung der USA. Nicht überraschen kann daher auch die Tatsache, dass die ersten und bis heute auch die meisten Untersuchungen zur Wirkung von Sekundärinformationen das WSJ betreffen. Eine der am meisten beachteten Rubriken innerhalb des WSJ ist die Heard-on-the-Street-Kolumne (HTS).

588 Vgl. Cheung (1990), S. 179; Chamberlain/Cheung/Kwan (1995), S. 575ff.
589 Vgl. Chamberlain/Cheung/Kwan (1995), S. 584.

Diese existiert bereits seit 1969 und erhält meist eine sehr prominente Platzierung innerhalb der Zeitung.[590] Ziel dieser Kolumne ist es, den Leser über Marktentwicklungen zu informieren, die den Kurs einzelner Aktien bzw. Gruppen von Aktien potenziell stark beeinflussen können.[591] Diskutiert werden dabei schwerpunktmäßig Aktien mit hohem relativem Renditepotenzial sowie Aktien von großem Interesse für die Leser.[592] Im Allgemeinen werden darüber hinaus innerhalb der Heard-on-the-Street-Kolumne mehrere Analysten zitiert, die ihre Meinungen und Empfehlungen, basierend auf fundamentalem Aktienresearch, präsentieren.[593]

Welche Kursreaktion die Analystenempfehlungen hervorrufen, wird methodisch durch die Berechnung so genannter abnormaler Renditen bestimmt. Zur Berechnung der abnormalen Renditen setzen die Studien zur Heard-on-the-Street-Kolumne durchgängig das Marktmodell ein.[594] Ergebnisse dieser Studien werden in Tabelle 4-3 präsentiert. Dabei wird deutlich, dass in der Mehrheit der Untersuchungen eine statistisch signifikante Kursreaktion am Publikationstag festgestellt werden konnte. Verkaufsempfehlungen werden dabei insbesondere in jüngeren Untersuchungen mit einer höheren Marktwirkung assoziiert. Besondere Beachtung verdient die Untersuchung von Huth/Maris, die bei Verkaufsempfehlungen eine abnormale Kursreaktion in Höhe von -4,9 Prozent am Publikationstag feststellt.[595] Sie berichten, dass 100 Prozent der Teilstichprobe eine negative Entwicklung zum Publikationstag zeigen.[596] Interessant ist in diesem Zusammenhang auch die Beobachtung von Liu/Smith/Syed, dass nach einem Insider-Trading-Skandal, in den Journalisten der HTS-Kolumne involviert waren, die Höhe der abnormalen Renditen zum Publikationstag zurückgegangen ist. Als Grund hierfür halten sie sowohl eine geringere Glaubwürdigkeit des Wall Street Journals als auch eine veränderte Gestaltung der Kolumne für möglich.[597]

---

590 Vgl. Davies/Canes (1978), S. 46.

591 Auch Gerüchte werden teilweise in die Heard-on-the-Street-Kolumne aufgenommen. Vgl. hierzu Beneish (1991), S. 394.

592 Vgl. Liu/Smith/Syed (1990), S. 400.

593 Vgl. Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 660.

594 Da mithin für Studien der HTS-Kolumne nur das Marktmodell und keine weiteren Preiserwartungsmodelle verwendet wurden, wurde darauf verzichtet, die Methodik in der Tabelle 4-3 anzugeben.

595 Vgl. Huth/Maris (1992), S. 33-35.

596 Vgl. Huth/Maris (1992), S. 35ff. Sofern neben den Verkaufsempfehlungen auch negative Kommentare einbezogen wurden, ergibt sich eine negative abnormale Rendite von nur noch -2,1 Prozent (N=81).

597 Vgl. Liu/Smith/Syed (1992), S. 186.

Für die Woche vor der Publikation einer Empfehlung in der HTS-Kolumne kann eine positive (negative) Kursreaktion im Fall von Kauf- (Verkaufs-)empfehlungen festgestellt werden. Im Gegensatz hierzu fällt die Evidenz für die Woche nach der Publikation gemischt aus. Auch im Hinblick auf eine mögliche Revision der ursprünglichen Kursreaktion ergibt sich ein uneinheitliches Bild in der Literatur: Während Syed/Liu/Smith, Huth/Maris und Ferreira/Smith eine Kursrevision feststellen,[598] gelangen Davies/Canes, Liu/Smith/Syed und Beneish zu einem gegenteiligen Ergebnis.[599] Ein möglicher Grund für die unterschiedliche Evidenz zur Kursrevision mag zumindest partiell in den verschiedenen Betrachtungszeiträumen liegen. So gehen Syed/Liu/Smith speziell bei jenen Empfehlungen, die mit dem Insider-Trading-Skandal assoziiert werden, von einer möglicherweise selektiveren Berichterstattung aus, deren Übertreibung in der Folgezeit korrigiert wird.[600] Korrespondierend hierzu finden Ferreira/Smith, dass die Höhe der Kursrevision in der Woche nach der Publikation korreliert zur Höhe der ursprünglichen Marktwirkung am Veröffentlichungstag.[601] Mit anderen Worten: Die Kursrevision ist umso höher, je größer die ursprüngliche (Über-)reaktion ausfällt.

Eine Vielzahl von Untersuchungen zur Heard-on-the-Street-Kolumne unterzieht darüber hinaus die Einflussfaktoren der Kursreaktion einer gesonderten Analyse. So finden Sakar/Jordan, dass Empfehlungen für kleinere Unternehmen mit einer höheren Kurswirkung einhergehen, welches mit der geringeren institutionellen Aufmerksamkeit gegenüber kleineren Unternehmen zusammenhängen mag.[602] Davies/Canes zeigen darüber hinaus, dass Empfehlungen größerer Analystenhäuser mit geringeren Kursreaktionen einhergehen. Die Autoren führen diese Beobachtung darauf zurück, dass Empfehlungen größerer Analystenhäuser zum Zeitpunkt der Publikation bereits von einer Vielzahl von Investoren umgesetzt wurden. [603]

---

598 Vgl. für eine Revision der ursprünglichen Kursreaktion Ferreira/Smith (1999), S. 379-389; Syed/Liu/Smith (1989), 577ff.; Huth/Maris (1992), S. 27ff.

599 Vgl. für keine Kursrevision Davies/Canes (1978), S. 48ff.; Liu/Smith/Syed (1990, 1992); Beneish (1991), S. 393ff.

600 Vgl. Syed/Liu/Smith (1989), S. 577.

601 Vgl. Ferreira/Smith (1999), S. 387.

602 Vgl. Sarkar/Jordan (2000), S.50.

603 Vgl. Davies/Canes (1978), S. 55.

Autoren (Jahr)	Medium (Land)	Zeitraum	N [604]	Abnormale Renditen (in%) von Kauf- und (Verkaufs-) empfehlungen[605]			Revision	Einflussfaktoren & Besonderheiten
				[-5;-1]	[0;0]	[1;5]		
Davies/ Canes (1978)	HTS, WSJ (USA)	1968 -69	785	0,46 (0,59)	0,92* (-2,4)*	0,32 (-0,97)	Nein	▪ Anzahl in der Kolumne diskutierter Aktien mit neg. Einfluss auf Höhe der Kursreaktion. ▪ Empfehlungen größerer Analystenhäuser mit geringerer Kursreaktion.
Syed/ Liu/ Smith (1989)	HTS, WSJ (USA)	1983 -84	16	4,51 (n.v.)	2,97* (n.v.)	-1,44 (n.v.)	Ja	▪ HTS-Empfehlungen, die Insidern vor Veröffentlichung bekannt gemacht wurden, erreichen höhere Kursreaktionen an t=0,1.
Liu/ Smith Syed (1990)	HTS, WSJ (USA)	1982 -85	852	-1,50 (-1,61)	1,54* (-1,99)*	0,06 (-0,19)	Nein	▪ Artikel mit einzelnen Empfehlungen (single-company articles) mit höherer Kurswirkung als Artikel mit mehreren Empfehlungen (multi-company articles).
Beneish (1991)	HTS, WSJ (USA)	1977 -80	404	0,76 (-1,78)	0,90* (-1,30)*	0,46 (0,00)	Nein	▪ Höhere Kursreaktion bei Gewinnbekanntgabe in [-5;0].
Huth/ Maris (1992)	HTS, WSJ (USA)	1986	126	1,17 (-0,85)	0,62* (-4,92)*	0,12 (1,95)	Ja	▪ Kleinere Unternehmen mit höherer Kursreaktion.
Liu/ Smith/ Syed (1992)	HTS, WSJ (USA)	1982 -85	852	1,86 (-2,03)	1,87*[606] (-2,30)*	n.v. (n.v.)	Nein	▪ Nach dem WSJ-Insider-Trading-Skandal geringere Kursreaktionen zum Publikationsdatum und in der vorangegangenen Woche.
Baumann/ Datta/ Iskandar-Datta (1995)	HTS, WSJ (USA)	1987	260	1,51 (-0,23)	0,84* (-0,53)*	-1,25 (0,16)	z.T.	▪ Langfristig positive (negative) Performance von Kauf- (Verkaufs-)empfehlungen.
Chang/ Suk (1998)	ITS, WSJ, USA	1988 -90	707	n.v.	0,81 (-1,01) [-1;2]	n.v.	n.v.	▪ Sign. abnormale Kursreaktion nach Insider(ver-)käufen, deren Bekanntgabe an die SEC und deren Publikation im WSJ.

604 Es werden Kauf- und Verkaufsempfehlungen zusammen angegeben (N=Gesamtzahl).

605 Ereignistag ist der erste Handelstag bei Erscheinen der HTS-Kolumne. Für den Ereignistag [0;0] wird jeweils durch ein Sternchen („*“) angezeigt, wenn die entsprechenden abnormalen Renditen auf dem 5-Prozent-Niveau statistisch signifikant sind. Aufgrund deutlich geringerer Datenverfügbarkeit wird für die Perioden vor [-5;-1] und nach [1;5] dem Ereignistag keine solche Differenzierung getroffen.

606 Angegeben wurden die Werte vor dem Insider-Trading-Skandal. Nach dem Skandal sinken die abnormalen Renditen zum Publikationszeitpunkt auf 1,09 für Kauf- und -1,53 für Verkaufsempfehlungen. Vgl. Liu/Smith/Syed (1992), S. 183-185.

Autoren (Jahr)	Medium (Land)	Zeitraum	N [604]	Abnormale Renditen (in%) von Kauf- und (Verkaufs-) empfehlungen[605]			Revision	Einflussfaktoren & Besonderheiten
				[-5;-1]	[0;0]	[1;5]		
Ferreira/ Smith (1999)	WSJ-Small Focus (USA)	1993	774	12,32 (-12,20)	0,80[607] (0,48)	-1,61 (-0,66)	Ja	▪ Nicht-wiederholte Empfehlungen mit höherer Marktwirkung . ▪ Kursrevision in der Woche nach der Publikation negativ korreliert zur Höhe der Kursreaktion an t=-1. ▪ Sehr hohe Kursänderungen am Tag vor der Publikation.
Sakar/ Jordan (2000)	WSJ-Regional (USA)	1993 -96	311	0,23	2,48*	0,46	n.v.	▪ Artikel mit einzelnen Empfehlungen (single-company articles) mit höherer Kurswirkung als Artikel mit mehreren Empfehlungen (multi-company articles). ▪ Kleinere Unternehmen mit höherer Kursreaktion.

Tabelle 4-3: Marktwirkung von Analystenempfehlungen in der Heart-on-the-Street-Kolumne des Wall Street Journals[608]

Auch die Aufmerksamkeit bzw. Beachtung der einzelnen Aktie scheint einen Einfluss auf die Höhe der Kursreaktion zu haben. So finden Davies/Canes, dass mit zunehmender Anzahl empfohlener Aktien innerhalb einer Kolumne die Kursreaktion der einzelnen Empfehlung geringer ausfällt.[609] Korrespondierend hierzu gelangen auch Sakar/Jordan und Liu/Smith/Syed zu dem Befund, dass Artikel mit einzelnen Empfehlungen (single-company-articles) eine höhere Kurswirkung erreichen als Artikel mit mehreren Empfehlungen (multi-company-articles).[610] Eine geringere Marktwirkung von wiederholt empfohlenen Aktien weisen ferner Ferreira/Smith nach.[611]

607 Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Empfehlungen, die nicht wiederholt wurden. Die Marktwirkung auf wiederholt ausgesprochene Empfehlungen ist noch niedriger.

608 Zusätzlich zur nationalen Heard-on-the-Street-Kolumne wurde auch das regionale Pendant, die Small-Fokus-Kolume, betrachtet. Aufgrund der stärkeren Fokussierung auf die kurzfristige Marktwirkung in der Literatur zu sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen und einer diesbezüglich besseren Datenverfügbarkeit wurde neben den abnormalen Renditen zum Publikationszeitpunkt auch die entsprechenden Werte in der Woche vor und nach der Publikation angegeben. Dieses bedingt einen von Tabelle 4-1 und Tabelle 4-2 abweichenden Aufbau.

609 Vgl. Davies/Canes (1978), S. 55.

610 Vgl. Sarkar/Jordan (2000), S.50; Liu/Smith/Syed (1990), S. 407.

611 Vgl. Ferreira/Smith (1999), S. 379, 383ff. Die Kursreaktion und das abnormale Handelsvolumen zum Publikationstag ist bei wiederholten Kauf- und Verkaufsempfehlungen geringer.

In seiner Analyse der Jahre 1977 bis 1980 gelangt Beneish zu dem Ergebnis, dass die Kursreaktion auf Heard-on-the-Street-Empfehlungen höher ausfällt bei zeitgleicher Gewinnbekanntgabe.[612]

Zusammenfassend konnte eine signifikante Marktwirkung zum Publikationszeitpunkt der Heard-on-the-Street-Kolumne in den betrachteten Studien festgestellt werden. Die Höhe der Marktreaktion hängt dabei von einer Reihe von Einflussfaktoren wie der Anzahl der in einer Kolumne empfohlenen Aktien sowie der Größe des empfohlenen Unternehmens bzw. Analystenhauses ab. Uneinheitliche Belege existieren im Hinblick auf eine Revision der ursprünglichen Kurswirkung.

4.2.2.2 Dartboard-Kolumne des Wall Street Journals

Mit der Dartboard-Kolumne existiert eine weitere Rubrik des Wall Streets Journals, der eine hohe Aufmerksamkeit von Seiten der Investoren zuteil wurde.[613] Dabei dürfen vier professionelle Portfoliomanager bzw. Analysten jeweils eine Aktie aussuchen, von der sie in den nächsten sechs Monaten den höchsten Wertzuwachs erwarten.[614] Die vier durch die Experten ausgewählten Aktien werden anschließend mit der Entwicklung des Dow Jones Industrial Average sowie vier zufällig per Dartwurf ermittelten Aktien verglichen.[615] Die zwei Experten mit der besten Performance werden eingeladen auch an dem nächsten Wettbewerb, zusammen mit zwei neuen prominenten Experten, teilzunehmen. Zu Beginn des Dartboard-Wettbewerbs (Dartboard Contest) im Jahr 1988 wurde jeweils ein einmonatiger Zeitrahmen zur Performancemessung gewählt. Man stellte jedoch fest, dass die Performance innerhalb des vergleichsweise kleinen 1-Monats-Zeitraums stark durch dem so genannten Publizitätseffekt, d.h. Kurswirkungen aufgrund der breiten Veröffentlichung im WSJ, verzerrt werden.[616] Um diesen Effekt in der Performanceberechnung zu mindern, wurde der Berechnungszeitrahmen daher Anfang der 90er-Jahre auf sechs Monate erweitert. Im Jahre 2002 schließlich wurde der Dartboard-Wettbewerb nach 14 Jahren eingestellt.[617]

---

612 Vgl. Beneish (1991), S. 411.
613 Vgl. für eine Diskussion der Regeln des Dartboard-Wettbewerbs Liang (1996), S. 5, 24.
614 Vgl. Metcalf/Malkiel (1994), S. 371.
615 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 274.
616 Vgl. Dorfman (1990), S. C1; vgl. auch Abschnitt 4.3.1 zur Publizitätshypothese.
617 Vgl. Jasen (2002), S. C1.

Autoren (Jahr)	Medium, Land	Zeitraum	N [618]	Abnormale Renditen (in%) von Kauf- & (Verkaufs-)empfehlungen [619]			Revision	Einflussfaktoren & Besonderheiten
				[-5;-1]	[0;0]	[1;5]		
Barber/ Loeffler (1993)	Dart, WSJ (USA)	1988 -90	189	0,38 (n.v.)	3,53* (n.v.)	-0,22 (n.v.)	Ja	▪ Abnormales Handelsvolumen (AHV) an den Tagen 0 bis 6. ▪ Teilstichprobe mit hohem abnormalen Handelsvolumen mit größerer Kursreaktion an t[0;0] und t[-25;-1]. ▪ Negativer Zusammenhang von Sekundärmarktliqu. und Marktwirkung. [620].
Metcalf/ Malkiel (1994)	Dart, WSJ (USA)	1990 -92	101	n.v.	3,24*	n.v.	n.v.	▪ Keine Untergruppe (Experten, Darts) schlägt dauerhaft den Markt. ▪ Höheres Beta des Experten-Portfolios.
Wright (1994)	Dart, WSJ (USA)	n.v.	n.v.	n.v.	4,59*	n.v.	Ja	▪ Abnormale Renditen zur Veröffentlichung der Dartboard-Empfehlungen. ▪ Vorrundengewinner mit verdoppeltem Veröffentlichungseffekt.
Albert/ Smaby (1996)	Dart, WSJ (USA)	1988 -91	140	0,36	3,11*	-0,39	Ja	▪ Wiederholt eingeladene Analysten mit höherer Kursreaktion. ▪ Kleinere Unternehmen mit höherer Kursreaktion.
Greene/ Smart[621] (1999)	Dart, WSJ (USA)	1988 -92	199	n.v.	3,00*	0,50 [1;1]	Ja	▪ Keine langfristige Überrendite der Dartboard-Empfehlungen. ▪ Wiederholt eingeladene Analysten mit höherer Kurreaktion.
Liang (1999)	Dart, WSJ (USA)	1990 -94	417	1,30 (Pro) vs. -0,35 (Darts)	2,84* (Pro) vs. 0,20 (Darts)	-0,44 (Pro) vs. -0,41 (Darts)	Ja	▪ Wiederholt eingeladene Analysten mit höherer Kursreaktion (5,34 Prozent über zwei Tage). ▪ Vollständige Kursrevision.
Pruitt/ Van Ness/ Van Ness (2000)	Dart, WSJ (USA)	1994 -95	188	0,20	3,46*	0,53	n.v.	▪ Kleinere Investoren (bis zu 100 Aktien) handeln bis zu vier Tage gegenüber einem Tag bei den größten Investoren.

Tabelle 4-4: Marktwirkung von Empfehlungen der Dartboard-Kolumne

618 Es werden Kauf- und Verkaufsempfehlungen zusammen angegeben (N=Gesamtzahl).

619 Ereignistag ist der Handelstag bei Erscheinen der Dartboard-Kolumne. Für den Ereignistag [0;0] wird jeweils durch ein Sternchen („*“) angezeigt, wenn die entsprechenden abnormalen Renditen statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau sind. Aufgrund deutlich geringerer Datenverfügbarkeit wird für die Perioden vor [-5;-1] und nach [1;5] dem Ereignistag keine solche Differenzierung getroffen.

620 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 281. Das Handelsvolumen und die Volatilität der Renditen erreichen in der multiplen Regressionsanalyse einen negativen (positiven) Einfluss auf die Höhe der abnormalen Renditen zum Publikationszeitpunkt (t=0).

621 Die Studie von Greene/Smart (1999) verwendet sowohl die Methodik der marktadjustierten Renditen als auch die Methodik des Marktmodells zur Berechnung der abnormalen Renditen.

Die umfangreichen Untersuchungen zur Marktwirkung der Dartboard-Empfehlungen verwenden methodisch das Marktmodell, teilweise ergänzt durch das Verfahren marktadjustierter Renditen.[622] Für den Publikationstag der Dartboard-Kolumne kann eine signifikante Kursreaktion für die Empfehlungen der Experten festgestellt werden. In der Woche vor und nach dem Publikationsdatum sind hingegen nur sehr geringe, nicht statistisch signifikante abnormale Renditen in unterschiedlicher Richtung zu beobachten. Ebenfalls nur eine sehr geringe, nicht statistisch signifikante Kurswirkung erreichen die zufällig ausgewählten Dartboard-Aktien.[623]

Analysiert wurde auch die langfristige Performance der Expertenempfehlungen und Dartboard-Aktien. Greene/Smart und Metcalf/Malkiel finden dabei keine Belege dafür, dass die Empfehlungen der Experten oder die zufällig ausgewählten Dartboard-Aktien dauerhaft dem Markt überlegen sind.[624] Die geringfügig höhere absolute Rendite der Expertenempfehlungen erklärt sich laut Metcalf/Malkiel durch deren höheres systematisches Risiko in Verbindung mit einem hohem Veröffentlichungseffekt.[625] Eine Revision der ursprünglichen Veröffentlichungswirkung konnte in allen Studien, in denen die Daten hierzu eine Aussage erlauben, beobachtet werden.

Inwieweit die Höhe der Kursreaktion durch bestimmte Faktoren beeinflusst wird, stellt den Gegenstand verschiedener Untersuchungen dar. So finden Albert/Smaby und Barber/Loeffler, dass die Marktwirkung bei kleineren Unternehmen mit geringerer Sekundärmarktliquidität besonderes ausgeprägt ist.[626] Die Sekundärmarktliquidität wird dabei approximiert durch die Variablen Handelsvolumen und Volatilität.[627] Greene/Smart, Liang und Albert/Smaby vergleichen zudem die Empfehlungen von Dartboard-Gewinnern und damit wiederholt eingeladenen Experten mit den Empfehlungen der neu eingeladenen Experten. Im Ergebnis zeigt sich eine höhere Kursreaktion der wiederholt eingeladenen Analysten am Publikationstag.[628] Dass kleinere Investoren bis zu drei Tage länger auf eine Dartboard-Empfehlung reagieren als die Gruppe der größten Investoren finden Pruit/Van Ness/Vann Ness.

---

622 Vgl. Abschnitt 5.3.3.2 zu den Details der Preiserwartungsmodelle.
623 Vgl. Liang (1999), S. 127.
624 Vgl. Greene/Smart (1999), S. 1885ff.; Metcalf/Malkiel (1994), S. 372.
625 Vgl. Metcalf/Malkiel (1994), S. 372.
626 Vgl. Albert/Smaby (1996), S. 60.
627 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 281.
628 Vgl. Greene/Smart (1999), S. 1890; Liang (1999), S. 130ff.; Albert/Smaby (1996), S. 59ff.

mittels einer Analyse der Transaktionsgrößen. Dieses Ergebnis gibt zu der Vorstellung Anlass, dass unterschiedliche Informationsstände zwischen institutionellen und privaten Investoren existieren und dass insbesondere private Kleinanleger durch publizierte Analystenempfehlungen beeinflusst werden.[629]

Resümierend kann auch für die Dartboard-Kolumne eine statistisch signifikante Marktwirkung der Expertenempfehlungen zum Veröffentlichungszeitpunkt konstatiert werden. Als Einflussfaktoren der Marktwirkung wurden die Größe und Sekundärmarktliquidität der empfohlenen Werte sowie die Reputation des empfehlenden Analysten identifiziert.[630] Zudem variiert die Reaktionsgeschwindigkeit mit dem Informationsstand und dem Professionalisierungsgrad der Anleger.

4.2.2.3 Barron's

Barron's ist eine populäre, wöchentlich erscheinende US-Zeitschrift, die sich auf Finanzthemen spezialisiert hat.[631] Mit einer Auflage von über 250.000 gehört Barron's zu den größeren national erscheinenden Zeitschriften. Barron's zeichnet sich durch eine akademisch gebildete Leserschaft aus, die zum großen Teil aktiv Investitionsentscheidungen für sich und andere trifft.[632] Innerhalb der als sehr umfangreich zu bezeichnenden Zeitschrift werden an verschiedenen Stellen Investitionsempfehlungen gegeben. In sehr prominenter Platzierung auf der ersten Seite erscheint die Up-and-down-Wall-Street-Kolumne, in welcher der Herausgeber (Alan Abelson) seine eigenen Empfehlungen diskutiert.[633] Fremde Analystenempfehlungen werden entweder in der Investment-News-and-Views-Kolumne oder im Rahmen von Interviews mit Analysten wiedergeben. In einer wöchentlichen Kolumne werden zudem Fondsmanager nach ihrer bevorzugten Aktie befragt (Mutual Choice).[634] Eine Besonderheit stellt der jährliche „Barron's Roundtable" dar. Hierbei werden acht bis zwölf sehr erfolgreiche und reputable Investmentmanager –

---

629 Vgl. Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 12f.

630 Die Gewinner des Dartboard-Wettbewerbs werden jeweils neu eingeladen. Durch ihren Erfolg in der Vorperiode, so argumentieren Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 12ff., ist davon auszugehen, dass sie eine höhere Reputation bei Anlegern besitzen.

631 Vgl. Trahan/Bolster (1995), S. 5 für eine Charakterisierung der Zeitschrift Barron's. Der Median des Haushaltseinkommens beträgt $ 89.000; das durchschnittliche Alter 52,9 Jahre.

632 Vgl. Bolster/Trahan (2000), S. 4. So gehören 52 Prozent der Leser zu Top-Managern und 29 Prozent zu Investment-Professionals (Analysten, Broker, Money Manager).

633 Vgl. Bolster/Trahan (2000), S. 4.

634 Vgl. Benesh/Clark (1994), S. 36.

von Barron's auch als „Wall Street Superstars" bezeichnet – ausgewählt, Kauf- und Verkaufsempfehlungen abzugeben.[635]

Methodisch arbeitet die Mehrheit der Ereignisstudien mit dem Preiserwartungsverfahren des Marktmodells. Beneish/Clark und Han/Suk präsentieren ihre Ergebnisse auf Basis des Marktmodells und darüber hinausgehend auch auf Grundlage von Holding-Period-Renditen bzw. des Scholes-Williams-Verfahrens.[636] Lediglich Desai/Jain verwenden für ihre längerfristige Performancemessung so genannte Matched Samples in Verbindung mit Buy-and-Hold-Renditen.[637]

Erwartungsgemäß können zum Publikationstag (T=[0; 0]) der Analystenempfehlungen in Barron's signifikante Kursreaktionen in positiver Richtung bei Kauf- und negativer Richtung bei Verkaufsempfehlungen festgestellt werden.[638] Im Hinblick auf die Kursreaktion in der Woche vor und nach der Publikation unterscheiden sich die Ergebnisse hingegen deutlich in Abhängigkeit von der Empfehlungsart. So ist für Kaufempfehlungen keine einheitliche Tendenz in Richtung und Höhe der Kursreaktion vor bzw. nach der Publikation in Barron's erkennbar. Die Kurswirkung von Barron's Verkaufsempfehlungen wird nur in insgesamt zwei Studien von Han/Suk und Bolster/Trahan angegeben.[639] Hierin zeigen die Befunde abnormale Renditen in negativer Richtung sowohl für die Woche vor als auch für die Woche nach der Publikation an. Die Höhe der Kursreaktion ist dabei allerdings in der Woche vor der Publikation deutlich ausgeprägter. Analysiert werden zudem auch neutrale „Halte"-Empfehlungen in der Untersuchung von Han/Suk. Die letztgenannten Autoren finden keine statistisch signifikanten abnormalen Renditen in den untersuchten Zeitperioden. Revisionen der ursprünglichen Kursreaktion können für die Mehrheit der Barron's-Studien festgestellt werden.[640]

635 Vgl. Desai/Jain (1995), S. 1258.
636 Vgl. Han/Suk (1996), S. 30; Benesh/Clark (1994), S. 38.
637 Vgl. zum Untersuchungsdesign des Matched Samples Desai/Jain (1995), S. 1262.
638 Bei Kaufempfehlungen ist die erwartete Richtung der Kursreaktion positiv; bei Verkaufsempfehlungen negativ.
639 Vgl. Han/Suk (1996), S. 27ff.; Bolster/Trahan (2000), S. 1ff.
640 Vgl. Tabelle 4-5 dieser Arbeit.

Autoren (Jahr)	Zeitschrift (Land)	Methodik[641]	Zeitraum	N[642]	Abnormale Renditen (in%) von Kauf- (Verkaufs-) empfehlungen[643]			Revision	Einflussfaktoren & Besonderheiten[644]
					[-5;-1]	[0;0]	[1;5]		
Benesh/ Clark (1994)	Mutual-Choice- & Expert-Kolumne, Barron's (USA)	ES/ MM & HPR	1987 -88	229	0,21 (Mutual Choice) vs. -0,73 (Expert)	1,82* (Mutual Choice) vs. 1,79* (Expert)	0,05 (Mutual Choice) vs. 0,21 (Expert)	Ja	▪ Geringe Unterschiede in der Aktienkursreaktion auf Empfehlungen der Fondsmanager und Analysten.
Desai/ Jain (1995)	Annual Roundtable, Barron's (USA)	ES/ MS	1968 -91	1.751	n.v.	1,04*[645] (-1,16*)	n.v.	n.v.	▪ Keine sign. abnormalen Renditen über einen Zeitraum von 3 Jahren nach der Publikation.
Trahan/ Bolster (1995)	Up-and-down-Wall-Street-Kolunme, Barron's (USA)	ES/ MM	1988	1.450	0,11 (n.v.)	2,10* (n.v.)	-0,15 (n.v.)	z.T.	▪ Negativer Einfluss der Unternehmensgröße auf die Höhe der Kursreaktion. ▪ Höhere Kursreaktion auf Journalistenempfehlungen (Abelson).
Han/ Suk (1996)	Research-Reports-Kolumne, Barron's (USA)	ES/ MM & SW	1991	601	-0,03 (-0,60)	0,54* (-0,71*)	-0,46 (-0,17)	Ja	▪ Neutrale Empfehlungen bleiben ohne sign. abnormale Renditen.
Bolster/ Trahan (2000)	Up-and-down-Wall-Street-Kolunme, Barron's (USA)	ES/ MM	1986 -90	1.534	-0,03 (-3,12)	1,92* (-2,08*)	0,15 (-0,53)	Nein	▪ Negativer Einfluss der Unternehmensgröße auf die Höhe der Kursreaktion. ▪ Höhere Kursreaktionen auf Journalistenempfehlungen als auf Analystenempfehlungen.

Tabelle 4-5: Marktwirkung von Analystenempfehlungen in Barron's

641 Erklärung der Methodik-Abkürzungen: Ereignisstudie (ES), Marktmodell (MM), Matched Sample (MS), was Buy- und Hold-Renditen entspricht, sowie Holding Period Returns (HPR) und Scholes-Williams-Verfahren (SW).

642 Es werden Kauf- und Verkaufsempfehlungen zusammen angegeben (N=Gesamtzahl).

643 Ereignistag ist der Tag der Publikation in Barron's. Für den Ereignistag [0;0] wird jeweils durch ein Sternchen („*") angezeigt, wenn die entsprechenden abnormalen Renditen statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau sind. Aufgrund deutlich geringerer Datenverfügbarkeit wird für die Perioden vor [-5;-1] und nach [1;5] dem Ereignistag keine solche Differenzierung getroffen.

644 Besonderheiten der Studie werden mit Hilfe eines Bullet-Points abgegrenzt.

645 Abnormale Rendite der Holding Period.

Da in Barron's neben Analystenempfehlungen auch Empfehlungen von Fondsmanagern und Journalisten publiziert werden, eignet sich diese Zeitschrift für eine vergleichende Analyse des jeweiligen Kurseinflusses. In ihrer Untersuchung der Jahre 1987-88 stellen Benesh/Clark in diesem Zusammenhang nur geringe Unterschiede zwischen der Aktienkursreaktion auf Empfehlungen von Fondsmanagern und Analysten fest.[646] Wobei nicht ungenannt bleiben sollte, dass Fondsmanager mit durchschnittlich sieben Tipps deutlich mehr Empfehlungen ausgesprochen haben als Analysten.[647] Weitere Untersuchungen von Trahan/Bolster und Bolster/Trahan für die Jahre 1988 sowie 1986-90 vergleichen den Einfluss von Journalistenempfehlungen der Up-and-down-Wall-Street-Kolumne mit dem von Analystenempfehlungen der Investment-News-and-Views-Kolumne. Im Ergebnis finden beide Studien eine höhere Aktienkursreaktion auf Empfehlungen der Journalisten. Nach Auffassung der Autoren begründet sich die Renditedifferenz zwischen Journalisten- und Analystenempfehlungen durch die Tatsache, dass es sich bei Journalistenempfehlungen um Primärinformationen handelt, die noch nicht zuvor bekannt gemacht wurden. Als weiteres Ergebnis konnte zudem der negative Einfluss der Unternehmensgröße auf die Höhe der Aktienkursreaktion bestätigt werden.[648]

4.2.2.4 Business Week, Forbes und USA Today

Bei der **Business Week** handelt es sich um eine wöchentlich erscheinende Wirtschaftszeitschrift mit Schwerpunkt auf der US-amerikanischen Unternehmensberichterstattung. Die Zeitschrift wendet sich an den wirtschaftsinteressierten und -erfahrenen Leser. Dies veranlasst Mathur/Waheed zu der Aussage, dass die Zielgruppe der Business Week stark der des Wall Street Journals ähnelt.[649] Ein fester Bestandteil der Business Week stellt die Inside-Wall-Street-Kolumne dar.[650] Diese enthält Gerüchte und Meinungen von verschiedenen Wall-Street-Analysten zu zwei oder drei Unternehmen. Diese Meinungen werden normalerweise zusammengefasst in Form einer Kauf- oder Verkaufsempfehlung für die Wertpapiere jedes

646 Vgl. Benesh/Clark (1994), S. 35ff.
647 Vgl. Benesh/Clark (1994), S. 36.
648 Vg.. Trahan/Bolster (1995), S. 10; Bolster/Trahan (2000), S. 14-16.
649 Vgl. Mathur/Waheed (1995), S. 585.
650 Vgl. für Hintergrundinformationen zur Erstellung der Inside-Wall-Street-Kolumne Corrigan (2001), S. 1-2.

Unternehmens. Dabei ist die Berichterstattung zum ersten behandelten Unternehmen teilweise etwas umfangreicher als zu den nachfolgenden Unternehmen.[651]

In der Literatur beschäftigen sich die Arbeiten von Loh/Perumpral/Keown, Palmon/Sun/Tang, Mathur/Waheed und Sant/Zaman mit der Marktwirkung von Analystenempfehlungen in der Inside-Wall-Street-Kolumne (IWS) der Business Week.[652] Wichtige Ergebnisse der letztgenannten Arbeiten werden in Tabelle 4-6 zusammenfassend dargestellt. Erwartungsgemäß stellt dabei das Marktmodell in allen Studien das dominierende Preiserwartungsverfahren dar.

Auffällig ist dabei, dass mit Ausnahme von Loh/Perumpral/Keowns alle Arbeiten zum Business-Week-Publikationszeitpunkt eine signifikant positive Kursreaktion auf Kaufempfehlungen finden. In Bezug auf Verkaufsempfehlungen ist die Kursreaktion hingegen nicht signifikant, wenngleich in zwei Fällen immerhin noch ein negativer Einfluss angezeigt wird.[653] Auch in der Woche vor und nach der Publikation können für Verkaufsempfehlungen jeweils nur in zwei der drei untersuchten Studien negative abnormale Renditen in unterschiedlicher Höhe beobachtet werden. In Bezug auf Kaufempfehlungen weisen hingegen alle Untersuchungen auch in der Woche vor und nach dem Publikationstag eine positive abnormale Reaktion auf, wenngleich die Reaktionshöhe teilweise geringer ist als zum unmittelbaren Publikationszeitpunkt. Hinsichtlich einer Revision der ursprünglichen Kursreaktion besteht eine gemischte Evidenz. So ist sowohl eine komplette als auch gar keine Kursrevision in einzelnen Studien zu beobachten.

---

651 Vgl. Palmon/Sun/Tang (1994), S. 399; Sant/Zaman (1996), S. 620.

652 Vgl. Loh/Perumpral/Keown (1990), S. 41-49; Palmon/Sun/Tang (1994), S. 395-417; Sant/Zaman (1996), S. 617-643; Mathur/Waheed (1995), S. 583-604.

653 Die negative, wenngleich insignifikante Kursreaktion wird in den Arbeiten von Palmon/Sun/Tang (1994), S. 395-417 und Sant/Zaman (1996), S. 617-643 aufgezeigt.

Autoren (Jahr)	Zeitschrift (Land)	Methodik[654]	Zeitraum	N[655]	Abnormale Renditen (in%) von Kauf- (Verkaufs-) empfehlungen[656]			Revision	Einflussfaktoren & Besonderheiten[657]
					[-5;-1]	[0;0]	[1;5]		
Loh/ Perumpral /Keown (1990)	Business Week (USA)	ES/ MM	1982 -85	108	1,55 (-0,17)	0,07 (0,26)	0,82 (0,19)	Nein	▪ Neutral- und Verkaufsempfehlungen führen zu keiner sign. Reaktion. ▪ AHV an t=-2.
Palmon/ Sun/ Tang (1994)	Business Week (USA)	ES/ MM	1983 -89	374	1,58 (-1,02)	1,91* (-0,67)	0,30 (-1,66)	Nein	▪ Keine sign. Unterschiede in der Reaktion auf „erste“ und „nicht-erste“ Kaufempfehlungen. ▪ AHV an [0;1] für Kaufempfehlungen.
Mathur/ Waheed (1995)	Business Week (USA)	ES/ MM	1981 -89	233	0,90 für [-3;-1]	1,71*	0,57 für [1;3]	Ja	▪ Sign. pos. AR in 6 Monaten vor und sign. neg. AR über 6 Monate nach der Publikation. ▪ Stärkere Kursrevision, sofern kein Merger-Target.
Sant/ Zaman (1996)	Business Week (USA)	ES/ MM	1976 -88	456	0,66 (0,05)	1,16* (-0,25)	0,63 (-1,46)	Ja	▪ Neg. Einfluss der Analystenabdeckung. ▪ Pos. Einfluss, wenn Urheber Nicht-Analyst. ▪ Sign. negative langfristige abnormale Performance bei Kaufempfehlungen.
Studien zu Forbes und USA-Today									
Lee (1986)	Biel-Kolumne, Forbes (USA)	ES/ MA	1962 -79	374	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	▪ CAR [-3;+5] beträgt durchschnittlich 0,87 Prozent.
Walker/ Hatfield (1996)	USA-Today (USA)	ES/ MM	1988 -90	329	0,34 (-3,10)	3,90* (-6,23)*	1,77 (+1,02)	n.v.	▪ Über 12-Monate: schlechte (gute) Perf. der Kauf- (Verkaufs-) empfehlungen.

Tabelle 4-6: Marktwirkung von Analystenempfehlungen in Business Week, Forbes und USA Today

654 Erklärung der Methodik-Abkürzungen: Ereignisstudie (ES), Marktmodell (MM), Marktadjustierung (MA), Beta-Adjustierung (BA) und Single Index Marktmodell (SI-MM).

655 Es werden Kauf- und Verkaufsempfehlungen zusammen angegeben (N=Gesamtzahl).

656 Für den Ereignistag [0;0] wird jeweils durch ein Sternchen („*“) angezeigt, wenn die entsprechenden abnormalen Renditen statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau sind. Aufgrund deutlich geringerer Datenverfügbarkeit wird für die Perioden vor [-5;-1] und nach [1;5] dem Ereignistag keine solche Differenzierung getroffen.

657 Ein positives oder negatives Zeichen vor dem Faktor signalisiert die Richtung des Einflusses. Besonderheiten der Studie werden in Stichpunkten wiedergegeben.

Mathur/Waheed und Sant/Zaman analysieren zudem über einen Zeitraum von sechs Monaten nach der Publikation die langfristige abnormale Aktienkursperformance. Beide Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass die langfristige Performance von Kaufempfehlungen negativ ist, was sie darauf zurückführen, dass Investoren auf die Business-Week-Empfehlungen überreagieren und zudem bereits im Vorfeld der Empfehlungen starke Kursanstiege zu beobachten sind.[658] Teilweise begründen sich die Empfehlungen auch durch Übernahmephantasien, deren Nichteintreffen in der Folgezeit zu Kursrückgängen führt.[659]

Weiterhin wurden einzelne Faktoren im Hinblick auf ihren Einfluss auf die Kurswirkung untersucht. Sant/Zaman stellen dabei fest, dass die Kursreaktion auf Kaufempfehlungen bei jenen Unternehmen deutlich höher ausfällt, die durch weniger als fünf Analysten abgedeckt werden. Dieser inverse Zusammenhang zwischen Marktwirkung und Analystenabdeckung besteht dabei unabhängig von der Unternehmensgröße.[660] Weiterhin finden die Autoren, dass Business-Week-Empfehlungen, die als Urheber keinen Analysten haben, eine 2 Prozent höhere Kurswirkung erzielen.[661] Sant/Zaman führen dies darauf zurück, dass die von Sell-Side-Analysten stammenden Empfehlungen schon längere Zeit den Kunden bekannt sein dürften und damit von Investoren als weniger wertvoll eingeschätzt werden.[662] In Bezug auf die Platzierung der Empfehlung innerhalb der Inside-Wall-Street-Kolumne können Palmon/Sung/Tang keine signifikanten Unterschiede in der Kursreaktion finden. So sind die Kursreaktionen von Kaufempfehlungen, die am Anfang der Kolumne ausgesprochen werden, mit der Kursreaktion der folgenden Kaufempfehlungen vergleichbar.[663]

Neben der Business Week sollen innerhalb dieses Abschnitts zwei weitere Publikationen, USA-Today und Forbes, im Hinblick auf die relevante Literatur diskutiert werden. Die erstgenannte Publikation, **USA-Today**, ist eine der größten Zeitungen der USA und besitzt eine nationale Verbreitung. Innerhalb der Market-Highlights-

---

658 Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 624ff finden eine negative Performance der Kaufempfehlungen in Höhe von -6,8 Prozent über die sechs Monate nach der Publikation. Mathur/Waheed (1995), S. 595 finden eine Kursrevision in Höhe von 5,3 Prozent in den sechs Monaten nach der Publikation in der Business Week.

659 Vgl. zur schlechten Kursperformance von Aktien, die sich nicht als Übernahmeziel herauskristallisieren Mathur/Waheed (1995), S. 601.

660 Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 617ff.

661 Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 617-643.

662 Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 640.

663 Vgl. Palmon/Sun/Tang (1994), S. 411f.

Kolumne dieser Zeitung werden dabei ausgewählte Analystenempfehlungen diskutiert.[664] In einer Analyse von insgesamt 329 Empfehlungen der Market-Highlights-Kolumne aus den Jahren 1988-90 konnten Walker/Hatfield eine statistisch signifikante Marktwirkung zum Veröffentlichungszeitpunkt dokumentieren.[665] Im Fall von Verkaufsempfehlungen fällt die kurzfristige Marktreaktion dabei deutlich stärker aus. Wird zusätzlich die langfristige Kursperformance betrachtet, so kristallisiert sich heraus, dass sich auch hier Verkaufsempfehlungen deutlich stärker in der erwarteten Richtung entwickeln als Kaufempfehlungen.[666] Insgesamt verbleiben jedoch für private Investoren nach Transaktionskosten keine ausreichenden abnormalen Renditen, um ein Engagement zu rechtfertigen;[667] für institutionelle Investoren, die noch vor dem eigentlichen Publikationszeitpunkt investieren können, mag hingegen eine aktive, an Analystenempfehlungen orientierte Portfoliostrategie ausreichende Renditen erbringen.

Analysiert wurde darüber hinaus die Investment-Kolumne von Heinz H. Biel im US-amerikanischen **Forbes Magazine**. Für die zweiwöchentlich erscheinende Zeitschrift schreibt der Volkswirt und Investment-Banker Biel seit 1950, wobei er sich stets durch eine Unzweideutigkeit seiner Empfehlungen auszeichnet.[668] Aus der insgesamt über 30-jährigen Kolumnenhistorie wurden die Jahre 1962 bis 1979 im Hinblick auf die Aktienempfehlungen untersucht. Lee fand dabei abnormale Renditen für den Zeitraum [-3;+5] in Höhe von 0,87 Prozent, was in etwa den Transaktionskosten entspricht und damit keine profitable Arbitrage ermöglicht.[669]

In der Schlussbetrachtung wird deutlich, dass die Reaktionen auf Kauf- und Verkaufsempfehlungen in den drei Publikationen sehr unterschiedlich ausfallen. Während Kaufempfehlungen zum Publikationszeitpunkt zu einer positiven und mit einer Ausnahme auch zu signifikanten abnormalen Renditen führen, fällt die Situa-

---

664 Die Auswahl der Analystenempfehlungen richtet sich nach der bereits beobachteten Wirkung. Vgl. Walker/Hatfield (1996), S. 16.

665 Vgl. Walker/Hatfield (1996), S. 21.

666 Vgl. Walker/Hatfield (1996), S. 16.

667 Es ist anzunehmen, dass private Investoren mit gewisser Verzögerung reagieren und damit erst nach dem Publikationstag in USA-Today investieren. Sie profitieren damit weniger stark von dem so genannten Veröffentlichungseffekt (Announcement-Effekt).

668 Vgl. Lee (1986), S. 30f.

669 Vgl. Lee (1986), S. 27ff. Die Performance der Biel-Empfehlungen hat sich mit fortschreitender Zeit verschlechtert.

tion bei Verkaufsempfehlungen weniger eindeutig aus.[670] Im Wesentlichen werden damit die Ergebnisse aus den Arbeiten zum Wall Street Journal bestätigt.

4.2.2.5 Publikationen außerhalb der U.S.A.

Neben den zuvor diskutierten populären US-amerikanischen Zeitungen und Zeitschriften existieren auch eine Reihe von internationalen Publikationen, die im Hinblick auf die Wirkung von Analystenempfehlungen untersucht wurden. Die nachfolgend vorgestellten Ergebnisse dieser Untersuchungen, betreffen die Länder Großbritannien, Kanada, Niederlande, Schweden, Hong Kong und Südafrika.

Alle internationalen Studien greifen dabei erwartungsgemäß auf die gängige Methodik der Ereignisstudie zurück, wobei mit einer Ausnahme jeweils eine Form des Marktmodells verwandt wird.[671] Deutlich wird zudem, dass in allen internationalen Studien zum Publikationszeitpunkt von Kaufempfehlungen ein positiver Veröffentlichungseffekt auftritt, der statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau ist. Bei Publikation der Verkaufsempfehlungen tritt demgegenüber in der Regel ein negativer Preiseffekt ein, der in der absoluten Höhe größer ausfällt als bei Kaufempfehlungen (vgl. Tabelle 4-7).[672]

In der Woche vor der Publikation [-5;-1] sind Aktienkursreaktionen zu beobachten, die mit der Reaktionsrichtung zum Publikationstag übereinstimmen. Dies bedeutet im Fall von Kaufempfehlungen eine positive, bei Verkaufsempfehlungen eine negative Reaktion. Vergleicht man auch die Reaktionshöhe zum Publikationszeitpunkt mit derjenigen in der vorangegangenen Woche, so ergibt sich ein uneindeutiges Bild. Während in den Studien von Wijmenga und Chan/Fong die abnormale Reaktion zum Publikationszeitpunkt absolut niedriger ausfällt, erweist sie sich in den Untersuchungen von Liden, Bhana und Mehrotra/Yu/Zhang als ab-

---

670 Es werden sowohl positive als auch negative Reaktionen zum Publikationstag als auch in der Periode vor und nach diesem beobachtet. Vgl. Tabelle 4-6 dieser Arbeit.

671 Die Ausnahme bilden Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 120. Die Autoren verwenden die Methode marktadjustierter Renditen (Marktadjustierung).

672 Die Studie von Chan/Fong (1996), S. 1121ff. stellt hierbei eine Ausnahme dar, indem die absolute Höhe der Kursreaktion im Fall von Verkaufsempfehlungen geringer ist als im Fall von Kaufempfehlungen.

solut höher.[673] In Bezug auf die Reaktionshöhe kann somit im Gegensatz zu vorangegangenen Studien des WSJ keine eindeutige Tendenz festgemacht werden.

Teilweise uneinheitliche Befunde existieren auch für die Woche nach der Publikation von Analystenempfehlungen [1;5]. So stimmt die Reaktionsrichtung in der Periode nach der Publikation in den Arbeiten von Chan/Fong und Bhana mit der Richtung zum Publikationszeitpunkt überein. Demgegenüber fällt die Reaktionsrichtung in den Werken von Liden, Mehrotra/Yu/Zhang und (mit Einschränkungen) auch bei Wijmenga auseinander. Die Reaktionshöhe des Publikationstages wird mit einer Ausnahme regelmäßig nicht erreicht.[674] Gleichfalls uneindeutige Ergebnisse sind im Hinblick auf Revisionen der ursprünglichen Kursreaktion festzustellen (Reversal-Effekt).[675] So entspricht sich der Anteil der Studien, in denen eine komplette, eine teilweise oder gar keine Kursrevision zu beobachten ist.[676]

673 Vgl. die Studien von Chan/Fong (1996), S. 1121ff und Wijmenga (1990), S. 573-575 gegenüber den Untersuchungen von Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 120ff.; Liden (2003), S. 1ff.; Bhana (1990b), S. 129ff.

674 Nur in der Studie von Bhana (1990b), S. 129ff übertrifft im Fall von Kaufempfehlungen die Reaktionshöhe nach der Publikation die Höhe zum Zeitpunkt der Publikation.

675 Vgl. für Reversal-Effekte im Bereich der Analystenempfehlungen Wijmenga (1990), S. 559-581. Vgl. für eine allgemeinen Studie zu Reversal-Effekten bei hohen Aktienpreisbewegungen Bremer/Sweeney (1991), S. 747-754. Vgl. auch zur Differenzierung von kurzfristigen Reversal-Effekten gegenüber der langfristigen Performance Cox/Peterson (1994), S. 255.

676 Vgl. hierzu die Studien zur WSJ-HTS-Kolumne in Abschnitt 4.2.2.1.

Autoren (Jahr)	Zeitschrift/ Zeitung (Land)	Methodik[677]	Zeitraum	N[678]	Abnormale Renditen (in%) von Kauf- (Verkaufs-) empfehlungen[679]			Revision	Einflussfaktoren & Besonderheiten[680]
					[-5;-1]	[0;0]	[1;5]		
Dimson/ Marsh (1986)	11 Publikationen, darunter Economist & Inv. Chronicle (UK)	ES/ SI-MM	1975 -82	862	n.v.	3,30* (Ereignismonat)	n.v.	z.T.	▪ Neg. Einfluss auf Kursreaktion durch Unternehmensgröße. ▪ Auswirkungen versch. Preiserwartungsmodelle.
Wijmenga (1990)	Elseviers Mag., Beleggers B.; Fin. Koerier (Niederlande)	ES/ MM	1978 -83	529	1,56 (Strk) vs. 1,05 (schw.)	5,83*[681] (Strk) vs. 2,59* (schw.)	-0,30 (Strk) vs. 0,52 (schw.)	z.T.	▪ Pos. Einfluss auf Kurswirkung durch Stärke der Empf., Reichweite, Zielpublikum der Zschr. ▪ Neg. Einfluss durch Unternehmensgr.
Bhana (1990)	Tageszeitungen und Finanzmagazine (Südafrika)	ES/ MM	1979 -88	200	1,67 (-1,25)	0,40* (-0,35)*	0,73 (-0,15)	Nein	▪ Geringe Unterschiede in der Reaktion zwischen Bankanalysten und Investmentberatern.
Chan/ Fong (1996)	Kolumne des Hong Kong Economic Journal (HK)	ES/ MM	1991 -92	348	0,37 (-1,27)	0,58* (-0,06)	0,05 (-0,17)	Nein	▪ Pos. Einfluss für Langfristigen Kaufempfehlungen. ▪ Abnormales Handelsvolumen (AHV) an [-1;0].
Mehrotra/ Yu/ Zhang (1999)	Financial-Post-Hot-Stock-Kolumne (Kanada)	ES/ MA & ES/ BA	1994 -95	315	2,38 (-1,85)	1,23* (-2,00)	-0,10 (1,08)	Ja	▪ Neg. Einfluss durch Unternehmensgröße. ▪ Sign. AHV und abn. Volatilität.
Liden (2003)	Sechs schwed. Ztg./Zschr. (Schweden)	ES/ MM	1995 -00	1,9 Tsd	0,84 (1,14)	0,37* (-0,36)	-0,03 (1,64)	Ja	▪ Pos. Einfluss durch Journalistenempfehlung. ▪ Sign. AHV.

Tabelle 4-7: Marktwirkung von Analystenempfehlungen in internationalen Zeitungen und Zeitschriften

677 Erklärung der Methodik-Abkürzungen: Ereignisstudie (ES), Marktmodell (MM), Marktadjustierung (MA), Beta-Adjustierung (BA) und Single Index Marktmodell (SI-MM).

678 Es wird die Gesamtzahl der Kauf- und Verkaufsempfehlungen zusammen angegeben.

679 Für den Ereignistag [0;0] wird jeweils durch ein Sternchen („*“) angezeigt, wenn die entsprechenden abnormalen Renditen statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau sind. Aufgrund geringer Datenverfügbarkeit wird diese Differenzierung für die Perioden [-5;-1] & [1;5] nicht vorgenommen.

680 Die Richtung des Einflusses auf die absolute Höhe der Kursreaktion wird jeweils durch ein positives oder negatives Zeichen vor dem Faktor kenntlich gemacht. Besonderheiten der Studie werden mit Hilfe eines Stichpunktes (im Bullet-Point-Format) abgegrenzt.

681 Vgl. Wijmenga (1990), S. 577. Verkaufsempfehlungen werden nicht berücksichtigt, mithin wurden nur die Ergebnisse von Kaufempfehlungen angegeben, differenziert nach starken und schwachen Empfehlungen. Ausweis der abnormalen Renditen auf wöchentlicher Basis.

Herauszustellen sind ferner besondere Ergebnisse, die sich aus dem Vergleich von Teilstichproben der einzelnen Untersuchungen ergeben. So analysieren Dimson/Marsh in ihrer Studie zu UK-Analystenempfehlungen in der Presse explizit den Einfluss der Unternehmensgröße auf die abnormalen Renditen.[682] Die Verfasser finden dabei einen deutlich negativen Einfluss der Größe, gemessen als Marktkapitalisierung der Unternehmen, auf die Höhe der abnormalen Renditen. In späteren Studien von Mehrotra/Yu Zhang und Wijmenga wird dieses auch „Size-Effekt" genannte Phänomen bestätigt.[683] Die Untersuchung des letztgenannten Wijmenga kann zudem zeigen, dass stärker und eindeutiger formulierte Empfehlungen in niederländischen Zeitschriften einen merklich höheren Einfluss besitzen.[684] Gefunden wird darüber hinaus, dass die Reichweite, das Zielpublikum und die Erscheinungshäufigkeit einen positiven Einfluss auf die Marktwirkung ausüben.[685]

Bhana untersucht sekundäre Empfehlungen in südafrikanischen Tageszeitungen und Finanzmagazinen. Er differenziert dabei zwischen den Empfehlungen von klassischen Bank-/Broker-Analysten auf der einen Seite und Empfehlungen von Investmentberatungen auf der anderen Seite.[686] Im Ergebnis können nur sehr geringe Wirkungsunterschiede zwischen beiden Gruppe festgestellt werden.[687] Auch Liden differenziert in seiner Untersuchung von sechs schwedischen Zeitungen und Zeitschriften im Hinblick auf die Urheber der Empfehlungen. Werden dabei sekundäre Empfehlungen der Analysten mit primären Empfehlungen der Journalisten verglichen, so zeigt sich, dass die letztgenannten Journalistenempfehlungen eine deutlich höhere Marktreaktion auslösen. Der Autor führt dies auf die Tatsache zurück, dass Analystenempfehlungen schon zuvor ihren Kunden bekannt gemacht

682 Vgl. Dimson/Marsh (1986), S.113, 119f, 135ff.

683 Vgl. Wijmenga (1990), S. 571ff. In der Publikationswoche stellt Wijmenga (1990) einen P-Wert von 0,00002 für kleinere Aktien fest. Vgl. auch Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 118ff.

684 Vgl. Wijmenga (1990), S. 573-575.

685 Vgl. Wijmenga (1990), S. 560f, 566-570. Der Autor spricht in diesem Zusammenhang sogar von einer selbsterfüllenden Prophezeiung (Self-fullfilling-prophecy), wenn eine Aktie in einer sehr großen, weit verbreiteten Zeitschrift publiziert wird.

686 Vgl. Bhana (1990b), S. 131f. Der Autor stellt die abnormalen Renditen von „Stockbrokers" denen von „Investment advisory services" gegenüber. Die letztgenannte Kategorie wird nicht näher erläutert, es ist jedoch zu vermuten, dass es sich hierbei um bankenunabhängige, stärker auf das Privatkundensegment fokussierte Investmentberater handelt.

687 Vgl. Bhana (1990b), S. 132; vgl. auch Bhana (1990a), S. 85ff.

wurden Er schließt aber auch nicht aus, dass Journalisten eine gesteigerte Fähigkeit besitzen, ihre eigenen Leser zu beeinflussen.[688]

Ein signifikantes abnormales Handelsvolumen (AHV) am Publikationstag (und der Zeit davor) finden Chan/Fong und Mehrotra/Yu/Zhang in ihren Untersuchungen zum Hong Kong Economic Journal und zur kanadischen Financial Post.[689] Mehrotra/Yu/Zhang beobachten zudem eine signifikant höhere abnormale Volatilität, was ihrer Meinung nach darauf hindeutet, dass unter den Investoren unterschiedliche Meinungen in Bezug auf die Aktie existieren.[690]

4.2.2.6 Wall Street Week

Die Verbreitung von Analystenempfehlungen vollzieht sich nicht nur über die zuvor beschriebenen Zeitungen und Zeitschriften, sondern zunehmend auch über Formate in anderen Medien wie beispielsweise dem Fernsehen. Eine sehr populäre und weit verbreitete Sendung im öffentlichen Fernsehen (PBS) der USA stellt in diesem Zusammenhang die „Wall Street Week“ (WSW) dar.[691] Die letztgenannte Sendung existiert im bekannten Format bereits seit 1972, so dass sich hieraus eine vergleichsweise lange Historie ergibt. Moderator der Sendung war über lange Zeit hinweg Louis Rukeyser.[692] Das Format gestaltet sich im Ablauf wie folgt: Zur Einführung wird jeweils ein kurzes Resümee der wichtigsten marktbewegenden Ereignisse der zurückliegenden Woche gezogen. Unterstützt wird der Moderator dabei durch eine feste Diskussionsgruppe (Panel), die sich zudem auch mit spezifischen Themenstellungen und Zuschauerfragen auseinandersetzt. Dabei bleibt nicht aus, dass die Panel-Teilnehmer auf Zuschauernachfrage bestimmte Aktien kommentieren bzw. empfehlen. Anschließend werden im letzten Schritt Gäste, entweder Analysten oder Portfoliomanager, hinzugebeten und durch den Moderator bzw. die Diskussionsteilnehmer befragt. Im Durchschnitt empfehlen Diskussionsteilnehmer (Panelists) und Gäste rund fünf bis sechs Aktien pro Sendung.[693]

---

688 Vgl. Liden (2003), S. 20. Die Marktwirkung von Journalistenempfehlungen ist in etwa doppelt so hoch wie die Marktwirkung von Analysten.
689 Vgl. Chan/Fong (1996), S. 1121-1139; Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 118ff.
690 Vgl. Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 128-130.
691 Vgl. Pari (1987), S. 74.
692 Vgl. Griffin/Jones/Zmijewski (1995), S. 34.
693 Vgl. Pari (1987), S. 74ff.; Griffin/Jones/Zmijewski (1995), S. 34.

Die Wirkung dieser Aktienempfehlungen zu analysieren ist das Ziel einer Vielzahl von Untersuchungen (vgl. Tabelle 4-8). Erwartungsgemäß verwendet hierzu die Mehrheit der Literatur die Marktmethode. Lediglich Ferreira/Smith nutzen Beta-adjustierte Renditen und Griffin/Jones/Zmijewski verwenden für die langfristige Performance-Messung das Matched-Sample-Verfahren.[694] Zum Ereignistag, dem ersten Handelstag nach dem Sendetermin, zeigt sich eine positive statistisch signifikante Kursreaktion auf Kaufempfehlungen in vier der fünf Wall-Street-Week-Untersuchungen. Mit einer maximalen Kursreaktion von 1,10 Prozent in der Studie von Griffin/Jones/Zmijewski wird die ökonomische Bedeutung jedoch relativiert. Während alle fünf Studien in der Woche vor dem Ereignis eine positive Kursreaktion finden, fällt die Evidenz für die Woche nach dem Ereignis gemischt aus. Drei der fünf Studien präsentieren diesbezüglich negative abnormale Renditen auf Kaufempfehlungen.

Verkaufsempfehlungen werden lediglich in einer einzigen Studie durch Beltz/-Jennings untersucht. Die Autoren finden dabei negative, wenngleich statistisch insignifikante abnormale Renditen für den Ereignistag und die vorangegangene Woche. In der dem Ereignis folgenden Woche sind hingegen positive abnormale Renditen auf Verkaufsempfehlungen zu konstatieren.[695] Die Vernachlässigung der Verkaufsempfehlungen in den übrigen Studien begründen Griffin/Jones/Zmijewski durch die Tatsache, dass es in der Sendung eher unüblich ist, Verkaufsempfehlungen auszusprechen.[696] Sofern die Datenverfügbarkeit dies erlaubte, konnte eine Revision der ursprünglichen Kurswirkung in allen Wall-Street-Week-Untersuchungen festgestellt werden.[697]

---

694 Vgl. Ferreira/Smith (2002), S. 3-6; Griffin/Jones/Zmijewski (1995), S. 39ff. Die letztgenannten Autoren verwenden das Marktmodell zur Berechnung der kurzfristigen Aktienkursreaktion sowie das Matched-Sample-Verfahren zur langfristigen Performancemessung.

695 Vgl. Beltz/Jennings (1997), S. 22. Die Insignifikanz der Kurswirkung von Verkaufsempfehlungen zum Ereignistag begründet sich teilweise auch durch die geringere Stichprobengröße.

696 Vgl. Griffin/Jones/Zmijewski (1995), S. 50.

697 Die Datenverfügbarkeit erlaubt keine Schlüsse im Hinblick auf die Revision der ursprünglichen Kurswirkung in der Studie von Griffin/Jones/Zmijewski (1995).

Autoren (Jahr)	Medium (Land)	Methodik[698]	Zeitraum	N[699]	Abnormale Renditen (in%) von Kauf- und (Verkaufs-)empfehlungen[700]			Revision	Einflussfaktoren & Besonderheiten[701]
					[-5;-1]	[0;0]	[1;5]		
Pari (1987)	Wall Street Week, (USA)	ES/ MM	1983 -84	345	0,09	0,66*	-0,91	Ja	▪ Negative abnormale Renditen von -4,2% (-7,2%) über 6 (12) Monate.
Hess (1990)	Wall Street Week, (USA)	ES/ MM	1984 -85	271	0,92	0,72*	-0,70	Ja	▪ Empfehlungen von Analysten kleinerer Unternehmen führen zu höherer Kursreaktion am Publikationstag und weisen bessere 6-/12-monatige Performance auf.
Griffin/ Jones/ Zmijewski (1995)	Wall Street Week, (USA)	ES/ BA	1972 -90	2 Tsd	0,10 [-2;-1]	1,10*	0,20 [1;2]	n.v.	▪ Empfehlungen von Gästen (Analysten, Fondsmanager) mit höherer Kursreaktion als Empfehlungen von Panelists.
Beltz/ Jennings (1997)	Wall Street Week, (USA)	ES/ MM	1990 -92	801	0,68 -0,45	0,52* -0,62	0,24 0,15	Ja	▪ Abnormales Handelsvolumen (AHV) zum Ereignistag feststellbar.
Ferreira/ Smith (2002)	Wall Street Week, (USA)	ES/ MM & MS	1996 -97	351	0,42	-0,01	-0,12	Ja	▪ Langfristige Performance des Portfolios der empfohlenen Aktien ist positiv und höher als ein in Größe und Branchenzusammensetzung vergleichbares Portfolio.

Tabelle 4-8: Marktwirkung von Wall-Street-Week-Empfehlungen

Hinsichtlich der langfristigen Kursperformance existiert eine gemischte Evidenz. Während eine frühe Untersuchung von Pari unter Anwendung des Marktmodells negative abnormale Renditen von -4,2 (-7,2) Prozent über die sechs (zwölf) Monate nach dem Ereignis findet, kommen Ferreira/Smith zu einem gegenteiligen Er-

698 Erklärung der Methodik-Abkürzungen: Ereignisstudie (ES), Marktmodell (MM), Matched Sample für Branche und Größe (MS), was Buy- und Hold-Renditen entspricht, Beta adjustierte abnormale Renditen (BA).

699 Es werden Kauf- und Verkaufsempfehlungen zusammen angegeben (Gesamtzahl).

700 Ereignistag ist der erste Handelstag nach der Wall-Street-Week-Sendung. Für den Ereignistag [0;0] wird jeweils durch ein Sternchen („*“) angezeigt, wenn die entsprechenden abnormalen Renditen statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau sind. Aufgrund deutlich geringerer Datenverfügbarkeit wird für die Perioden vor [-5;-1] und nach [1;5] dem Ereignistag keine solche Differenzierung getroffen.

701 Besonderheiten der Studie werden mit Hilfe eines Bullet-Points abgegrenzt.

gebnis. Die letztgenannten Autoren zeigen, dass ein Portfolio von empfohlenen Aktien eine langfristig bessere Performance erzielt als ein in Bezug auf die Branchenzusammensetzung und Größe vergleichbares Portfolio.[702]

Unterschiede in der Kursreaktion auf Empfehlungen von Gästen und regulären Diskussionsteilnehmern (Panel) konnten Griffin/Jones/Zmijeweski nachweisen. So führen Empfehlungen von Gästen (Analysten, Portfoliomanager) zu einer durchschnittlich höheren Marktwirkung.[703] Beim Performancevergleich kleiner und großer Analystenhäuser kommt die Untersuchung von Hess zu dem Schluss, dass Empfehlungen von Analysten kleinerer Analystenhäuser sowohl in einer kurzfristig höheren Kursreaktion als auch in einer langfristig besseren Performance resultieren.[704]

4.2.3 Spezielle Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt

Wie eingangs thematisiert, existieren in der deutschsprachigen Literatur bislang noch keine Untersuchungen zur Wirkung von Sekundärinformationen, so dass diesbezüglich ein deutliches Forschungsdefizit zu konstatieren ist. Auch im Hinblick auf die Wirkung von Analystenempfehlungen wurde der deutsche Kapitalmarkt im Vergleich zum seinem US-Pendant in erheblich geringerem Umfang und weniger ausdifferenziert untersucht (vgl. Tabelle 4-9).[705] Dementsprechend besteht zu den Empfehlungen durch Sell-Side-Analysten bislang auch lediglich eine einzigen Studie, verfasst von Gerke/Oerke.[706]

Die beiden Autoren können dabei unter Verwendung einer Ereignisstudie zeigen, dass Verkaufsempfehlungen zu signifikant negativen abnormalen Renditen am Ereignistag führen; für Kaufempfehlungen ist demgegenüber am Tag vor der Meldung eine signifikant positive Reaktion feststellbar. Insgesamt ist die Marktwirkung von Verkaufs- im Vergleich zu Kaufempfehlungen deutlich höher. Darüber hinaus erwähnenswert ist zudem, dass die Empfehlungen durch kleinere

---

702 Vgl. Pari (1987), S. 74ff.; Ferreira/Smith (2002), S. 1ff.

703 Vgl. Griffin/Jones/Zmijewski (1995), S. 39.

704 Vgl. Hess (1990), S. 1989. Die langfristige Performance wird über einen Zeitraum von zwölf Monaten gemessen.

705 So sind die meisten Untersuchungen zum deutschen Kapitalmarkt beispielsweise durch eine geringere Stichprobengröße gekennzeichnet.

706 Vgl. Gerke/Oerke (1998), S. 187ff.

Institute mit einer höheren Aktienkursreaktion einhergehen; dieses gilt für Nicht-Dax-Werte nur im Fall von Verkaufsempfehlungen.[707]

Eine Reihe weiterer Untersuchungen beschäftigt sich zudem mit den Empfehlungen in beliebten Publikumszeitschriften wie dem „Effekten-Spiegel“ oder der „Börse Online“. Dabei entstammen die Empfehlungen in den letztgenannten Zeitschriften nicht dem klassischen Banken-Research, sondern werden regelmäßig von der eigenen Redaktion entworfen. Wird von gelegentlichen Vorveröffentlichungen abgesehen, so handelt es sich somit um die primäre Bekanntgabe von Informationen. Eine der ersten Arbeiten stammt in diesem Zusammenhang von Pieper/Schiereck/Weber, die die Marktwirkung von Kaufempfehlungen des „Effekten-Spiegel“ analysieren.[708] Die Autoren finden dabei eine signifikante Marktwirkung in Höhe von 1,49 bzw. 1,01 Prozent an den Tagen t=-1 bzw. t=0 (Ereignistag). Beim Vergleich mehrerer Teilstichproben zeigt sich zudem, dass die Marktwirkung bei kleineren Unternehmen besonders ausgeprägt ist.

In der Untersuchung von Röckemann werden neben dem Effekten-Spiegel noch vier weitere Zeitschriften im Hinblick auf ihre Marktwirkung analysiert.[709] Im Gegensatz zu Pieper/Schiereck/Weber stellt Röckemann dabei zwar am Ereignistag selbst keine signifikante Kursreaktion fest; in der Woche vor dem Ereignistag können jedoch signifikante abnormale Renditen in der erwarteten Richtung konstatiert werden. Im Fall von Kaufempfehlungen wird zudem eine weitere positive Aktienkursreaktion am dritten Tag nach der Publikation beobachtet. Röckemann führt diese verzögerte Wirkung darauf zurück, dass drei der untersuchten Zeitschriften jeweils donnerstags erscheinen und gerade Privatanleger erst am anschließenden Wochenende eine Anlageentscheidung treffen, die dann in der darauf folgenden Woche ausgeführt wird. [710] Auch Röckemann stellt geringere Kurseffekte bei zunehmender Marktbreite fest und bestätigt damit die Ergebnisse Pieper/Schiereck/Webers.

---

707 Vgl. Gerke/Oerke (1998), S. 196.
708 Vgl. Pieper/Schiereck/Weber (1993), S. 487ff.
709 Vgl. Röckemann (1994), S. 819ff. Zu den vier weiteren Zeitschriften gehören Börse Online, Aktien-Börse, CC-Brief und Swingtrend.
710 Vgl. Röckemann (1994), S. 832.

Autoren (Jahr)	Fokus der Studie	Stichprobe & Zeitraum	Methodik der Studie	Wichtige Ergebnisse und Besonderheiten
Pieper/ Schiereck/ Weber (1993)	Marktwirkung von Kaufempfehlungen des „Effekten-Spiegel“	N = 68 für 1990-91	Ereignisstudie (Marktmodell; Mittelwertadjustierung) mit Vergleich von Teilstichproben (Subsamples)	▪ Sign. Marktwirkung von 1,49% bzw. 1,01% an t=-1 und t= 0. ▪ Bei den Teilstichproben der sehr kleinen und kleinen Unternehmen besonders ausgeprägte Marktwirkung. ▪ Antiziptionseffekte.
Schmidt/May (1993)	Marktwirkung von Pressemeldungen im Handelsblatt auf Aktienindizes	N= 153.596 klass. Wörter für 1987-89	Computergestützte Inhaltsanalyse der HB-Pressemitteilungen. Multiple Regressionsanalyse mit den Indexrenditen als abhängiger und Nachrichtenkategorien als unabhängigen Variablen	▪ Höherer Informationsgehalt von negativen Nachrichten. ▪ Frühere Inkorporation von positiven Unternehmensnachrichten im Vergleich zu negativen. ▪ Effiziente Verarbeitung von Nachrichten zur gesamtwirtschaftlichen Lage. ▪ Eher geringere Bestimmtheitsmaße (0,07 bis 0,30).
Röckemann (1994)	Marktwirkung von Empfehlungen von fünf Börseninformationsdiensten (Börse Online, Effekten Spiegel, Actien Börse, CC-Brief, Swingtrend)	N= 401 für 1989-91	Ereignisstudie (CAPM) mit Vergleich von Teilstichproben	▪ Positive (negative) wenngleich insignifikante abnormale Renditen am Ereignistag bei Kauf- (Verkaufs-)empfehlungen. ▪ Teilweise sign. abnormale Renditen in der erwarteten Richtung in der Woche vor dem Ereignistag (K: t=-5,-3,-2; V: t=-5,-4,-3). ▪ Verzögerte Reaktion bei Kaufempfehlungen an t=3. ▪ Geringere Kurseffekte bei zunehmender Marktbreite (-größe).
Gerke/ Oerke (1998)	Marktwirkung der Analystenempfehlungen mit Verbreitung über den VWD News Ticker	N= 371 für 1995-96	Ereignisstudie (Marktmodell) mit täglichen abnormalen Renditen.	▪ Höhere Aktienkursreaktion auf Verkaufsempfehlungen. ▪ Höhere Aktienkursreaktion von Verkaufsempfehlungen bei kleineren Nicht-Dax-Werten (im Vergleich zu Dax-Werten) sowie im Hinblick auf Empfehlungen kleinerer Institute. ▪ Teilweise sign. abnormale Renditen an den Tagen vor der Meldung.
Kladroba/ Von der Lippe (2001)	Erfolg/Qualität von Kaufempfehlungen in sechs Publikumszeitschriften/Börseninformationsdiensten	N=1647 für Jan.-Juli 2001	Einteilung der Kaufempfehlungen in „erfolgreich“/“nicht erfolgreich“; Simulation und Zeitschriftenvergleich.	▪ 38,6 % der Kaufempfehlungen führen zu einem Verlust. ▪ Publikumszeitschriften bei Verlustvermeidung erfolgreicher im Vergleich zur simulierten Zufallsauswahl. ▪ Börse Online mit geringster „Verlustquote“.

Tabelle 4-9: Deutsche Untersuchungen zu primär und sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen[711]

[711] Aufgrund von teilweise sehr unterschiedlichen methodische Ansätzen wurde speziell für die deutschen Untersuchungen zu primär und sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen ein von den vorangegangenen Tabellen abweichender Aufbau gewählt.

Während in den Untersuchungen Röckemanns und Pieper/Schiereck/Webers die unmittelbare abnormale Kursreaktion analysiert wurde, stellen Kladroba/Von der Lippe die Qualität der Zeitschriftenempfehlungen aus Sicht des Anlegers in den Mittelpunkt ihrer Betrachtung. Die Autoren finden für den Untersuchungszeitraum im 1. Halbjahr 2001, dass 38,6 Prozent der Kaufempfehlungen zu einem Verlust führen, was sie als „für den Kleinanleger […] unakzeptabel […]“[712] bezeichnen. Wenngleich eine Simulation der Aktienauswahl die Verlustvermeidung der Publikumszeitschriften erfolgreicher erscheinen lässt, gelangen Kladroba/Von der Lippe zu dem Schluss, dass „[…] Publikumszeitschriften wenig geeignet […]“[713] sind, „[…] um als Ratgeber für kurzfristige Renditen bei Aktiengesellschaften zu dienen“[714]. Kritisiert werden kann bei diesem Vorgehen jedoch erstens der sehr kurze Zeithorizont von einem halben Jahr, durch den die Ergebnisse stark von der Marktsituation abhängig werden, und zweitens die sehr stark vereinfachende Unterteilung in die Kategorien „erfolgreich“ und „nicht erfolgreich“. Die Langzeitstudie von Womack, welche auch die Höhe der Kursveränderungen berücksichtig und zusätzlich für kurzfristige Marktschwankungen adjustiert, könnte hierbei einen Orientierungsrahmen für methodische Verbesserungen bilden.[715]

Thematisch verwandt ist zudem eine Untersuchung von Schmidt/May, welche die Wirkung von Pressemeldungen im Handelsblatt auf Aktienindizes untersucht. Unter Verwendung der computergestützten Inhaltsanalyse zeigen die Autoren, dass positive Nachrichten früher in den Preisen inkorporiert werden als negative.[716] Korrespondierend zu den Ergebnissen von Gerke/Oerke und Röckemann finden Sie darüber hinaus, dass negative Nachrichten einen höheren Informationsgehalt besitzen. Einschränkend ist bei dieser Analyse jedoch auf das eher geringe Bestimmtheitsmaß hinzuweisen.

Ein methodisch angrenzendes Forschungsfeld ergibt sich mit einer Reihe von Untersuchungen, die sich mit der Wirkung von Ad-hoc-Meldungen auseinandersetzen. Hierzu seien exemplarisch die Arbeiten von Oerke, Hauser oder Röder genannt.[717] Aufgrund der jedoch im Hinblick auf Zielsetzung und Forschungsob-

712 Vgl. Kladroba/Von der Lippe (2001), S. 36f.
713 Kladroba/Von der Lippe (2001), S. 38.
714 Kladroba/Von der Lippe (2001), S. 38f.
715 Vgl. Womack (1996), S. 137-167.
716 Vgl. Schmidt/May (1993), S. 61-88; vgl. ergänzend auch zur stärker qualitativen Beurteilung der Wirtschaftsberichterstattung in Zeitschriften Schenk/Rössler (1996).
717 Vgl. Oerke (1999), Röder (2000a), S. 1-29; Röder (2000b), S. 567-593; Hauser (2003).

jekt nur entfernten Verwandtschaft werden die letztgenannten Arbeiten nicht im Einzelnen diskutiert.

Resümierend ist festzuhalten, dass das Themenfeld Analystenempfehlungen in der deutschsprachigen Literatur noch weniger stark behandelt wurde. Die Ergebnisse der dargestellten Studien legen zudem den Schluss nahe, dass eine aktive Portfoliostrategie auf Basis der Empfehlungen überwiegend nicht gerechtfertigt erscheint. Negative Empfehlungen und Empfehlungen von kleineren, marktengeren Aktien führen, so kristallisiert sich heraus, zu einer höheren Marktreaktion. Vielfach beobachtet werden konnten darüber hinaus Antizipationseffekte vor der eigentlichen Publikation oder Bekanntgabe.

4.3 Erklärungsansätze

Nachdem oben bereits die bisherigen Forschungsergebnisse im Hinblick auf die Wirkung von Sekundärinformationen erläutert wurden, diskutiert der folgende Abschnitt mögliche Erklärungsansätze hierfür. Die bedeutendsten in der Literatur beschriebenen Hypothesen zur Wirkung von in den Wirtschaftsmedien publizierten Analystenempfehlungen werden nachfolgend erläutert.

4.3.1 Publizitätshypothese und Veröffentlichungseffekt

Die Veröffentlichung einer Anlageempfehlung in einer weit verbreiteten Finanzzeitung macht das empfohlene Unternehmen unmittelbar einer sehr breiten Öffentlichkeit bekannt.[718] In der Folge steigt auch die Aufmerksamkeit, welche Marktteilnehmer dem empfohlenen Unternehmen entgegenbringen. Die Publizitätshypothese geht in diesem Zusammenhang davon aus, dass die erhöhte Medienpräsenz eine Neueinschätzung des empfohlenen Wertes auslöst mit der Konsequenz eines unmittelbaren Ankündigungs- oder Veröffentlichungseffektes (Announcement-Effekt) zum Zeitpunkt der Publikation.[719] Dieser Veröffentlichungseffekt kann auftreten, selbst wenn die Ankündigungen keinerlei wertvolle Information enthalten sollten.[720] So mögen Händler oder Spekulanten schon dann

---

718 Beispielhaft für eine hohe Öffentlichkeitswirkung sei an dieser Stelle die Dartboard-Kolumne des WSJ genannt; vgl. Dorfmann (1990), S. C1.

719 Vgl. Liang (1999), S. 120 verwendet die Begriffe „publicity effekt“ und „announcement effekt“ synonym; vgl. auch Trahan/Bolster (1995), S. 4f.; Bauman/Datta/Inskandar-Datta (1995), S. 659f.

720 Vgl. Tan (1992) für den Announcement Effekt im Zusammenhang mit volkswirtschaftlichen Variablen.

ihre Portfoliopositionen zu Gunsten der Empfehlung verändern, wenn diese in einer viel gelesenen Tageszeitung erscheint und bestimmte Investorenreaktionen antizipiert werden.[721]

Es gibt Anzeichen dafür, dass Investoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung überreagieren und es zu entsprechenden übermäßigen Kursreaktionen kommt.[722] Beim Vorliegen eines reinen Ankündigungseffektes wird daher erwartet, dass sich Preisreaktionen, die sich durch die Veröffentlichung ergeben, schnell auflösen bzw. auch in einer nachfolgenden Preisumkehr resultieren.[723]

Empirisch konnte der Veröffentlichungseffekt bereits in einer Vielzahl von Studien dokumentiert werden.[724] So belegen Barber/Löffler eine rund vierprozentige abnormale Rendite für den Zwei-Tages-Zeitraum nach der Veröffentlichung;[725] signifikante abnormale Renditen zeigen auch Liang sowie Trahan/Bolster mit rund 3,5 bzw. 2,3 Prozent.[726] Pari findet eine signifikante 0,6-prozentige abnormale Rendite zum Veröffentlichungszeitpunkt und negative abnormale Renditen in den nachfolgenden Tagen.[727] Ähnliche Ergebnisse erhalten ferner Metcalf/Malkiel und Wright.[728] Darüber hinaus existiert eine Reihe von Untersuchungen, die den Veröffentlichungseffekt in Abhängigkeit von bestimmten Variablen oder Unternehmenscharakteristika analysieren. Diese Studien werden an späterer Stelle noch im Detaill beleuchtet werden.

Die empirischen Belege für das Vorliegen eines Veröffentlichungseffektes, speziell bei der Dartboard-Kolumne des Wall-Street-Journals, veranlasste selbige Zeitung, innerhalb eines Artikels auf den Veröffentlichungseffekt hinzuweisen. Laut Angaben des Autors, John Dorfman, hat sich dieser als größer denn zunächst vom Wall-Street-Journal antizipiert erwiesen und hat im Laufe der Zeit noch an Bedeutung und Ausmaß zugenommen. In der Konsequenz führte dies zu größeren Verzerrungen in Bezug auf den Dartboard-Wettbewerb.[729] Um dem Publizitätseffekt Rech-

721 Vgl. Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 659, 667.
722 Vgl. Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 664 sprechen hier gar von einer Überreaktions-Hypothese (overreaktion hypothesis).
723 Vgl. Garz (2000), S. 74-76; Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 659.
724 Vgl. Walker/Hatfield (1996), S. 14.
725 Vgl. Barber/Löffler (1993), S. 276.
726 Vgl. Liang (1999), S. 123; Trahan/Bolster (1995), S. 4f.
727 Vgl. Pari (1987), S. 75.
728 Vgl. Metcalf/Malkiel (1994), 371-374 und Wright (1994), S. 307-323.
729 Vgl. Dorfman (1990), S. C1.

nung zu tragen, wurde Anfang der 90er-Jahre der Zeitrahmen des Dartboard Wettbewerbs von einem auf sechs Monate verlängert.[730]

Die Publizitätshypothese und der Veröffentlichungseffekt stellen auch einen Erklärungsansatz für die Preisdruck-Hypothese dar; zuvor soll jedoch die der der Publizitätshypothese nahe stehende Media-Coverage-Hypothese diskutiert werden.

4.3.2 Media-Coverage-Hypothese

Eng verwandt mit der Publizitätshypothese ist auch die **Media-Coverage-Hypothese**. Im Gegensatz zur Publizitätshypothese setzt die letztgenannte Media-Coverage-Hypothese jedoch für die Erklärung der Wirkung von Sekundärinformationen nicht bei der erhöhten Aufmerksamkeit und dem daraus folgenden Ankündigungseffekt an, sondern bei den Kosten der Informationsbeschaffung. So geht die Media-Coverage-Hypothese davon aus, dass die Kosten der Informationsbeschaffung in Bezug auf Analystenempfehlungen nicht trivial sind. Da nicht alle bzw. nicht genügend Marktteilnehmer die Kosten der Informationsbeschaffung von Analystenempfehlungen tragen, ist gemäß dieser Hypothese eine relativ langsame Informationsverbreitung zu erwarten bis zu dem Zeitpunkt, da die Medien eine kostengünstige Abdeckung (Coverage) der Unternehmensinformation übernehmen.[731] Dieser Idee folgend wird daher auch eine Preiswirkung im Rahmen der kostengünstigen Abdeckung durch die Medien erwartet.

Hinweise auf die Existenz der Media-Coverage-Hypothese bestehen sowohl in der Literatur zur Finanzierung und Rechnungslegung als auch in der Literatur zu Analystenempfehlungen. Ein Beispiel für den letztgenannten Fall liefert die Untersuchung von Han/Suk, welche signifikante Aktienkurseffekte bei der Publikation von Empfehlungen im Finanzjournal Barron's nachweist.[732] Auch die rechnungslegungsorientierte Studie von Stice unterstützt die Media-Coverage-Hypothese.

So findet Stice, dass die erste Bekanntgabe des Gewinns beim Einreichen der Quartals- und Jahresberichte (10Q und 10K) an die Securities and Exchange

730 Vgl. Dorfman (1990), S. C1; vgl. auch Abschnitt 4.3.1 zur Publizitätshypothese.
731 Vgl. Han/Suk (1996), S. 28, 31f.
732 Vgl. Han/Suk (1996), S. 30f.

Commission (SEC) keine signifikante Marktreaktion hervorruft.[733] Für die nachfolgende zweite Veröffentlichung der Gewinnergebnisse im Wall Street Journal dokumentiert Stice hingegen eine signifikante Marktreaktion.[734] Er begründet dieses Ergebnis wiederum mit den relativ hohen Kosten, die im Untersuchungszeitraum (1975-85) mit dem Erhalt einer SEC-Veröffentlichung verbunden waren; so mussten die SEC-Einreichungen damals noch händisch kopiert oder ein kostenpflichtiger Informationsservice hierfür engagiert werden.[735] Wobei allerdings nicht unerwähnt bleiben sollte, dass die in jüngerer Zeit erfolgte Einrichtung eines kostenfreien internetbasierten Informationssystems (Edgar) der SEC die Voraussetzungen der Informationsbeschaffung grundlegend vereinfacht haben sollte. Auch die Untersuchung von Handelsstops durch Lee/Ready/Seguin birgt weitere Unterstützung für einen Medieneffekt; die Autoren zeigen, dass das Handelsvolumen und die Volatilität bei jenen Ereignissen höher sind, welche von einer intensiven Medienberichterstattung begleitet werden.[736]

Unterstützende Argumente lassen sich auch aus der von Grossman/Stiglitz geprägten Noisy-Rational-Expectation-Hypothese und ihrer Erweiterung, der Incomplete-Revelation-Hypothese, ableiten.[737] Diese baut auf der Prämisse auf, dass die Informationssammlung mit bestimmten Kosten verbunden ist. Zusätzlich wird postuliert, dass Investoren nur eine begrenzte Aufmerksamkeit und begrenzte Informationskapazität aufweisen.[738] Anleger werden demnach bei ihrer Entscheidungsfindung nicht alle verfügbaren Informationen einbeziehen können und die Informationskosten gegenüber dem Nutzen in Form von Handelsgewinnen abwägen.[739] Im Ergebnis besagt daher die Incomplete-Revelation-Hypothese, dass Informationen, die der externen Berichterstattung nur mit großer Mühe und hohen Kosten entnommen werden können, nicht komplett in den Aktienkursen reflektiert werden. [740] Diesem Gedankengang folgend erschließt sich, warum die kostengüns-

---

733 Die Quartals- und Jahresabschlüsse müssen jeweils bei der Securities and Exchange Commission (SEC) eingereicht werden.

734 Vgl. Stice (1991), S. 42, 45: die Stichprobe besteht aus eher kleinen Unternehmen mit geringerer Analystenabdeckung.

735 Vgl. Stice (1991), S. 48.

736 Vgl. Lee/Ready/Seguin (1994), S. 185: Als mögliche Ursache wird dabei auch angeführt, dass die stärkere Medienberichterstattung möglicherweise eine erhöhte Streuung in der Interpretation eines Signals erzeugt.

737 Vgl. Palmon/Sun/Tang (1994), S. 399; vgl. zur ersten Ausführung Lucas (1972), S. 103-124 sowie den Erweiterungen durch Grossman/Stiglitz (1980), S. 393-408.

738 Vgl. zur begrenzten Aufmerksamkeit der Investoren: Hirshleifer/Teoh (2002), S. 1-10.

739 Vgl. Bloomfield (2002), S. 234, 241.

740 Vgl. Bloomfield (2002), S. 233-235.

tige Informationsbereitstellung durch die Massenmedien eine Aktienkursreaktion hervorrufen kann.

4.3.3 Preisdruck-Hypothese

Die traditionellen kapitalmarkttheoretischen Gleichgewichtskonzepte basieren auf der Annahme, dass Investoren neue Investionsmöglichkeiten allein aufgrund von deren Risko-Rendite-Charakteristika analysieren. Diesem Gedanken folgend hätte zusätzliche Nachfrage oder zusätzliches Angebot an Wertpapieren keine Preiswirkung, womit daher eine vollkommen elastische Nachfragefunktion unterstellt wird.[741]

Demgegenüber geht die **Preisdruck-Hypothese** davon aus,[742] dass naive oder uninformierte Investoren und Händler[743] zum Zeitpunkt der Empfehlung überreagieren und zeitlich befristete Angebots- und Nachfrageüberhänge in den empfohlenen Wertpapieren erzeugen.[744] Ein übermäßiger Preisdruck mit entsprechenden abnormalen Renditen zum Tag der Veröffentlichung sind die Folge.[745] Diese Preisdruck-Effekte sind jedoch nur kurzweilig;[746] es besteht die Erwartung, dass die abnormalen Renditen sich ins Gegenteil kehren und damit die Kurse zu einem normalen Level zurückkehren, sobald der Preisdruck aufhört.[747] Im Ergebnis führt der Preisdruck-Effekt zu einer kurzfristigen Überreaktion, die durch eine spätere gegenläufige Reaktion wieder vollständig revidiert wird.[748]

In der Literatur wurde die Preisdruck-Hypothese auch bereits im Zusammenhang mit verschiedenen anderen Forschungsbereichen untersucht: Einen Preisdruck bei

---

741 Hierbei wird von Transaktionskosten etc. abstrahiert. Vgl. auch Modigliani/Miller (1958), S. 263f.; Markowitz (1952), S. 77-80; Padberg (1995), S. 142; vgl. für Hinweise hierauf: Barber/Loeffler (1993), S. 283.

742 Als Erklärungsmöglichkeiten für den observierten Preisdruck werden Transaktionskosten, Kapitalmarktimperfektion oder eine nicht vollkommen elastischen Nachfragekurve genannt: vgl. Scholes (1972), S. 181f.; Harris/Gurel (1986), S. 815.

743 Vgl. Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 119; vgl. für noise traders: Black (1986).

744 Vgl. Garz (2000), S. 74f.; hingegen Barber/Loeffler (1993), S. 274 beziehen Preisdruck nur auf den Kaufdruck naiver Investoren: "The price pressure hypothesis poses that the recommendation creates temporary buying pressure by naive investors in the recommended securities and this buying pressure causes the observed abnormal returns".

745 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 274.

746 Vgl. Bolster/Trahan (2000), S. 2.

747 Vgl. Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 119.

748 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 273-284: bezieht Preisdruck nur auf den Kaufdruck naiver Investoren; Chan/Fong (1996), S. 1123; vgl. auch Pietzsch (2004), S. 103f.

Kapitalerhöhungen dokumentieren beispielsweise Padberg für den deutschen und Hess/Frost für den US-amerikanischen Kapitalmarkt. Harris/Gurel finden ferner Anzeichen für einen Preisdruck bei Aufnahmen in den US-amerikanischen S&P 500 Index, während Kraus/Stoll und Dann/Mayers/Raab den Preisdruck bei großen Blockverkäufen von Aktien analysieren.[749]

Im Zusammenhang mit publizierten Analystenempfehlungen wurden u.a. in Untersuchungen von Barber/Loeffler, Albert/Smaby, Liang, Liden, Kiymaz, Thomas/Ghani empirisch die Hinweise auf die Existenz eines Preisdruck-Effektes beobachtet.[750] Darüber hinaus fanden Huth/Maris in ihrer Untersuchung der WSJ-HOTS-Kolumne, dass sich die Unternehmensgröße als ein sehr wichtiger Faktor für die Größe der Preisbewegung bei negativen Kommentaren herausgestellt hat.[751]

Sehr eng zusammenhängend mit der Preisdruck-Hypothese ist die **Hypothese der selbsterfüllenden Prophezeiung** (Self-Fullfilling-Prophecy-Hypothesis). Letztere besagt, dass Investoren aufgrund einer weit verbreiteten Analystenempfehlung zum Handeln veranlasst werden und damit den Aktienkurs kurzfristig beeinflussen; längerfristig ist hiermit jedoch keine Aktienkurswirkung verbunden.[752] Ursächlich für die erste Preisreaktion bei dieser Hypothese ist das Handeln der Anleger und nicht ein längerfristiger Werteffekt. Als Wirkung wird gemäß dieser Hypothese kurzfristig eine Reaktion in der Empfehlungsrichtung erwartet, welche sich später revidiert.[753] In ihren zentralen Aussagen zur Ursache der Kursreaktion und zur Wirkungserwartung stimmt die Hypothese der selbsterfüllenden Prophezeiung daher mit der Preisdruck-Hypothese überein. Vor dem Hintergrund dieser starken Übereinstimmung einerseits und der Dominanz der Preisdruck-Hypothese in der relevanten Literatur zu Sekundärinformationen andererseits wird den beschriebenen Effekten in der nachfolgenden Untersuchung ausschließlich unter der Überschrift „Preisdruck-Hypothese“ nachgegangen. [754]

---

749 Vgl. für Kapitalerhöhung und Preisdruck in Deutschland: Padberg (1995), S. 142-144; für den US-Kapitalmarkt: Hess/Frost (1982), S. 11-25; vgl. auch für weitere Untersuchungen zur Preisdruckhypothese: Harris/Gurel (1986), S. 815; 828f.; Kraus/Stoll (1972), S. 569-88; Dann/Mayers/Raab (1977), S. 3-22; demgegenüber finden Abarbanell/Bushee/Raedy (2003), S. 233 keine Anzeichen für Preisdruck bei Spin-Offs von Konzernen.

750 Vgl. Liang (1996), S. 1f Barber/Loeffler (1993), Albert/Smaby (1996), S. 1, 25f, Liden (2003), Kiymaz (2002), Thomas/Ghani (1997).

751 Vgl. Huth/Maris (1992), S. 27.

752 Vgl. Wijmenga (1990), S. 559f.; Sant/Zaman (1996), S. 617.

753 Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 641.

754 Die beschriebenen Effekte werden in der relevanten Literatur sehr viel häufiger mit der Preisdruck-Hypothese assoziiert als mit der Hypothese der selbsterfüllenden Prophezeiung. Vgl. exemplarisch

4.3.4 Wertvolle-Information-Hypothese

Schon sehr frühe Untersuchungen unter anderem von Groth/Lewellen/Schlarbaum/Lease, Givoly/Lakonishok sowie Bjerring/Lakonishok/Vermaelen kommen zu dem Ergebnis, dass Analystenempfehlungen eine wertvolle Information für die Investoren darstellen. Speziell Givoly/Lakonishok weisen nach, dass Gewinnschätzungen der Analysten signifikant präziser sind als mechanische Modellschätzungen.[755] Diese Gewinnschätzungen können von Investoren verwandt werden, um zukünftige Renditen der jeweiligen Unternehmen zu approximieren. Diesem Gedankengang folgend stellen Analystenempfehlungen und -schätzungen eine wertvolle Informationsgrundlage im Rahmen der Investitionsentscheidung vieler Investoren dar.[756]

In diesem Zusammenhang wurde auch die **Wertvolle-Information-Hypothese** (Valuable-Information-Hypothesis) aufgestellt Sie beruht auf der Annahme, dass durch publizierte Analystenempfehlungen neue bewertungsrelevante Informationen offen gelegt werden und damit eine fundamentale Neubewertung des Unternehmens hervorgerufen wird. Die bei der Ankündigung erwarteten abnormalen Renditen stellen somit eine Folge dieser fundamentalen Neubewertung der Aktie auf Grundlage der Analystenempfehlung dar.[757] Im Ergebnis wird nach der Wertvolle-Information-Hypothese keine Preisrevision erwartet, sondern ein lang andauernder Preiseffekt.[758]

In Bezug auf die Wall-Street-Journal-Kolumne „Heard on the Street“ hält Beneish es für möglich, dass diese den Marktteilnehmern eine wertvolle Konsensmeinung aller Empfehlungen bereitstellt.[759] So könnte durch die Zusammenführung mehrerer Analystenmeinungen ein Mehrwert geschaffen werden, der über deren reine Wiedergabe hinausgeht.[760] Auch Lloyd-Davies/Canes diskutieren, dass Analysten-

---

zur Preisdruck-Hypothese: Liang (1996), S. 1f Barber/Loeffler (1993), Albert/Smaby (1996), S. 1, 25f, Liden (2003), Kiymaz (2002), Thomas/Ghani (1997); vgl demgegenüber zur Verwendung des Begriffes Hypothese der selbsterfüllenden Prophezeiung: Wijmenga (1990), S. 559f.; Sant/Zaman (1996), S. 617.

755 Vgl. Groth/Lewellen/Schlarbaum/Lease (1979), 43, Bjerring/Lakonishok/Vermaelen (1983); Givoly/Lakonishok (1984), S. 8-48.

756 Vgl. Givoly/Lakonishok (1984), S. 8-48.

757 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 274.

758 Vgl. Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 119; Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 659.

759 Vgl. Beneish (1991), S. 407f.

760 Vgl. Pietzsch (2004); S. 103f.

empfehlungen im WSJ neue Informationen konstituieren könnten in dem Sinne, dass Investoren zwar meist über Empfehlungen derjenigen Institute informiert sind, deren Dienste sie abonniert haben; sie aber meist keinen vollständigen Überblick über alle verfügbaren Empfehlungen haben.[761]

Bei dieser Interpretation mag theoretisch je nach Umfang und Ausmaß der Konstitution neuer Informationen diskutiert werden, inwieweit die Grenze zur Primärinformation erreicht wird.[762] Wobei an dieser Stelle nicht unerwähnt bleiben sollte, dass durch neue elektronische Informationsdienste wie Reuters oder Bloomberg[763] schneller ein Überblick aller Analystenempfehlungen zu bestimmten Unternehmen oder Branchen gewonnen werden kann als dies in den 80er- oder Anfang der 90er-Jahre der Fall war.[764] Hierfür ist wiederum eine Subskription der o.g. Dienste erforderlich, was in der Breite nur von professionellen institutionellen Anlegern erwartet werden kann.[765] Der Informationsmehrwert der Wirtschafts- und Finanzzeitungen im Hinblick auf Analystenempfehlungen mag daher auch insbesondere für Privatanleger bzw. bei Werten mit hohem Anteil privater Investoren bestehen bleiben. Erst eine Publikation der Analysteneinschätzung in den Wirtschaftsmedien würde dann dazu führen, dass die Information eine hinreichende Anzahl von Marktteilnehmern erreicht und die Information sich vollständig in den Aktienkursen niederschlägt

Empirisch ergibt sich insgesamt ein uneinheitliches Bild: In ihrer Untersuchung der Financial-Post-Kolumne finden Mehrotra/Yu/Zhang (1999) keinerlei Anzeichen für das Vorliegen der Wertvolle-Information-Hypothese.[766] Dem stehen die Ergebnisse von Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995) und Beneish (1991) zur Wall Street Journal HTS-Kolumne gegenüber. Der letztgenannte Autor dokumentiert in seiner Analyse der WSJ-HTS-Kolumne, dass es in der Phase nach dem Publikationstag zu keinerlei Revision der ursprünglichen Preisbewegung kommt und be-

761 Vgl. Davies/Canes (1978), S. 51f.

762 Vgl. zu diesen Überlegungen: Beneish (1991), S. 413f.

763 Regelmäßig berechnen die o.g. Dienste unter anderem auch die Analysten-Konsensschätzungen; ferner werden die Grundaussagen der Einzelempfehlungen vorgehalten.

764 Auch die Börsenzeitung veröffentlicht regelmäßig auf Seite 2 die Anzahl der Kauf-, Verkaufs- und Halteempfehlungen zu bestimmten Werten. Der Leserkreis der Börsenzeitung ist jedoch relativ klein und fokussiert.

765 Vgl. Huth/Maris (1992), S. 28: bei kleineren Brokern ist ggf. auch denkbar, dass möglicherweise ein geringerer institutioneller Anlegerkreis bzw. Überlegungen zur optimalen Portfoliostrukturen eine vollständige Umsetzung der Information verhindert.

766 Vgl. Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 118f.

schreibt diese Ergebnisse als vereinbar mit der Wertvolle-Information-Hypothese.[767] Weitere Unterstützung für das Vorliegen der Wertvolle-Information-Hypothese erbringt auch die Untersuchung von Bauman/Datta/Iskandar-Datta zur WSJ-HTS-Kolumne. Letztgenannte Autoren zeigen substantielle abnormale Renditen für die sechs bzw. zwölf Monate nach dem Ereignistag, was die Autoren zu der Vermutung veranlasst, dass die Analystenempfehlungen einen ökonomischen Wert haben.[768]

Einen direkten Vergleich der Wertvolle-Information- und der Preisdruck-Hypothese gestattet die Arbeit von Albert/Smaby, welche beide oben genannten Hypothesen testet. Dabei stellen die Autoren fest, dass die Wahl der Ereignisperiode eine große Auswirkung auf die Ergebnisse haben kann. Bei der Wahl einer möglicherweise verzerrten, dem Ereignis vorgelagerten[769] Schätzperiode kann eine Preisumkehr beobachtet werden gegenüber keiner signifikanten Preisumkehr bei der ihrer Meinung nach sinnvolleren Wahl einer nachgelagerten Schätzperiode. Die Ergebnisse lassen Albert/Smaby zu der Überzeugung gelangen, dass die Preisdruck-Hypothese zwar nicht völlig verworfen werden kann, die Belege jedoch eher zugunsten der Wertvolle-Information-Hypothese sprechen.[770] Trotz der gemischten empirischen Evidenz wird die Wertvolle-Information-Hypothese im Rahmen dieser Arbeit weitergehend untersucht.

4.3.5 Weitere Erklärungsansätze und Einflussfaktoren

Möglich ist ferner, dass auch Aspekte der Erstellung einer Sekundärinformation deren Wirkung beeinflussen. Untersucht wurde dies im US-amerikanischen Kapitalmarkt für die WSJ-HTS-Kolumne. Da ein Großteil dieser Kolumnen ihren Ursprung zunächst in Gerüchten haben, wurden vom Wall Street Journal Regeln aufgestellt, wie mit diesen Gerüchten umzugehen ist. So muss ein Gerücht beispielsweise von mindestens einer zweiten Quelle bestätigt werden. Während Reporter sich um eine zweite Quelle bemühen, sollten sie diskret und vorsichtig vorgehen und keinerlei Hinweise auf den Inhalt und das Datum der Publikation

767 Vgl. Beneish (1991); S. 415.
768 Vgl. Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 668f.
769 Da von Analysten oft Wertpapiere empfohlen werden, die bereits positive abnormale Renditen erzielt haben, vermuten Albert/Smaby bei der Wahl einer vorglagerten Schätzperiode einen Upward-Bias beim Marktmodell, der sich verzerrend auswirkt: Vgl. Albert/Smaby (1996), S. 59-75; vgl. auch zur Problematik einer vorgelagerten Schätzperiode bei Analystenempfehlungen: Copeland/Mayers (1982); Stickel (1995).
770 Vgl. Albert/Smaby (1996), S. 63-70.

geben. Im Fall von negativen Informationen oder Gerüchten wird dem betreffenden Unternehmen immer die Möglichkeit eingeräumt, Stellung zu beziehen. Darüber hinaus wird die Kolumne relativ spät am Tag geschrieben und verarbeitet, um die Möglichkeit eines frühzeitigen „Heraussickerns" der Information zu vermeiden.[771]

Von verschiedenen Autoren wurde jedoch trotz dieser Regelungen vermutet, dass es im Vorfeld einer Publikation zu einer Informationsweitergabe an bestimmte Marktteilnehmer kommt bzw. kommen kann. Möglich ist in diesem Zusammenhang, dass im Rahmen der Verifikation einer Empfehlung trotz aller Vorsicht bestimmte Aspekte unbeabsichtigt weitergegeben werden; denkbar wäre auch, dass die Händler der eigenen Bank vom Urheber der Empfehlung informiert werden und diese daraufhin noch vor den Kunden handeln (Frontrunning).[772] Schließlich zeugt der **Insider-Trading-Skandal** eines WSJ-Reporters davon, dass auch die Möglichkeit nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Autoren der Kolumne rechtswidrig Informationen zu zukünftig erscheinenden Kolumnen herausgeben bzw. daraufhin selbst handeln.[773] Unterstützung erhalten diese Vermutungen durch die von Beneish festgestellte signifikante Kursreaktion in den zwei Tagen vor dem Publikationsdatum der Heard-on-the-Street-Kolumne.[774] Unregelmäßigkeiten wurden darüber hinaus auch im Hinblick auf die Inside-Wall-Street-Kolumne der Business Week festgestellt. So erhielt in einem Fall ein Händler vorzeitig Kopien der letztgenannten Zeitschrift; in einem weiteren Fall handelte ein Vorarbeiter in der Druckerei aufgrund der ihm schon vorab bekannten Informationen.[775]

Ferner merken Lee und Huth/Maris an, dass Investoren einer Empfehlung bei Publikation in einer reputablen Wirtschaftszeitung eine höhere **Glaubwürdigkeit** entgegenbringen. Andere Investoren wiederum werden auf eine Empfehlung hin handeln, da sie eine Preisänderung erwarten, die durch diejenigen Investoren hervorgerufen wird, die dieser Empfehlung Glauben schenken.[776]

---

771 Vgl. Beneish (1991), S. 397f.
772 Vgl. Beneish (1991), S. 396.
773 Vgl. Sarkar/Jordan (2000), S. 51; vgl. auch Syed/Liu/Smith (1989) für diesen Fall. 1984 wurde ein Reporter der HTS-Kolumne von der Securities and Exchange Commission (SEC) angeklagt und später verurteilt, Informationen zu zukünftigen Kolumnen weitergegeben zu haben.
774 Vgl. Beneish (1991), S. 397f, 415.
775 Vgl. Mathur/Waheed (1995), S. 585.
776 Vgl. Huth/Maris (1992), S. 28f.; Lee (1986), S. 27-39.

Die **Revealed-Information-Hypothese** besagt ferner, dass in publizierten Empfehlungen zu kleineren Unternehmen, die durch geringe Beachtung institutioneller Investoren und Analysten gekennzeichnet sind, mehr neue Informationen offenbart werden. Im Vergleich zu größeren Unternehmen mit stärkerer Analystenabdeckung und höherer institutioneller Aufmerksamkeit wird daher auch eine stärkere Aktienkursreaktion erwartet. Empirisch wurden Belege für die Revealed-Information-Hypothese durch Sakar/Jordan gezeigt.[777]

4.4 Zwischenfazit

Im vorliegenden vierten Kapitel wurden die bisherigen Forschungsergebnisse zur Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen vorgestellt und darauf aufbauend Erklärungsansätze dieser Marktwirkung präsentiert. Zu diesem Zweck wurde zunächst das potenzielle Wirkungsspektrum publizierter Analystenempfehlungen aufgezeigt und eine Fokussierung auf die Markt- bzw. Kurswirkung sowie deren Einflussfaktoren herausgearbeitet.

Des Weiteren wurden die Forschungsergebnisse zu den primär und sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen analysiert. Im Hinblick auf die primär verbreiteten Analystenempfehlungen konnte zum Veröffentlichungszeitpunkt mehrheitlich eine positive Kurswirkung bei Kaufempfehlungen und eine negative Kurswirkung bei Verkaufsempfehlungen festgestellt werden. Dabei wurde insbesondere im Hinblick auf die langfristigen Renditen eine Verschlechterung in jüngerer Zeit beobachtet.[778] Hervorgehoben wurde weiterhin, dass es sich bei Value-Line-Empfehlungen um publizierte Anlageempfehlungen handelt, die jedoch nicht von Sell-Side-Analysten, sondern von Mitarbeitern der Zeitschrift selbst stammen. Daher wurde die Publikation der Value-Line-Empfehlungen auch als primärer Verbreitungsweg eingestuft. Die sehr umfangreiche Literatur zu dieser Thematik legte den Schluss nahe, dass zwischen den einzelnen Gruppen des Value-Line-Rankings auch nach Adjustierungen für das Risiko und weitere Faktoren langfristige Renditedifferenzen bestehen bleiben. Im Fall von Value-Line-Rangänderungen konnte mehrheitlich eine Kursreaktion in der erwarteten Richtung festgestellt werden.

---

777 Vgl. Sarkar/Jordan (2000), S. 50, 52, 57: betrachtet die regionalen HT-Kolumnen.
778 Vgl. Womack (1996), S. 137-167.

Anschließend wurden die Forschungsergebnisse zur Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen diskutiert. Die meist US-amerikanischen Untersuchungen betreffen dabei die Heard-on-the-Street- und Dartboard-Kolumne des Wall Street Journals sowie weitere Kolumnen in der Zeitung USA Today sowie in den Zeitschriften Barron's, Business Week und Forbes. Zusätzliche Studien berühren Publikationen außerhalb der USA sowie die Fernsehsendung Wall Street Week. Für Kaufempfehlungen in den letztgenannten Zeitungs-, Zeitschriften- und Fernseh-Kolumnen konnte in der Mehrheit eine signifikant positive Kursreaktion zum Publikationszeitpunkt festgestellt werden. Für Verkaufsempfehlungen wurde aufgrund der geringeren Verbreitung nicht in allen Studien die Kurswirkung angegeben. Sofern aufgeführt, zeigte sich jedoch mehrheitlich eine signifikant negative Kursreaktion, die nicht selten in der absoluten Höhe die entsprechende Reaktion auf Kaufempfehlungen übertraf. Herausgestellt wurde, dass die Höhe der Kurswirkung von einer Reihe von Einflussfaktoren abhängt. Dabei werden die Betonung einer Empfehlung und der bisherige Erfolg eines Analysten mit einem positiven Einfluss auf die Höhe der Kursreaktion assoziiert. Ein negativer Einfluss wird hingegen der Größe und Sekundärmarktliquidität des empfohlenen Unternehmens, der Analystenabdeckung, der Größe des Analystenhauses sowie der Anzahl empfohlener Aktien innerhalb eines Artikels zugeschrieben. Für die Woche vor der Publikation kann in der Mehrheit der Untersuchungen eine positive (negative) Kursreaktion im Fall von Kauf- (Verkaufs-)empfehlungen beobachtet werden. Für die Woche nach der Publikation ergeben sich hingegen uneindeutige Belege. Eine deutliche oder teilweise Revision der ursprünglichen Kurswirkung ist dabei in 22 Studien festzustellen gegenüber neun Studien, die keine Revision beobachten können.[779]

In der anschließenden Diskussion der Forschungsergebnisse zum deutschen Kapitalmarkt zeigte sich, dass das Themenfeld Analystenempfehlungen hierzulande eine noch relativ geringe Beachtung erhält. Die wenigen vorhandenen Studien betreffen in erster Linie primär verbreitete Empfehlungen. Dabei konnten Antizipationseffekte vor der eigentlichen Publikation genauso bestätigt werden wie eine höhere Marktreaktion auf kleinere Werte und Verkaufsempfehlungen.

---

[779] Keine Aussage zur Kursrevision in der Woche nach der sekundären Veröffentlichung kann in acht Studien getroffen werden. Unter den genannten 22 Studien mit Anzeichen für eine Kursrevision zeigen 18 Studien eine deutliche und vier Studien eine teilweise Revision.

Nachdem die Forschungsergebnisse mehrheitlich auf eine Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen hindeuteten, wurden anschließend verschiedene Erklärungsansätze dieses Phänomens präsentiert. Die Publizitätshypothese geht in diesem Zusammenhang davon aus, dass die mit der Publikation von Analystenempfehlungen assoziierte Medienpräsenz und erhöhte Aufmerksamkeit eine Neubewertung des empfohlenen Wertes auslöst und zu einem unmittelbaren Veröffentlichungseffekt führt.[780] Die Media-Coverage-Hypothese stellt hingegen die Kosten der Informationsbeschaffung in den Mittelpunkt ihrer Überlegungen. Da nicht genügend Marktteilnehmer bereit sind, die mit Analystenempfehlungen anfangs verbundenen Informationskosten zu tragen, ergibt sich zunächst eine nur langsame Informationsverbreitung. Erst mit der kostenlosen Informationsdistribution durch die Massenmedien erhält eine ausreichende Anzahl an Investoren Kenntnis von den Analystenempfehlungen, was gemäß dieser Konzeption die Preiswirkung zum Publikationszeitpunkt erklärt.[781] Die Preisdruck-Hypothese basiert demgegenüber auf der Vorstellung, dass naive oder uninformierte Investoren zum Zeitpunkt der Empfehlung überreagieren, wodurch zeitlich befristete Angebots- und Nachfrageüberhänge in den empfohlenen Wertpapieren hervorgerufen werden. Der resultierende Preisdruck führt zu einer entsprechenden Kursreaktion am Veröffentlichungstag, die später vollständig revidiert wird.[782] Dass mit der Publikation von Analystenempfehlungen auch neue bewertungsrelevante Informationen offen gelegt werden, die eine fundamentale Neubewertung des Unternehmens und einen permanenten Preiseffekt zur Folge haben, stellt indessen die Grundlage der Wertvolle-Information-Hypothese dar.[783]

Nachdem das vorliegende Kapitel für den deutschen Kapitalmarkt ein Forschungsdefizit in Bezug auf die Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen identifizieren konnte, soll sich im Folgenden eine eigene Ereignisstudie dieser Fragestellung annehmen. Ziel des nachfolgenden fünften Kapitels ist es dabei, das entsprechende Untersuchungsdesign der Ereignisstudie herauszuarbeiten.

---

780 Vgl. zum Veröffentlichungseffekt Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 659f.; Liang (1999), S. 120; Trahan/Bolster (1995), S. 4f.

781 Vgl. Han/Suk (1996), S. 28, 31f.

782 Vgl. zur Preisdruck-Hypothese Barber/Loeffler (1993), S. 274; Garz (2000), S. 74f.; Chan/Fong (1996), S. 1123.

783 Vgl. zur Wertvolle-Information-Hypothese Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 119; Givoly/Lakonishok (1984), S. 8-48; Barber/Loeffler (1993), S. 274.

5 Untersuchungsdesign zur Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen

5.1 Zielsetzung und Erläuterung der Ereignisstudie

Aufbauend auf den bisherigen theoretischen Überlegungen soll auch für den deutschen Kapitalmarkt untersucht werden, ob sich für sekundär verbreitete Analystenempfehlungen eine Marktwirkung feststellen lässt und, wenn ja, von welchen Faktoren diese Marktwirkung abhängt.

Die geeignete Methodik, um die Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen zu untersuchen, stellen so genannte Ereignisstudien (Event Studies) dar.[784] Diese analysieren den Einfluss von Einzelinformationen auf Aktienkurse, was sich auch in der folgenden Definition einer Ereignisstudie nach Bodie/Kane/-Marcus widerspiegelt:

> „Research methodology designed to measure the impact of an event of interest on stock returns.“[785]

Generelles Ziel einer Ereignisstudie ist es zu bewerten, ob nicht-erwartete, so genannte „abnormale“ Renditen bei speziellen, klar definierten Ereignissen auftreten. Hieraus lassen sich daraufhin Rückschlüsse auf die Kapitalmarkteffizienz ziehen.[786] Bowman differenziert dabei zwischen vier verschiedenen Arten von Ereignisstudien: metrische Erklärungsansätze, Modellbewertungen sowie die auch für den Rahmen dieser Arbeit bedeutenden Untersuchungen auf Informationseffizienz und Informationsgehalt.[787]

Seit ihren Anfängen in den 30er-Jahren mit der Arbeit von Dolley zu Aktien-Splitups hat sich die Ereignisstudie zu einer sehr wichtigen Methode der empirischen Kapitalmarktforschung fortentwickelt.[788] Ein Meilenstein auf diesem Weg waren die Arbeiten von Ball/Brown und Fama et al., die erstmals eine den heutigen Studien vergleichbare Methodik verwendeten.[789] Bis dato ist diese Methodik bereits in

---

784 Vgl. Brakmann (1991), S. 138.
785 Vgl. Bodie/Kane/Marcus (2002), S. 981.
786 Vgl. Peterson (1989), S. 36; Brown/Warner (1980), S. 205; vgl. auch Oerke (1999), S. 25.
787 Vgl. Bowman (1983), S. 562. vgl. zur Unterscheidung Informationseffizienz und Informationsgehalt: May (1993), S. 44-47. Vgl. zum Konzept der Informationseffizient Abschnitt 2.4 dieser Arbeit.
788 Vgl. Dolley (1933), S. 316-326.
789 Erste Ereignisstudien wurden u.a. bereits von Fama/Fisher/Jensen/Roll (1969) und Ball/Brown (1968) durchgeführt.

verschiedenen Forschungsgebieten zum Einsatz gekommen; die untersuchten Ereignisse können dabei sehr unterschiedlicher Art sein.[790] Allein für den deutschen Kapitalmarkt existiert bereits eine breite Palette von Ereignisstudien, die sowohl spezifische Restrukturierungsmaßnahmen (Unternehmensübernahmen,[791] Desinvestitionen[792]), Kapitalmaßnahmen (Kapitalerhöhungen,[793] Bezugsrechtsemissionen[794]) sowie rechnungslegungsorientierte Ereignisse (Jahresabschlussveröffentlichungen,[795] unerwartete Gewinn- und Dividendenankündigungen[796]) als auch in jüngerer Zeit Presse- und Ad-hoc-Meldungen umfassen.[797]

Im folgenden Kapitel fünf wird zum einen der grundsätzliche Untersuchungsaufbau einer Ereignisstudie erläutert; zum anderen wird auch das spezifische Vorgehen in der vorliegenden Ereignisstudie entwickelt und diskutiert. Der Aufbau des Kapitels orientiert sich dabei stark an der von Bowman vorgeschlagenen Struktur einer Ereignisstudie. Daneben werden auch zusätzliche Aspekte wie die Annahme der Normalverteilung abnormaler Renditen gewürdigt.[798]

5.2 Struktur einer Ereignisstudie nach Bowman

Trotz der mit Ereignisstudien in Verbindung gebrachten Breite an unterschiedlichen Untersuchungsinhalten,[799] -zielen sowie den zahlreichen methodischen Adaptionen[800] folgen diese doch einer relativ einheitlichen Struktur. Auch die verschiedenen in der Literatur vorgeschlagenen Vorgehensweisen folgen gemeinsamen Grundzügen. Dies gilt insbesondere für die beiden bekanntesten Vorschläge

---

790 Vgl. für einen guten Überblick zu Ereignisstudien für den deutschen Kapitalmarkt: Garz (2004), S. 124-157.

791 Vgl. für empirische Studien zur Kurswirkung der Ankündigung von Unternehmensübernahmen u.a.: Grandjean (1992), S. 99-110; Schwert (1996) S. 153-192; Jensen/Ruback (1983), S. 5-50; Bradley/Desai/Kim (1988), S. 183-206.

792 Vgl. für Ereignisstudie zu Desinvestitionen: Eichinger (2001).

793 Vgl. für Ereignisstudie zur Kapitalerhöhung: Padberg (1995), S. 187f; Gebhardt/Entrup/Heiden (1994), S. 308-332.

794 Vgl. für Ereignisstudie zur Bezugsrechtsemission: Brakmann (1991), S. 136f.

795 Vgl. Brandi (1977) für eine Ereignisstudie zur Marktwirkung von Jahresabschlussveröffentlichungen.

796 Vgl. exemplarisch Werner (1999); Coenenberg/Henes (1995); Woolridge (1983), S. 1-12: untersucht Kurswirkung der Ankündigung von Dividendenerhöhung.

797 Vgl. für Ereignisstudie zu Pressemeldungen: May (1993), S. 50f.; vgl. zur Ereignisstudie zu Ad-hoc-Meldungen: Röder (1998), S. 1-27.

798 Die Diskussion der empirische Analyse der Marktwirkung selbst ist allerdings dem Kapitel sechs vorbehalten.

799 Vgl. Werner (1999), S. 16.

800 Vgl. Bowman (1983), S. 561f.

zur Vorgehensweise bei Ereignisstudien von Bowman und MacKinlay.[801] Letzterer Autor ergänzt bzw. konkretisiert die zeitlich früheren Überlegungen Bowmans.[802] Aus diesem Grund soll zunächst auch die Vorgehensweise Bowmans diskutiert werden; wo angebracht wird auf die Ergänzungen MacKinlays hingewiesen. Bowmans Systematisierung erfolgt an Hand von fünf aufeinander folgenden Einzelschritten bzw. Phasen:[803]

1. Identifikation bzw. Auswahl des Ereignisses
2. Aufstellen von Hypothesen in Bezug auf die Kurswirkung
3. Berechnung der abnormalen Renditen
4. Aggregation bzw. Gruppierung der abnormalen Renditen
5. Analyse und Interpretation der Ergebnisse

Im **ersten Schritt** werden zunächst diejenigen Ereignisse ausgewählt, welche auf eine Kurswirkung hin untersucht werden sollen. Dabei handelt es sich zunächst in der Regel um allgemeine Aussagen zur Auswahl der Ereignisart. Diese Ereignisarten können regelmäßig eine Vielzahl von Unternehmen betreffen.[804] Oerke weist darauf hin, dass sich in diesem ersten Schritt oft dadurch Schwierigkeiten ergeben, dass der exakte Ereigniszeitpunkt nicht klar bestimmbar ist.[805] MacKinlay betont darüber hinaus die Notwendigkeit, auch die Kriterien, die zur Auswahl der Ereignisse führen, (in einem gesonderten Schritt) deutlich zu machen.[806] Zusätzlich kann die Datenverfügbarkeit die Menge an Ereignissen einschränken. Bowman merkt richtigerweise an, dass die Auswahl der Ereignisse die möglichen zu testenden Hypothesen maßgeblich begrenzt bzw. beeinflusst.[807]

---

801 Vgl. Bowman (1983), S. 561-584; MacKinlay (1997), S. 13-39.

802 Vgl. MacKinlay (1997), S. 14-18.

803 Vgl. Bowman (1983), S. 563-573; vgl. auch Werner (1999), S. 16f, 24-28; Oerke (1999), S. 25-27.

804 Als Beispiel für die Vielzahl der jeweils betroffenen Unternehmen nennt Bowman den allgemeinen Ereignistyp „Ankündigung des Jahresergebnisses“ bzw. „Ankündigung eines Aktiensplits“; vgl. Bowman (1983), S. 563f.

805 Vgl. Oerke (1999), S. 26. Bei nicht exakt bestimmbarem Ereigniszeitpunkt ergibt sich prinzipiell die Schwierigkeit, dass die Ereignisperiode nicht klar abgrenzbar ist und sich mithin auch die abnormalen Renditen nicht mit Sicherheit den einzelnen Tagen der Ereignisperiode zuordnen lassen. Da die vorliegende Untersuchung allerdings mit Zeitungsmeldungen arbeitet, deren Publikationsdatum eindeutig bestimmbar ist, ist diese Schwierigkeit im Rahmen der vorliegenden Arbeit als unkritisch zu bezeichnen.

806 Vgl. MacKinlay (1997), S. 15: weiterhin empfiehlt MacKinlay, die Charakteristika der Stichprobe zusammenfassend darzulegen.

807 Vgl. Bowman (1983), S. 563ff.

Hypothesen in Bezug auf die Kurswirkung von Ereignissen werden **im zweiten Schritt** aufgestellt. Zur Verdeutlichung kann ein Beispiel aus dem Rechnungswesen herangezogen werden: So mag für eine nicht antizipierte positive (negative) Gewinnankündigung die Hypothese einer positiven (negativen) Wirkung auf den Aktienkurs entwickelt werden.[808]

Um Wirkungszusammenhänge zwischen den zuvor ausgewählten Ereignissen und der Aktienkursentwicklung aufzudecken und damit auch Rückschlüsse auf die Wirkungshypothesen treffen zu können, wird **im dritten Schritt** die Berechnung der abnormalen Renditen empfohlen.[809] Eine abnormale Rendite bezeichnet dabei die Abweichung der „beobachteten" von der „erwarteten" Rendite.[810] Zur Berechnung der abnormalen Rendite stehen verschiedene Modelle zur Verfügung mit jeweils anderen unterliegenden Annahmen. Aus den zur Verfügung stehenden Modellen ist eines oder sind mehrere für die Zwecke der Ereignisstudie auszuwählen.[811]

Im **vierten Schritt** werden die abnormalen Renditen der verschiedenen Einzelereignisse gruppiert.[812] Dieses geschieht durch Anwendung einer geeigneten Aggregationsmethode.[813] Mittels dieser Gruppierung werden allgemeine Aussagen in Bezug auf die Gesamtheit der untersuchten Aktien ermöglicht. Bestimmte Untersuchungen können darüber hinaus auch die Aufteilung der Stichprobe in Untersegmente notwendig machen.[814]

Im **fünften und letzten Schritt** werden schließlich die Resultate der Ereignisstudie präsentiert, analysiert und ggf. auch interpretiert. Mittels geeigneter Testverfahren wird darüber hinaus die statistische Signifikanz der Ergebnisse überprüft. Hierbei

---

808 Die im Rahmen der vorliegenden Arbeit relevanten Hypothesen zu publizierten Analystenempfehlungen werden zur erhöhten Übersichtlichkeit erst in Kapitel sechs aufgestellt.

809 Vgl. Bowman (1983), S. 563; 567-569; MacKinlay (1997), S. 17f.

810 Vgl. Brown/Warner (1985), S. 209; Weston/Chung/Siu (1997), S. 93f.; Davies/Canes (1978), S. 48: (Beispiel aus dem Bereich publizierter Analystenempfehlungen); MacKinlay (1997), S. 15f. Vgl. auch Abschnitt 5.3.3 für eine ausführliche Diskussion zur Ermittlung abnormaler Renditen.

811 Die Modelle zur Berechnung der abnormalen Rendite werden aufgrund des Umfangs erst in Abschnitt 5.3.3.2 im Detail diskutiert.

812 Vgl. Abschnitt 5.3.4 dieser Arbeit.

813 Vgl. Bowman (1983), S. 569f.; Werner (1999), S. 24f. Zu nennen sind die Methoden Abnormal Performance Index (API) und Cumulative Abnormal Return (CAR).

814 Ein Beispiel hierfür wäre die Aufteilung in die Untersegmente ‚positive Gewinnüberraschung' und ‚negative Gewinnüberraschung'.

können sowohl parametrische als auch nicht-parametrische Verfahren zur Anwendung kommen.[815]

Neben dem Verfahrensvorschlag von Bowman und den Ergänzungen von MacKinlay entwirft Brakmann zusätzlich folgenden (weiteren) Vorschlag zur Vorgehensweise: Bestimmung der Gleichgewichtsrendite und der Überrendite, Aggregation der Überrenditen und letztlich Kumulation der Überrenditen.[816] Dieses Prozedere ist vergleichbar mit den Schritten zwei bis vier bei Bowman; vernachlässigt werden dabei allerdings die Identifikation der Ereignisse sowie die wichtige Analyse und Interpretationsphase. Damit kann dieser Vorschlag nur als ein Ausschnitt aus der umfassenderen Systematisierung Bowmans gewertet werden.

Ergänzt durch zusätzliche Erläuterungen zum Datenmaterial und zu den Besonderheiten der vorliegenden Untersuchung wird sich diese Arbeit in ihren Grundzügen an dem Gliederungsschema Bowmans orientieren.[817] Die Identifikation des Ereignisses (Schritt eins) und die Hypothesen zur Kursreaktion (Schritt zwei) werden dabei ausführlich in Kapitel 6 erläutert und daher an dieser Stelle bewusst kurz gehalten.

5.3 Methodik der Ereignisstudie

5.3.1 Identifikation des Ereignisses und Überlappungsproblematik

Korrespondierend zur Auswahl der Stichprobe (in Kapitel 6) werden die relevanten Ereignisse identifiziert als

> „die von Finanzanalysten ausgehenden Kauf- oder Verkaufsempfehlungen, welche Unternehmen mit einer Notierung am Neuen Markt betreffen und die im Zeitraum vom 1.1.2001 bis zum 31.12.2001 im Handelsblatt oder in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung publiziert wurden“.

---

815 Vgl. Bowman (1983), S. 571-573; MacKinlay (1997), S. 15; Werner (1999), S. 25-28; Oerke (1999), S. 27. Vgl. Abschnitt 5.3.5 zu den im Rahmen der vorliegenden Arbeit verwendeten Testverfahren.

816 Vgl. Brakmann (1991), S. 136-139: verweist u.a. auf die Arbeit von Zimmermann (1986), S. 272f.

817 Beispielsweise werden zusätzliche Erläuterungen zur deskriptiven Statistik und zur Stichprobe vorgenommen.

Die einzelnen sachlichen und zeitlichen Kriterien, die zur Auswahl der Ereignis-Stichprobe führen, erfahren in Kapitel 6 eine gesonderte Erläuterung.[818]

Im Gegensatz zu Untersuchungen, welche nur eine spezielle Kolumne einer einzigen Zeitung untersuchen,[819] können bei der vorliegenden Analyse Überlappungen verschiedener Art auftreten: Zum einen kann dieselbe Empfehlung in den beiden betrachteten Zeitungen erscheinen; zum anderen können aber auch Empfehlungen unterschiedlicher Banken zu einem Unternehmen in zeitlicher Nähe zueinander anfallen. Der letztere Fall kann sowohl in unterschiedlichen als auch in derselben Zeitung auftreten. Exemplarisch für den letztgenannten Fall sei hier die Verkaufsempfehlung für Intershop durch die Deutsche Bank und durch ABN Amro im Handelsblatt vom 9. Januar 2001 genannt.

Problematisch für die Auswertung im Rahmen einer Ereignisstudie gestalten sich Überlappungen insbesondere dann, wenn diese so genannte nicht-gleichgerichtete Empfehlungen betreffen, d.h. bspw. eine zeitnahe Kauf- und Verkaufsempfehlung vorliegen. In diesem Fall ist der Einfluss der entgegengesetzten Empfehlungen auf die Marktwirkung uneindeutig.

In der Literatur werden im Hinblick auf Überlappungen verschiedene Arten der Behandlung diskutiert:[820] Hierzu gehört u.a. die Bereinigung um den geschätzten Einfluss des überlappenden Ereignisses, die Annahme eines minimalen Einflusses von überlappenden Ereignissen und daher deren Vernachlässigung sowie die Streichung von Beobachtungen mit überlappenden Ereignissen. Da der Einfluss des überlappenden Ereignisses - wie bereits dargelegt - in diesem Fall schwer schätzbar ist, erscheint die erstgenannte Alternative problematisch. In der vorliegenden Arbeit soll daher bei Überlappungen infolge von nicht-gleichgerichteten Empfehlungen der letztgenannten Alternative gefolgt, d.h. eine Streichung dieser Ereignisse vorgenommen werden. Demgegenüber wird im Detail der Einfluss von Überlappungen infolge von gleichgerichteten Empfehlungen analysiert. Der Ein-

818 Vgl. Abschnitt 6.2.1 für die Diskussion der Ereignisauswahl mit den einzelnen zeitlichen und sachlichen Gründen. Vgl. auch MacKinlay (1997), S. 15.

819 Die Wall Street Journal Kolumne „Heard on the Street“ ist ein Beispiel für eine solche spezielle Kolumne einer Zeitung.

820 Vgl. Foster (1980), S. 57; May (1993), S. 65f.; McWilliams/Siegel (1997), S. 637f.

fluss möglicher weiterer Arten von Überlappungen wird in der Summe als sehr gering angenommen und daher vernachlässigt.[821]

Um den vorangegangenen Überlegungen Rechnung zu tragen, wird ein spezielles Vorgehen bei der Identifikation der Ereignisse verwandt, welches Abbildung 31 graphisch illustriert.

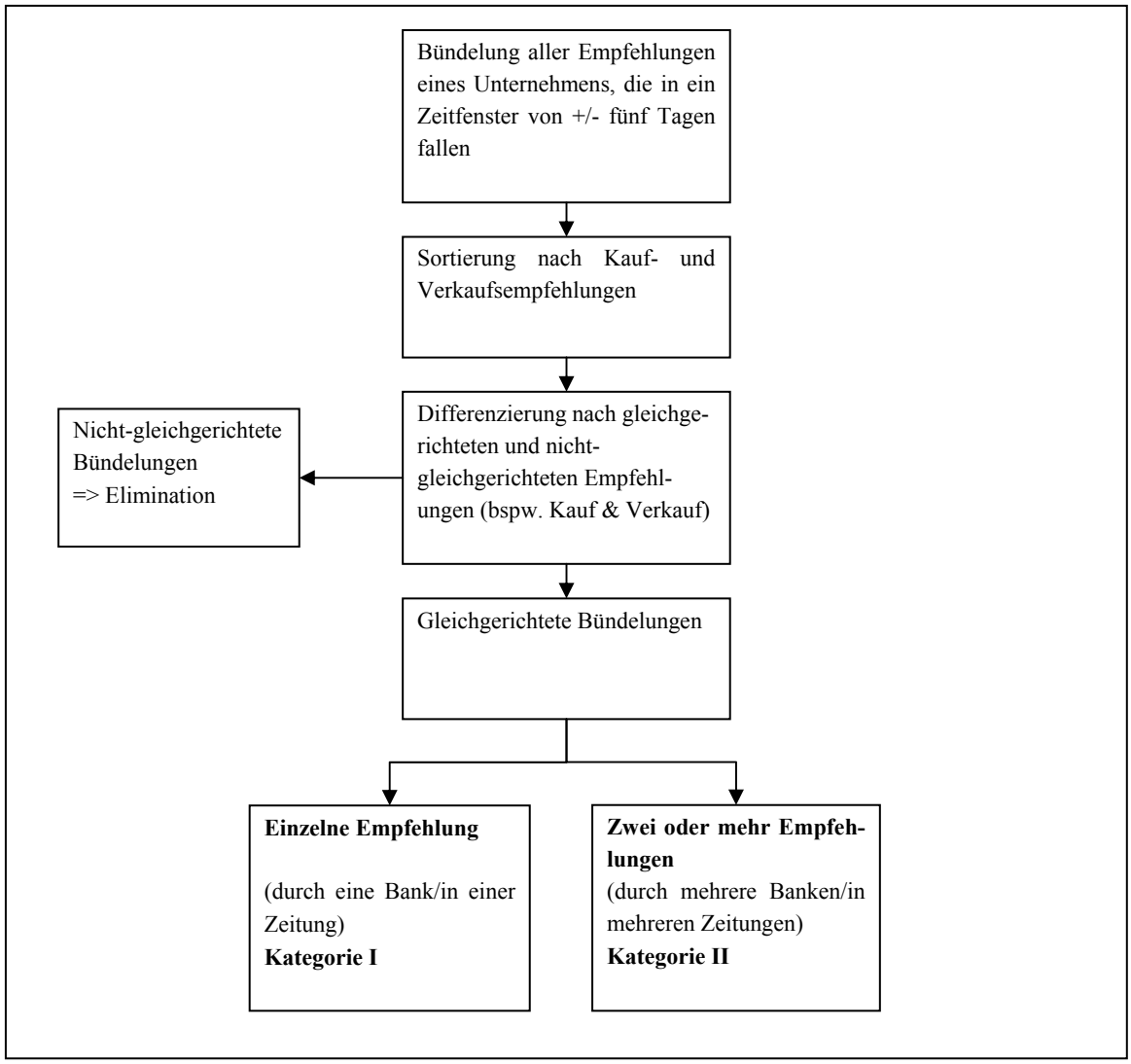


Abbildung 31: Vorgehen zur Ereignisidentifikation und -einordnung[822]

Im ersten Schritt erfolgt eine Bündelung aller zeitnahen Empfehlungen, die in eine Periode von +/- fünf Tagen fallen. Anschließend werden Kauf- und Verkaufsemp-

821 Als weitere Überlappungen könnten beispielsweise durch die Veröffentlichung von Informationen zur Dividenden- oder Gewinnentwicklung sowie bestimmte unternehmensspezifische Ereignisse auftreten.

822 Quelle: Eigene Darstellung.

fehlungen sortiert und darauf aufbauend zwischen gleichgerichteten und nicht-gleichgerichteten Empfehlungen differenziert. Letztere werden vollständig eliminiert. Unter den gleichgerichteten Empfehlungen werden zwei Kategorien gebildet, die danach unterschieden werden, ob es sich bei dem Ereignis um eine einzelne Empfehlung einer Bank in einer Tageszeitung (Kategorie I) handelt oder um zwei oder mehr Empfehlungen (Kategorie II), welche durch mehrere Banken ausgesprochen bzw. in mehreren Tageszeitungen publiziert wurden.
Es kann somit festgestellt werden, dass mit dem angewandten Verfahren nicht nur den Überlappungen Rechnung getragen, sondern durch die Bildung von Kategorien auch eine erste Analyse ihres Einflusses ermöglicht wird.

5.3.2 Identifikation des Ereignistages sowie von Ereignis- und Schätzperiode

Als **Ereignistag** wird das Datum der ersten Publikation einer Analystenempfehlung (zu Neuer-Markt-Unternehmen) in einer der zwei Tageszeitungen, FAZ oder Handelsblatt, festgelegt. Dieses Vorgehen ist konsistent mit allen vorangegangenen Studien zur Wirkung von Sekundärinformationen.[823] So definieren beispielsweise auch die Studien zur WSJ-HTS oder der Financial-Post-HOT-Kolumne den Publikationstag der Analystenempfehlung als Ereignistag.[824].

Der Publikationstag der Sekundärinformation ist beim ersten Blick in die Zeitung feststellbar.[825] Damit gestaltet sich für die vorliegende Untersuchung auch eines der größten Probleme von Ereignisstudien, die Unsicherheit in Bezug auf den Ereignistag,[826] als augenscheinlich relativ unproblematisch. Es ist jedoch in diesem Zusammenhang auf den Insider-Trading-Skandal des WSJ hinzuweisen: Dabei wurde offensichtlich, dass Informationen zur Publikation einer Empfehlung im WSJ bestimmten Insidern schon vor dem eigentlichen Publikationsdatum zur Verfügung standen und dementsprechend auch bereits vor dem Publikationsdatum ge-

---

823 Vgl. beispielhaft: Davies/Canes (1978), S. 46f.; Barber/Loeffler (1993), S. 274-277.

824 Demgegenüber definieren Untersuchungen zur Wirkung der Primärinformation (Analystenempfehlung) wie diejenige von Oerke den Zeitpunkt der ersten meist elektronischen Verbreitung einer Analystenempfehlung als Ereignistag: vgl. exemplarisch Oerke (1999), S. 68-71; vgl. auch May (1993), S. 64f.

825 Nicht betrachtet werden weitere mögliche sekundäre Verbreitungswege wie das Internet oder

826 Vgl. MacKinlay (1997), S. 35. Für die vorliegende Untersuchung zur Wirkung von Sekundärinformationen ist dieses Datum der ersten, meist elektronischen Verbreitung jedoch unerheblich, da lediglich die zweite Verbreitung über die Zeitungen Handelsblatt und FAZ in ihrer Wirkung analysiert wird.

handelt wurde.[827] Dieser Sachverhalt führte dazu, dass eine Informationswirkung verzerrt, d.h. nicht nur am Publikationstag, sondern z.T. auch schon in den vorangegangen Tagen festgestellt werden konnte.[828] In der vorliegenden Untersuchung nimmt keine der betrachteten Tageszeitungen (Handelsblatt, FAZ) für sich alleine genommen eine solch dominierende Stellung ein wie das WSJ für US-Investoren. Zudem bestehen für beide Tageszeitungen strenge redaktionelle Kodizes, so dass insgesamt die Gefahr von Insider-Trading-Verzerrungen in der vorliegenden Studie begrenzt erscheint.[829]

Nach der Bestimmung des Ereigniszeitpunktes ist ferner zwischen der so genannten **Ereignis- und Schätzperiode** zu differenzieren. **Erstere** bezeichnet das Zeitintervall um den Ereignistag herum. Eine Kurswirkung auf das Informationsereignis soll innerhalb dieser Ereignisperiode untersucht werden.[830] Die **Schätzperiode** hingegen stellt ein vom Informationsereignis unbeeinflusstes Zeitintervall dar. Innerhalb von verschiedenen Preiserwartungsmodellen wird die Schätzperiode verwendet, um die so genannte „normale“ oder „erwartete“ Rendite zu berechnen.[831] Als Lage der Schätzperiode wird üblicherweise ein Zeitraum vor der Ereignisperiode gewählt. Alternativ kann aber auch eine der Ereignisperiode nachgelagerte Schätzperiode verwendet werden, sofern das Informationsereignis die Schätzparameter der normalen Renditen nicht verändert.[832] Dies scheint jedoch insbesondere bei Ereignissen im Zusammenhang mit Kapitalstrukturveränderungen der Fall zu sein.[833] Ferner ist die Länge der Schätzperiode festzulegen. Eine Erhöhung der Länge der Schätzperiode führt üblicherweise zu besseren Schätzungen, was jedoch gegenüber einer sinkenden Stabilität der Parameter abgewogen werden muss.[834]

---

827 Vgl. Rozeff (1989), S. 1-13.

828 Vgl. zum Insider Trading Skandal: Chang/Suk (1998), S. 115-128; Siu/Smith/Syed (1992), S. 181-188. Vgl. auch zur Auswirkung von Insider-Trading auf die Markteffizienz Rozeff/Zaman (1988), S. 25-45.

829 Vgl. für die redaktionellen Kodizes der Handelsblatt- und FAZ-Gruppe Von Rosen/Gerke (1998), S. 82-86.

830 Vgl. Oerke (1999), S. 68-69.

831 Vgl. Abschnitt 5.3.3.2.2 dieser Arbeit zur mittelwertbereinigten Rendite und Abschnitt 5.3.3.2.4 zum Marktmodell. Vgl. auch Cable/Holland (1997).

832 Vgl. Padberg (1995), S. 203.

833 Kapitalerhöhungen können bspw. eine Verminderung des Verschuldungsgrades bewirken und damit auch eine Veränderung des (für die Berechnung der erwarteten Renditen wichtigen) Beta Faktors bewirken. Vgl. Brakmann (1991), S. 218f, 269-271: stellt bei einer nachgelagerten Schätzperiode eine höhere Schwankungsbreite und höhere Überrenditen fest; vgl. auch Padberg (1995), S. 203f.

834 Vgl. Dimson/Marsh (1983), S. 772.

Um die Vergleichbarkeit der vorliegenden Arbeit mit vorangegangenen Studien sicherzustellen, ist es zunächst notwendig, zu untersuchen, welche Länge von Ereignis- und Schätzperiode bzw. welche Lage der Schätzperiode in der relevanten Literatur gewählt wurde. Die nachfolgende Graphik verdeutlicht, dass in bisherigen Studien am häufigsten eine Ereignisperiode von 41 bis 60 Tagen Länge gewählt wurde, gefolgt von dem Werteintervall 21 bis 40 Tage. In der tagesgenauen Darstellung treten insbesondere die Längen der Ereignisperiode in Höhe von 21, 41 und 51 Tagen hervor.

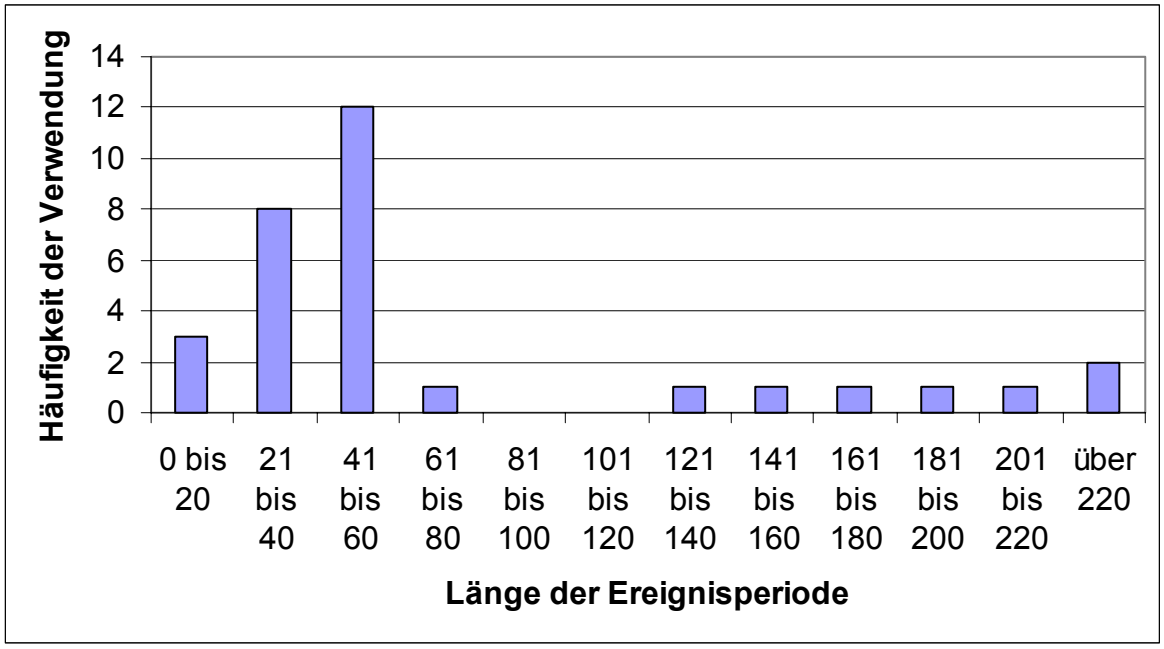


Abbildung 32: Länge der Ereignisperiode in der relevanten Literatur (Intervalldarstellung)

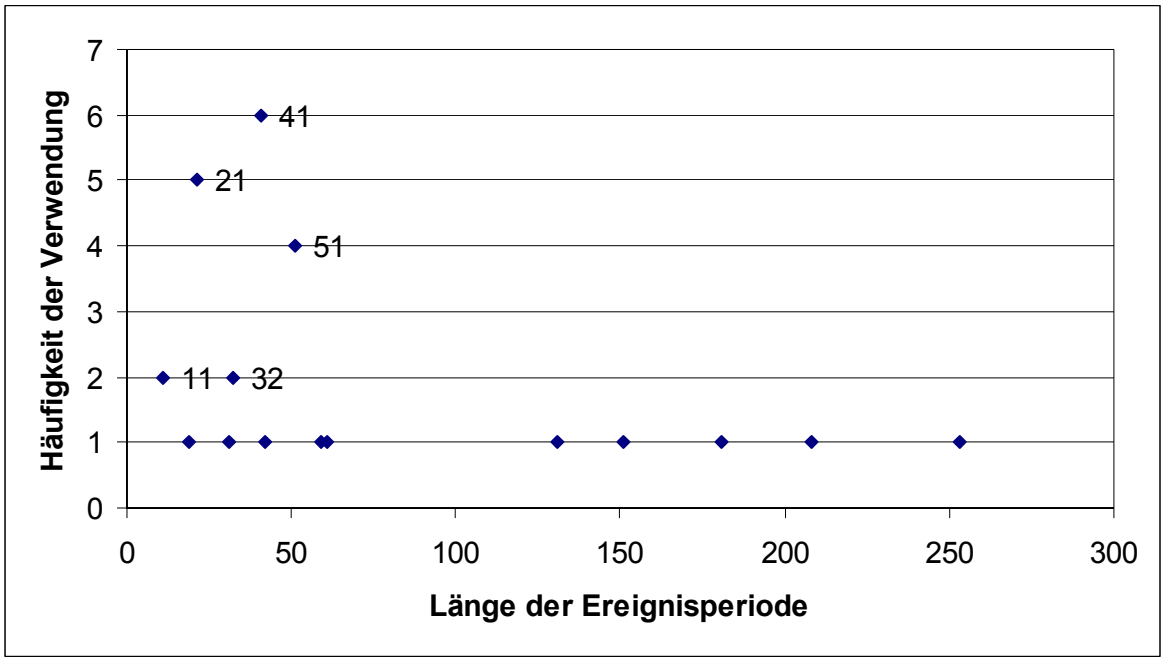


Abbildung 33: Länge der Ereignisperiode in der relevanten Literatur (tagesgenau)[835]

Ferner wurden die relevanten Studien zur Wirkung von Sekundärinformationen auch im Hinblick auf die Länge und Lage der Schätzperiode untersucht. Die nachfolgende Graphik verdeutlicht dabei, dass bisherige Studien in ihrer überwiegenden Mehrheit (81 Prozent) eine dem Ereignis vorgelagerte Schätzperiode verwenden.

[835] Berücksichtigt werden 29 Studien zur Wirkung von Analystenempfehlungen bzw. Sekundärinformationen, die tägliche Aktienrenditen verwenden. Greene/Smart (1999), S. 1890f geben die Ereignisperiode, aber nicht die Schätzperiode in ihrer Studie an und können daher auch nur in dieser Abbildung berücksichtigt werden.

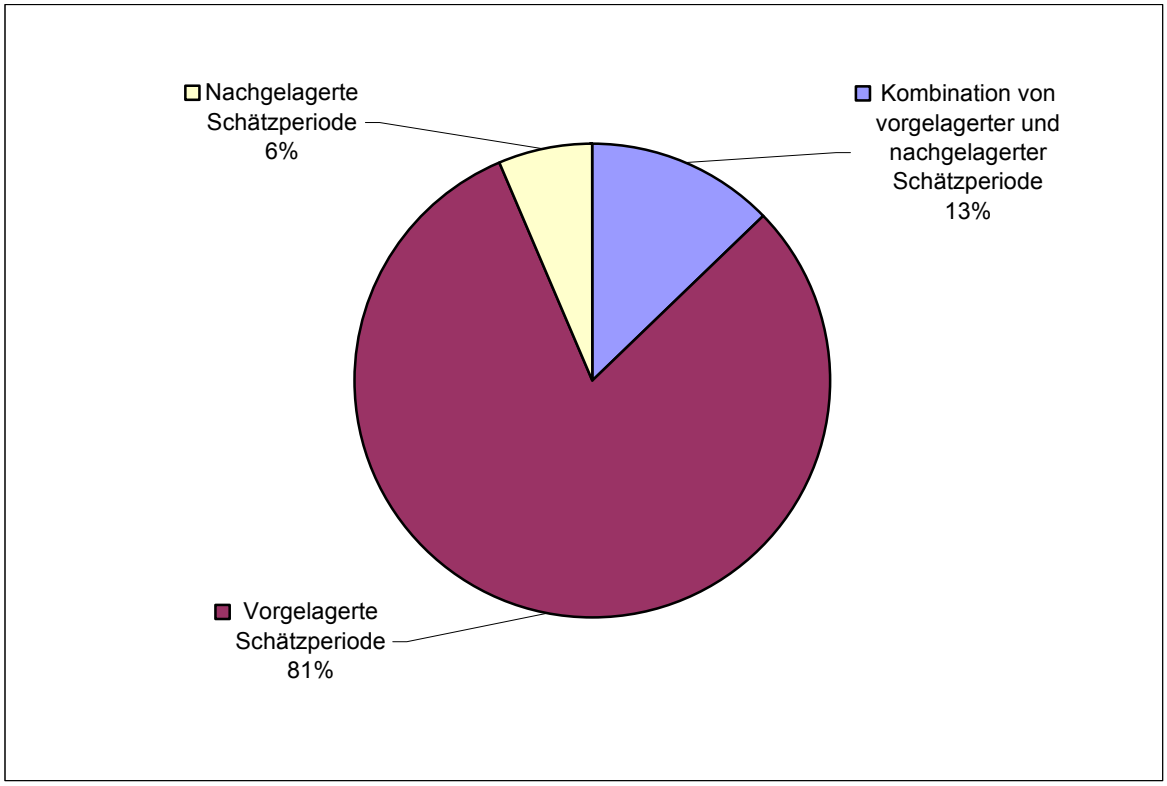


Abbildung 34: Relevanz von vor- und nachgelagerter Schätzperiode bzw. deren Kombination[836]

Analysiert wurde auch die Länge der Schätzperioden vergleichbarer Studien . Wie die nachfolgende Graphik zeigt, befindet sich diese am weitaus häufigsten im Intervall von 81 bis 100 bzw. von 241 bis 260 Tagen. Die tagesgenaue Darstellung veranschaulicht darüber hinaus, dass insbesondere die Längen 100 und 250 Tage eine hohe Berücksichtigung in vergleichbaren Untersuchungen erfahren.

836 Berücksichtigt wurden 31 Studien zur Wirkung von Analystenempfehlungen bzw. Sekundärinformationen, welche entweder tägliche oder wöchentliche Kurse verwenden.

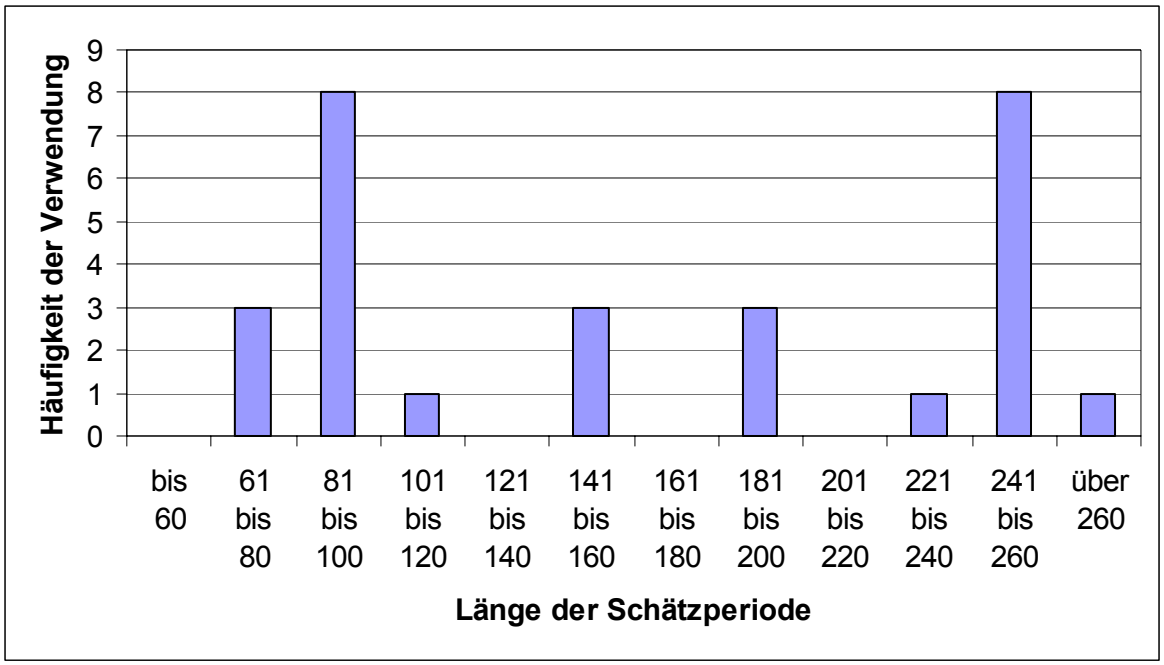


Abbildung 35: Länge der Schätzperiode in der relevanten Literatur (Intervalldarstellung)

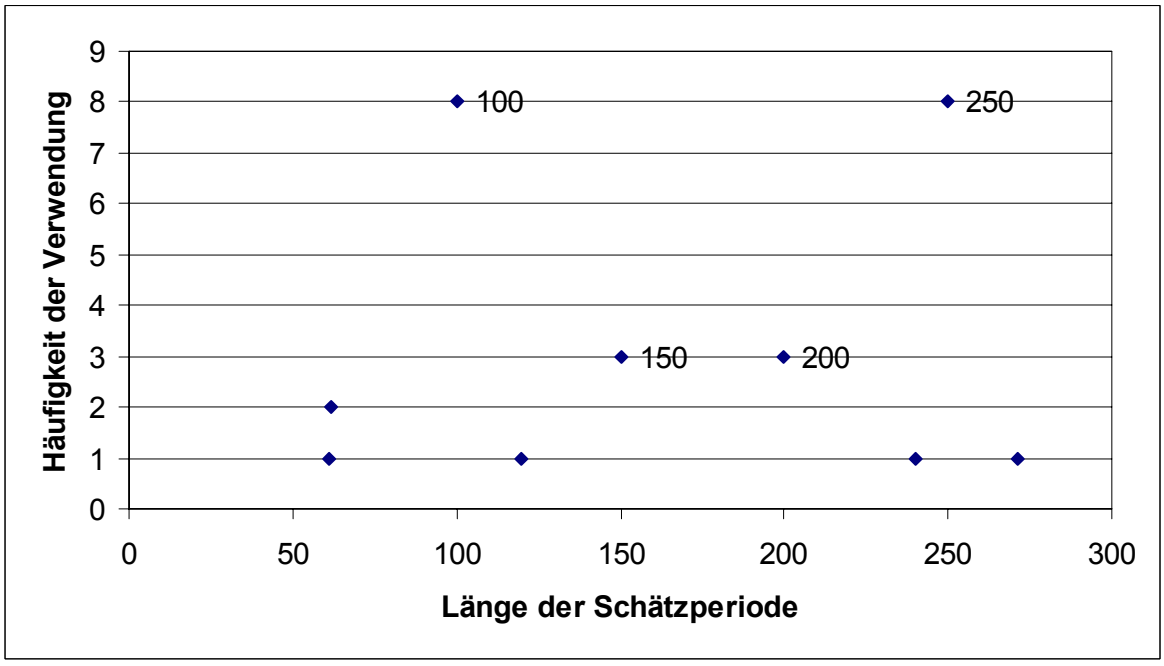


Abbildung 36: Länge der Schätzperiode in der relevanten Literatur (tagesgenaue Darstellung) [837]

Die vorliegende Untersuchung zielt darauf ab, bei der Identifikation von Ereignis- und Schätzperiode die Vergleichbarkeit zu vorherigen Studien sicherzustellen, zu-

[837] Berücksichtigt werden 28 Studien zur Wirkung von Analystenempfehlungen bzw. Sekundärinformationen, die tägliche Aktienrenditen verwenden. Vgl. Abschnitt 4.2 dieser Arbeit.

dem sollen auch weiterführende theoretische Überlegungen Berücksichtigung finden.

Im Hinblick auf die Ereignisperiode wird dabei mit 51 Tagen eine Länge gewählt, die sich innerhalb des am häufigsten verwandten Intervalls befindet.[838] Gleichzeitig erlaubt es diese Länge, interessante Reversal-Effekte zu berücksichtigen.[839] Im Detail werden durch die Ereignisperiode Renditen im Zeitintervall von -25 bis +25 Tagen um das Ereignis herum beschrieben.

Wie die Mehrzahl vergleichbarer Studien soll auch die vorliegende Arbeit eine der Ereignisperiode vorgelagerte Schätzperiode verwenden. Hinsichtlich der Länge wurden in vorherigen Studien insbesondere die Intervalle im Bereich 81 bis 100 Tage bzw. 241 bis 260 Tage als häufigste Varianten identifiziert. In dem Bestreben nach möglichst guten Schätzungen wird dabei das letztgenannte längere Intervall bevorzugt. Um zusätzlich dem unter anderem von Hauser demonstriertem Problem der Parameterstabilität Rechnung zu tragen, werden die Parameter alpha und beta in einer einzigen Periode vor dem ersten Ereignis geschätzt.[840] Diesen Anforderungen folgend wird das gesamte Kalenderjahr 2000 als relevante Schätzperiode für alle Ereignisse bestimmt.[841] Das nachfolgende Schaubild illustriert diese Wahl.

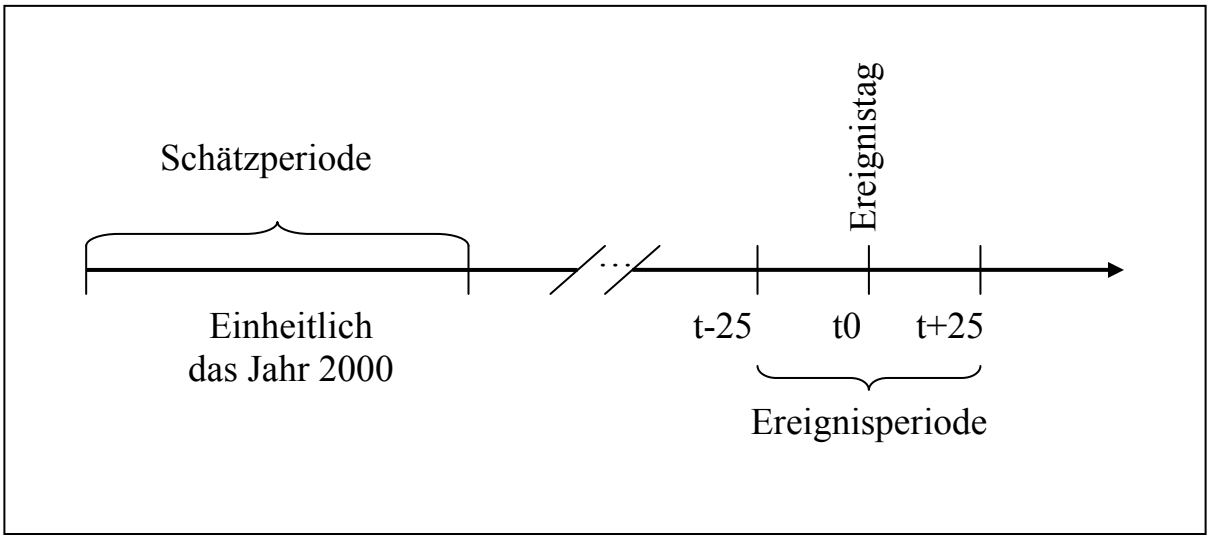


Abbildung 37: Ereignistag sowie Ereignis- und Schätzperiode im Überblick

838 Vgl. Abbildung 35.

839 Der Term „Reversal-Effekt“ beschreibt das Phänomen von Revisionen der ursprünglichen Kursreaktion im Anschluss an die Veröffentlichung einer Information.

840 Vgl. Hauser (2003), S. 168.

841 Der erhöhten Parameterstabilität durch die Wahl des Gesamtjahres 2000 als relevanter Schätzperiode stehen neue Verzerrungspotenziale gegenüber, die aus der negativen Aktienmarktentwicklung im Jahr 2000 resultieren. Vgl. auch Kapitel 6.4 für die Auswirkungen auf das Marktmodell.

5.3.3 Ermittlung abnormaler Renditen

5.3.3.1 Berechnung der Renditen

Zur Renditeberechnung können Tages-, Wochen- und Monatsdaten verwendet werden. Der Gebrauch von aus Monatsdaten gewonnenen Renditen umgeht einige statistisch-methodische Probleme der Tagesrenditen. So sind Monatsrenditen meist besser normalverteilt als Tagesrenditen.[842] Ebenso kann die regelmäßig stärkere Autokorrelation der Tagesrenditen zu einer fehlerhaften Schätzung der Varianz führen.[843] Die Verwendung von Tagesrenditen erhöht ferner die Anfälligkeit für so genannte Non-Trading-Probleme, welche an späterer Stelle noch detailliert diskutiert werden.[844]

Gegen die Verwendung von Monatsrenditen ist jedoch einzuwenden, dass diese nicht in der Lage sind, kurzfristige Kurseffekte zu erfassen. Darüber hinaus könnten Messungen mit Wochen- oder Monatsrenditen durch weitere unternehmensspezifische Ereignisse (innerhalb dieses langen Zeitraums) stark verzerrt werden,[845] was die Zuordnung eines Kurseffektes zu einem bestimmten Ereignis erschwert.[846] Letzteres stünde in Widerspruch zum Untersuchungsziel dieser Arbeit. Vor diesem Hintergrund ist es auch verständlich, dass in der bisherigen Literatur zur Wirkung von Sekundärinformationen alle Autoren mit Ausnahme von Wijmenga ausschließlich tägliche Renditen verwenden.[847] Der Empfehlung Brakmanns, bei tagesgenau bestimmbarem Ereigniszeitpunkt auch Tagesrenditen in der Untersuchung zu verwenden, kann daher auch für diese Arbeit gefolgt werden.[848]

---

842 Vgl. Fama (1976), S. 26-35 für die Untersuchung der Eigenschaften von monatlichen Renditen, S. 21f für die Analyse der Tagesrenditen. Tagesrenditen weichen von der Normalverteilung ab, indem eine höher als (bei Normalverteilung) erwartete Häufigkeit im Bereich des Medians und an den (extremen) Enden beobachtet werden kann.

843 Vgl. Brown/Warner (1985), S. 5.

844 Vgl. Brown/Warner (1985), S. 5; Oerke (1999), S. 75f.; Brakmann (1991), S. 156f.; vgl. auch Abschnitt 6.8 dieser Arbeit.

845 Vgl. zur Überlappung der primären Information durch weitere unternehmensspezifische Informationen: Grandjean (1992), S. 85f. Vgl. für den Einfluss von Informationsereignissen, die während der Schätzperiode auftreten, auf die Schätzparameter Thompson/Olsen/Dietrich (1988), S. 468f.

846 Vgl. besonders Brakmann (1991), S. 156; vgl. auch Pogue/Solnik (1974), 928-930 für die Vorteilhaftigkeit der Verwendung von täglichen Renditen unter der Annahme eines stationären stochastischen Prozesses. Vgl. Morse (1984), S. 605-624 für eine umfassende Diskussion zur Verwendung von täglichen gegenüber monatlichen Daten.

847 Vgl. Wijmenga (1990), S. 561f: verwendet wöchentliche Renditen; vgl. beispielhaft für die Verwendung von täglichen Renditen: Beltz/Jennings (1997), S. 19f.; Bolster/Trahan (2000), S. 6; Sant/Zaman (1996), S. 620-623; Davies/Canes (1978), S. 46f.

848 Vgl. Brakmann (1991), S. 155f: die Empfehlung entstand im Kontext einer Ereignisstudie zu Aktienemissionen; vgl. auch Brown/Warner (1980), S. 224-232.

Die Basis zur Renditeberechnung stellen somit tägliche Kursdaten dar. Diese werden adjustiert für Dividendenzahlungen, Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen, die Ausgabe von Bezugsrechten sowie für Aktiensplits. Eine solche Adjustierung der Aktienkurse mittels der „Operation Blanche“ ist notwendig für die vorliegende Analyse, um trotz technisch bedingter Niveauverschiebungen[849] die Kursentwicklung der einzelnen Unternehmen im Zeitablauf vergleichbar zu machen.[850] Der in der Arbeit verwendete Return Index des Datenbankbetreibers Thomson Financial Datastream trägt dieser Notwendigkeit Rechnung.[851]

Nachdem festgelegt wurde, dass adjustierte tägliche Aktiendaten verwendet werden, gilt es, auch die Art der Renditeberechnung zu klären. Hierbei sind zwei verschiedene Berechnungsarten zu unterscheiden: die logarithmierte und die nichtlogarithmierte Form. Die Berechnung der letzteren stellt sich wie folgt dar:[852]

Formel 5-1: $$R_{i,t} = \frac{\left(P_{i,t} - P_{i,t-1}\right)}{P_{i,t-1}}$$

Bei dieser Form der Renditeberechnung werden Kursänderungen insbesondere bei kleinpreisigen Aktien stärker berücksichtigt. Alternativ lassen sich die Aktien- und Index-Renditen jedoch auch in der logarithmierten Form berechnen:

Formel 5-2: $$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$$

Nach Umformung des ln-Terms ergibt sich folgende Darstellung:[853]

Formel 5-3: $$R_{i,t} = \ln\left(P_{i,t}\right) - \ln\left(P_{i,t-1}\right)$$

Mit:

$R_{i,t}$ = Rendite der Aktie i für den Tag t

$P_{i,t}$ = Total Return Index der Aktie i zum Zeitpunkt t

---

849 Exemplarisch für eine technisch bedingte Niveauverschiebung sei der Aktiensplit genannt; so wird ein Aktiensplit im Verhältnis 1:1 das Aktienkursniveau - abstrahiert von Signalling und weiteren Effekten - um die Hälfte senken.

850 Vgl. zur Bereinigung kann die retrograde und die progessive Adjustierung verwendet werden: vgl. Grandjean (1992), S. 92-99; Oerke (1999), S. 71f.; für sehr ausführliche Darstellung: Sauer (2002), S. 4-11.

851 Vgl. für eine Beschreibung des Return Index: Holzapfel (2003), S. 192f, 288.

852 Vgl. Oerke (1999), S. 71f.; Schmittke (1989), S. 109f, 133; Holzapfel (2003), S. 192; Padberg (1995), S. 195-197; Grandjean (1992), S. 96.

853 Vgl. Oerke (1999), S. 71.

$P_{i,t-1}$ = Total Return Index der Aktie i zum Zeitpunkt t-1

In der Literatur ist umstritten, welches der beiden Renditeberechnungsverfahren am besten geeignet ist.[854] Logarithmierte Renditen sind in der Tendenz stärker symmetrisch[855] und eher normalverteilt;[856] sie erfüllen damit eher die Annahmen statistischer Standardtechniken.[857] Gegen logarithmierte Renditen ist jedoch einzuwenden, dass diese die tatsächlichen durchschnittlichen abnormalen Renditen unterschätzen können. Dieser Effekt wird in der Literatur insbesondere von Barber/Lyon an Hand verschiedener Beispiele sehr anschaulich illustriert.[858] Vor diesem Hintergrund wird auch die vorliegende Arbeit die gerade in der deutschsprachigen Literatur[859] sehr verbreitete Form nicht-logarithmierter Renditen verwenden.[860]

5.3.3.2 Preiserwartungsmodelle zur Berechnung der abnormalen Renditen

5.3.3.2.1 Überblick

Eine Ereignisstudie stellt eine empirische Untersuchung dar, welche die Beziehung zwischen dem Verhalten von Wertpapierkursen und dem Auftreten von bestimmten Ereignissen erforscht.[861] Um den Einfluss eines speziellen Ereignisses zu identifizieren, ist es dabei notwendig, die tatsächlichen Renditen zum Ereigniszeitpunkt mit den „normalen“ oder „erwarteten“ Renditen zu vergleichen.[862]

---

854 Vgl. Hauser (2003), S. 145f.

855 Vgl. insbesondere Granger/Morgenstern (1970), S. 107f (zu den Vorzügen log. Renditen), 177-192 (zur stärkeren Symmetrie um den Mittelwert bei log. Renditen) ; vgl. auch Padberg (1995), S. 196f.; Oerke (1999), S. 71; Schmittke (1989), S. 109.

856 Vgl. Strong (1992), S. 535.

857 Auch das Gewicht von Renditeausreißern wird reduziert: Vgl. hierzu Granger/Morgenstern (1970), S. 108; Vgl. zur Verbesserung der statistischen Signifikanztests: Padberg (1995), S. 197, 442-498.

858 Vgl. Barber/Lyon (1997), S. 350 und Lyon/Barber/Tsai (1999); vgl. auch Röder (1998), S. 14f.; Hauser (2003), S. 145.

859 In der Mehrheit der US-amerikanischen Artikel zur Wirkung von Analystenempfehlungen wird nicht explizit ausgewiesen, ob die Renditeberechnung nach der nicht-logarithmierten Form erfolgt, was die Vergleichbarkeit erschwert.

860 Vgl. für die Verwendung von nicht-logarithmierten Renditen: Pieper/Schiereck/Weber (1993), S. 491; Baden (1992), S. 163, Hauser (2003), S. 146, 172, Brandi (1977), S. 8, Werner (1999), S. 17-19, 102f, May (1993), S. 145-147, 152, Sahling (1981), S.110, Eichinger (2001), S. 52 oder Socher (2004); vgl. demgegenüber für die Verwendung von logarithmierten Renditen: Schmittke (1989), S. 109; Oerke (1999), S. 71; Padberg (1995), S. 196f.; Gerke/Oerke (1998), S. 187-200.

861 Vgl. Strong (1992), S. 533.

862 Vgl. MacKinlay (1997), S. 14-17; May (1993), S. 68f. Vgl. zur Börsenkursbildung im Allgemeinen Schmidt/Prigge (2001), S. 392ff.

Die Abweichung jener tatsächlich beobachteten Renditen von den erwarteten Renditen wird in der englischsprachigen Literatur mehrheitlich als „abnormal Return" bezeichnet.[863] In der deutschsprachigen Literatur wird letztgenannter Begriff zumeist mit dem Term „abnormale Rendite" übersetzt; in selteneren Fällen allerdings auch als Überrendite oder außerordentliche Rendite benannt.[864] Auch aufgrund der sprachlichen Nähe zur englischen Begrifflichkeit soll in dieser Arbeit der Mehrheit in der Literatur gefolgt und der Begriff der „abnormalen Rendite" verwendet werden.

Ein Ziel der Ereignisstudie ist es somit zu bewerten, ob abnormale Renditen bei speziellen Ereignissen auftreten.[865] Formal stellt sich die abnormale Rendite ($AR_{i,t}$) als Differenz von beobachteter und erwarteter Rendite dar:[866]

Formel 5-4: $$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Mit:
$AR_{i,t}$ = Abnormale Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t
$R_{i,t}$ = Tatsächlich beobachtete Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t
$E(R_{i,t})$ = Normale erwartete Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t

In der Literatur werden verschiedene Methoden bzw. Modelle zur Berechnung der erwarteten Renditen vorgeschlagen.[867] Die bedeutendsten hiervon sollen nachfolgend erläutert werden.[868] Neben der anschließend diskutierten Methode der mittelwertbereinigten Renditen sind dies in erster Linie das Marktmodell, die Methode der marktadjustierten Renditen sowie alternative Ansätze wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) oder die Arbitrage Pricing Theory (APT).[869]

---

863 Vgl. unter anderem: Weston/Chung/Siu (1997), S. 93f als Lehrbuch; Brown/Warner (1985), S. 209 als Standardliteratur zu Ereignisstudien; Davies/Canes (1978), S. 48 als Beispiel aus dem Bereich publizierter Analystenempfehlungen; eine Minderheit verwendet auch den Begriff „Excess Returns" als Synonym zu Abnormal Returns: vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 275f.

864 Vgl. für die Verwendung des Begriffes der abnormalen Rendite u.a.: Oerke (1999), S. 72-75; May (1991), S. 322; vgl. für die Verwendung des Begriffes außerordentliche Rendite: Werner (1999), S. 22f.; für den Begriff Überrendite.

865 Vgl. Peterson (1989), S. 36.

866 Vgl. Hauser (2003), S. 135.

867 Vgl. Brown/Warner (1980), S. 205-258; Brown/Warner (1985), S. 6f.

868 Als bedeutend und damit erläuterungswürdig wurde ein Preiserwartungsmodell eingestuft, wenn es in der spezifischen Literatur zur Wirkung von Analystenempfehlungen verwendet wurde oder in der breiteren Standardliteratur zur Methodik von Ereignisstudien Erwähnung fand.

869 Vgl. zur Börsenkursbildung im Allgemeinen Schmidt/Prigge (2001), S. 392ff. Vgl. exemplarisch zu Kapitalmarktmodellen Neus/Hirth (2001), S. 1305ff.

5.3.3.2.2 Methode der mittelwertbereinigten Renditen

Ein sehr einfaches Verfahren zur Schätzung von abnormalen Renditen stellt die so genannte Mittelwertadjustierung dar. Dieses Verfahren basiert auf der Annahme, dass die durchschnittliche Rendite eines Wertpapiers im Zeitverlauf konstant bleibt.[870] Als erwartete Rendite [$E(R_{it})$] nimmt dieses Verfahren den Mittelwert aller Renditen $\overline{R}_i$ während der sogenannten Schätzperiode an.[871] Formal gestaltet sich somit die Berechnung der abnormalen Rendite mit Hilfe der Mittelwertadjustierung wie folgt:

Formel 5-5: $$AR_{i,t} = R_{i,t} - \overline{R}_i$$

Beim Verfahren der Mittelwertadjustierung wird die durchschnittliche Rendite des Wertpapiers i über T Perioden innerhalb der so genannten Schätzperiode wie folgt berechnet:[872]

Formel 5-6: $$\overline{R}_i = \left(\frac{1}{T}\right)\sum_{t=1}^{T} R_{it}$$

Exemplarisch soll diese Formel für eine mögliche Schätzperiode von t = -300 bis t = -51 am Beispiel erläutert werden. Es ergibt sich aus der oberen allgemeinen Formel nachfolgende Konkretisierung:

Formel 5-7: $$\overline{R}_i = \frac{1}{250}\sum_{t=-300}^{-51} R_{i,t}$$

mit:

$AR_{i,t}$ = Abnormale Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t

$R_{i,t}$ = tatsächlich beobachtete Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t

$\overline{R}_i$ = durchschnittliche Rendite des Wertpapiers i während der Schätzperiode

T = Anzahl der Perioden innerhalb der Schätzperiode[873]

---

870 Vgl. Peterson (1989); S. 41; MacKinlay (1997), S. 15; May (1993), S. 69; Oerke (1999), S. 73.

871 Damit ergibt sich: $E(R_{i,t}) = \overline{R}_{i,t}$.

872 Vgl. Peterson (1989), S. 41f.

873 Vgl. Peterson (1989); S. 41.

Insbesondere May zeigt auf, dass der beschriebene Ansatz der Mittelwertadjustierung in der empirischen Forschung zwar einige Verwendung gefunden hat, in seiner Bedeutung aber hinter alternativen Verfahren zurücktritt.[874] Auch bei der Untersuchung aller Ereignisstudien im Kontext von Analystenempfehlungen wurde festgestellt, dass das das Verfahren der Mittelwertadjustierung kaum Verwendung findet.

In Bezug auf die Vorteilhaftigkeit der Mittelwertadjustierung im Vergleich zu anderen Verfahren liegen in der Literatur konträre Resultate vor. Während Brown/Warner mittels Simulationen zeigen konnten, dass die Mittelwertadjustierung in fast allen Situationen ähnlich gute Ergebnisse liefert wie komplexere Verfahren, präsentieren Chandra/Moriarity/Willinger gegenteilige Evidenz.[875]

Klein/Rosenfeld untersuchen ferner explizit den Einfluss der Marktbedingungen auf die Preiserwartungsmodelle. Dabei zeigen sie, dass verzerrte Ergebnisse durch die Methode der mittelwertbereinigten Renditen für Phasen langanhaltender Bullen- oder Bärenmärkte entstehen. Da auch der Untersuchungszeitraum dieser Studie durch teilweise längere Phasen des Kursrückgangs gekennzeichnet ist, soll die Methode der mittelwertbereinigten Renditen im Rahmen dieser Arbeit keine Verwendung finden.[876] Eine Methode, die der Marktentwicklung stärker Rechnung trägt, stellt die nachfolgend vorgestellte Methode der marktbereinigten Renditen dar.[877]

5.3.3.2.3 Methode der marktadjustierten Renditen

Die Methode der marktadjustierten Renditen geht davon aus, dass die Rendite einer Aktie entscheidend durch die Marktentwicklung bestimmt wird; als beste Schätzung für die erwartete Aktienrendite [$E(R_{i,t})$] wird daher auch die Rendite eines Marktportfolios ($R_{m,t}$) angenommen.[878] Die Differenz zwischen der tatsäch-

---

874 Vgl. May (1993), S. 66-69. Insbesondere das in Abschnitt 5.3.3.2.4 diskutierte Marktmodell erfährt eine höhere Bedeutung in der Literatur.

875 Vgl. Brown/Warner (1985), S. 7; Chandra/Moriarity/Willinger (1990), S. 398-408; Weston/Chung/Siu (1997), S. 93f.

876 Vgl. Klein/Rosenfeld (1987), S. 348f.; May (1993), S. 70; Werner (1999), S. 19f.

877 Vgl. Baden (1992), S. 164.

878 Vgl. Brown/Warner (1980), S. 208; Peterson (1989), S. 42; Werner (1999), S. 21; Oerke (1999), S. 73; May (1993), S. 70f.

lich beobachteten Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios stellt somit die abnormale Rendite bei dieser Methode dar:

Formel 5-8: $\mathbf{AR_{i,\,t} = R_{i,\,t} - R_{m,t}}$

mit:

$AR_{i,t}$ = Abnormale Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t

$R_{i,t}$ = Tatsächlich beobachtete Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t

$R_{m,t}$ = Rendite des Marktportfolios m zum Zeitpunkt t[879]

Indem die zeitlich analog auftretende Rendite des Marktportfolios zur Schätzung der erwarteten Aktienrendite herangezogen wird, ist folglich die Bestimmung einer Schätzperiode bei dieser Methode nicht erforderlich.[880] Diese Tatsache kann insbesondere bei überlappenden Ereignissen während der Schätzperiode von großem Vorteil sein.[881]

Die eigentliche Problematik dieses Verfahrens besteht in der Zusammensetzung des Marktportfolios und dessen Renditeberechnung.[882] Grundsätzlich sollte dieses Marktportfolio die aktuelle Marktsituation adäquat widerspiegeln und eine hohe Marktrepräsentation gewährleisten.[883] Von Keane wird in diesem Zusammenhang gefordert, dass alle Wertpapiere des Marktes in diesem Marktportfolio enthalten sein sollten.[884] Eine exakte Nachbildung des Gesamtmarktes erscheint aus praktischer Sicht jedoch schwer möglich und vor dem Hintergrund der Schwerpunktsetzung dieser Arbeit auch nicht erstrebenswert. Diese Arbeit wird daher der in Ereignisstudien üblichen Praxis folgen[885] und für die Berechnung der Marktrendite auf so genannte Markt- oder Referenzindizes zurückzugreifen.[886] Das damit verbundene Problem der Auswahl eines adäquaten Referenzindizes soll im Abschnitt 5.3.3.3 näher diskutiert werden.[887]

---

879 Es gilt für die Methode der Marktadjustierung: $E(R_{i,t}) = R_{m,t.}$.

880 Vgl. Peterson (1989), S. 42; Werner (1999), S. 20.

881 Vgl. zu überlappenden Ereignissen: May (1993), S. 65f.

882 Vgl. Werner (1999), S. 20; May (1993), S. 71.

883 Vgl. May (1993), S. 71.

884 Vgl. Keane (1983), S. 103-110.

885 Vgl. u.a. Brown/Warner (1985), S. 7; Werner (1999), S. 21; Oerke (1999), S. 74.

886 Vgl. Oerke (1999), S. 76f.; Werner (1999), S. 21f.; Brandi (1977), S. 14; Sahling (1981), S. 99-103; vgl. auch zur Auswahl des Referenzindizes den Absatz 5.3.3.3.

887 Teilweise ist die Methode der marktbereinigten Renditen auch unter der Bezeichnung „Indexmodell“ bekannt: vgl. Armitage (1995), S. 27-31. Vgl. auch Werner (1999), S. 21f.

Im Rahmen ihrer Simulationsstudie finden Brown/Warner, dass sich die marktbasierten Verfahren wie die hier vorgestellte Methode marktadjustierter Renditen besser zur Bestimmung der abnormalen Renditen eignen als die Mittelwertadjustierung.[888] Die Marktadjustierung kann auch als eine Vereinfachung des im nachfolgenden Abschnitt beschriebenen Marktmodells angesehen werden mit einem $\hat{\alpha}_i = 0$ und einem $\hat{\beta}_i = 1$ für alle Unternehmen.[889] In diesem Zusammenhang merken Weston/Chung/Siu an, dass die Marktadjustierung regelmäßig auch im Vergleich zum Marktmodell akzeptable Resultate erreicht, da der $\hat{\alpha}_i$-Wert i.d.R. sehr klein und der $\hat{\beta}_i$-Wert für alle Firmen 1 ist.[890]

In der Praxis wurde die Methode der marktadjustierten Renditen bereits in Ereignisstudien verschiedener Art verwendet.[891] Der besondere Vorteil dieser Methode liegt darin, dass die Berechnung der abnormalen Renditen unabhängig von der Renditeentwicklung in der Schätzperiode ist. Der Erhebungszeitraum für Daten wird damit klein gehalten.[892] Insbesondere für den Neuen Markt konnte bereits gezeigt werden, dass die Wahl der Schätzperiode die Beta-Werte und damit auch die abnormalen Renditen stark beeinflusst.[893] Vor diesem Hintergrund folgt auch die vorliegende Arbeit dem Vorgehen von Hauser und verwendet die Methode der marktadjustierten Renditen.

5.3.3.2.4 Marktmodell

Wie die Methode der marktbereinigten Renditen geht auch das auf Sharpe zurückgehende Marktmodell von der Annahme aus,[894] dass die Renditen einzelner Wertpapiere durch die Rendite des Marktportfolios erklärt werden können. Zusätzlich adjustiert das Marktmodell jedoch auch für das systematische Risiko der jeweili-

---

888 Vgl. Brown/Warner (1980), S. 246-248. Dieses gilt insbesondere für den Fall eines "Clustering" von Ereignissen.

889 Vgl. Weston/Chung/Siu (1997), S. 94.

890 Weston/Chung/Siu (1997), S. 94.

891 Vgl. exemplarisch für Deutschland: Coenenberg/Schmidt/Werhand (1983), S. 334; Gerke/Fleischer (2003), S. 658; vgl. auch Dennis/McConnell (1986), S. 143-187; Hauser (2003); vgl. für analystenspezifische Studien: Mehrotra/Yu/Zhang (1999); Greene/Smart (1999): verwenden sowohl die Marktadjustierung als auch das Marktmodell.

892 Vgl. Peterson (1989), S. 42.

893 Vgl. Hauser (2003), S. 165-169.

894 Vgl. Sharpe (1963), S. 281f.; eine der ersten (und wichtigsten) Ereignisstudien unter Anwendung des Marktmodells erfolgte durch Fama et al. (1969), S. 1-21: untersucht wurde die Anpassung von Aktienkursen auf Aktiensplits.

gen Aktien.[895] Es wird dabei folgende einfache lineare Beziehung zwischen dem erwarteten Ertrag der Aktie R_i und dem Ertrag des Marktportfolios $R_{m,t}$ postuliert:[896]

Formel 5-9: $$\mathbf{E(R_{i,\,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,\,t} + \varepsilon_{it}}$$

mit:

$\hat{\alpha}_i$	=	Von der Marktrendite unabhängige Renditekomponente; Schätzgröße.
$\hat{\beta}_i$	=	Koeffizient (Beta), der die Sensitivität der Aktie i in Bezug auf Veränderungen der Marktrendite beschreibt; Schätzgröße.
$E(R_{i,\,t})$	=	Erwartete Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t.
$R_{m,\,t}$	=	Rendite des Marktportfolios m zum Zeitpunkt t.
$\varepsilon_{i,t}$	=	Störterm, abnormale Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t; mit der Eigenschaft $E(\varepsilon_{i,t}) = 0$ sowie $\sigma(e_{it}, e_{jt}) = 0 \forall i \neq j$[897].

Die Parameter $\hat{\alpha}_i$ und $\hat{\beta}_i$ stellen Schätzungen dar, die durch die lineare Regression der jeweiligen Aktienrenditen mit dem Marktportfolio, repräsentiert durch einen Marktindex, während der Schätzperiode gewonnen werden. Zu diesem Zweck wird die so genannte Kleinstquadratmethode (Ordinary-Least-Squares-Methode) verwandt.[898] Formal ergibt sich der Betafaktor auch aus dem Verhältnis der Kovarianz von Renditen des Unternehmens i mit den Marktrenditen zur Varianz der Marktrenditen.[899]

Der Regressionskoeffizient $\hat{\beta}_i$ bezeichnet das systematische oder auch Marktrisiko einer Aktie. Er misst die Sensitivität einer Aktie i hinsichtlich Veränderungen des

---

895 Vgl. Oerke (1999), S. 74f.

896 Vgl. Brown/Warner (1980), S. 208f: diskutieren, dass eine Version des CAPMs die erwarteten Renditen bestimmt; theoretisch denkbar wäre also auch der Ansatz von Black (1972), S. 444-454. Der nachfolgende Ansatz ist allerdings der bis dato dominierende unter den Risikoadjustierten Ansätzen: vgl. u.a. Fama (1976), S. 69, 76f.

897 Vgl. Bowman (1983), S. 568.

898 Vgl. Brown/Warner (1985), S. 7; Peterson (1989), S. 39f.; vgl. zur Kleinstquadratmethode: Assenmacher (2002), S. 81ff.

899 Für den Betafaktor gilt daher folgender Zusammenhang: $\beta_i = \frac{Cov(R_{i,t}, R_{m,t})}{Var(R_{m,t})}$; vgl. hierfür Seppelfricke (2003), S. 72.

Gesamtmarktes.[900] Hinter der ausschließlichen Berücksichtigung des systematischen Risikos der Aktien bei Berechnung der zu erwartenden Rendite steht die Überlegung, dass Investoren mittels Diversifikation das unsystematische oder unternehmensspezifische Risiko komplett eliminieren können. Vergütet werden sollte folglich auch nur das nicht diversifizierbare systematische Risiko, gemessen durch den β- Koeffizienten.[901] Demgegenüber bezeichnet die aktienspezifische Konstante $\hat{\alpha}_i$ den Renditeanteil, der vom Kapitalmarkt unabhängig ist.

Der Störterm $\varepsilon_{i,t}$ stellt denjenigen Teil der Rendite dar, der nicht durch den Gesamtmarkt bestimmt wird und somit nur mit unternehmensspezifischen Ereignissen erklärt werden kann.[902] Dementsprechend drückt er die abnormale Rendite aus. Nach Umformung ergibt sich die mit Hilfe des Marktmodells berechnete abnormale Rendite $AR_{i,t}$ aus:[903]

Formel 5-10: $\mathbf{AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t}}$

Wie bei der zuvor beschriebenen Methode der marktbereinigten Renditen ist auch bei dem Marktmodell abzuwägen, welcher Marktindex verwendet wird und damit das Marktportfolio repräsentieren soll. Darüber hinaus unterliegt das Marktmodell der besonderen Problematik der Stationaritätsannahme. Diese unterstellt die Konstanz der Beta-Werte im Zeitablauf. Damit wird angenommen, dass das systematische Risiko einer Aktie, welches in der Schätzperiode ermittelt wird, auch während der Ereignisperiode stabil, d.h. durch das Ereignis unbeeinflusst ist.[904] Marcus/Swindler/Zivney konnten jedoch am Beispiel von Produktrückrufen in der US-Pharmaindustrie zeigen, dass diese Rückrufe im Zusammenhang mit einer Erhöhung des systematischen Risikos stehen.[905] Zumindest für solche Spezialfälle erweist sich daher die Stationaritätsannahme als problematisch und sollte in der Literatur näher beleuchtet werden. Auch Hauser zeigt in ihrer Ereignisstudie zur Informationsverarbeitung am Neuen Markt, dass die einzelnen Beta-Werte stark mit der Wahl der Schätzperiode variieren.[906] Nicht unkritisiert geblieben ist wei-

900 Vgl. Bodie/Kane/Marcus (1999), S. 258f, 930.
901 Vgl. Bodie/Kane/Marcus (1999), S. 202-204.
902 Vgl. Oerke (1999), S. 75.
903 Vgl. Bowman (1983), S. 568.
904 Vgl. Eichinger (2001), S. 133-136; May (1991), S. 324; May (1992), S. 73; Sattler (1994), S. 32-51.
905 Vgl. Marcus/Swindler/Zivney (1987), S. 295f.
906 Vgl. Hauser (2003), S. 165-169.

terhin der vom Marktmodell implizierte Risiko-Rendite-Zusammenhang zwischen der erwarteten Rendite und dem systematischem Risiko.[907]

Brown/Warner zeigen in ihrer Simulationsstudie, dass Marktmodell und Marktadjustierung eine sehr ähnliche, der Mittelwertadjustierung überlegene Leistung im Hinblick auf die Bestimmung der abnormalen Renditen erbringen.[908] Dyckmann/Philbrick/Stephan kommen demgegenüber zu dem Schluss, dass das Marktmodell sowohl der Mittelwertadjustierung als auch der Marktadjustierung überlegen ist, wenngleich die Unterschiede weniger bedeutend ausfallen.[909] Gemäß einer Untersuchung von May/Schweber-Weber verwenden darüber hinaus rund 60 Prozent aller Ereignisstudien das Marktmodell als Preiserwartungsmodell.[910] Auch in der relevanten Literatur zu Analystenempfehlungen wird das Marktmodell mit Abstand am weitaus häufigsten eingesetzt.[911]

In der zusammenfassenden Bewertung des Marktmodells für einen Einsatz im Rahmen dieser Arbeit sind Vor- und Nachteile dieses Modells gegeneinander abzuwägen. Auf der einen Seite unterliegt das Marktmodell der durchaus kritischen Annahme der Beta-Stationarität; auf der anderen Seite konnte die Leistung dieses Modells jedoch in Simulationsstudien gezeigt werden und hat darüber hinaus vielfache Verwendung in vergleichbaren Studien gefunden. Vor diesem Hintergrund soll auch die vorliegende Studie nicht auf die Renditeberechnung mittels des Marktmodells verzichten. Aufgrund der insbesondere für den Neuen Markt kritischen Annahme der Beta-Stationarität stellt allerdings die Methode der marktadjustierten Renditen den Fokus der vorliegenden Arbeit dar; Angaben zum Marktmodell werden daher nur ergänzend im Anhang präsentiert.

5.3.3.2.5 Weitere Ansätze

Neben dem Marktmodell und den Methoden der mittelwertbereinigten bzw. marktbereinigten Renditen existieren noch weitere alternative Verfahren zur Berechnung der abnormalen Renditen. Während erstgenannte Verfahren eher auf sta-

---

907 Vgl. Armitage (1995), S. 25.
908 Vgl. Brown/Warner (1980), S. 205-258; Brown/Warner (1985), S. 249; Armitage (1995), S. 30f.
909 Vgl. Dyckmann/Philbrick/Stephan (1984), S. 15.
910 Vgl. May/Schweber-Weber (1990).
911 Vgl. exemplarisch: Walker/Hatfield (1996); Sant/Zaman (1996); Palmon/Sun/Tang (1994); Bolster/Trahan (2000); Davies/Canes (1978); Barber/Loeffler (1993).

tistischen Zusammenhängen beruhen,[912] handelt es sich bei dem alternativ verwendeten Capital Asset Pricing Modell (CAPM) sowie der Arbitrage Pricing Theory (APT) um theoretisch und ökonomisch begründete Gleichgewichtsmodelle.[913]

Das auf Sharpe, Lintner und Mossin zurückgehende **Capital Asset Pricing Model** (CAPM) beschreibt dabei, welche Rendite rational handelnde und nutzenmaximierende Anleger erwarten.[914] Gemäß diesem Modell bestimmt sich dabei die erwartete Rendite im Gleichgewicht aus der Rendite einer risikofreien Anlage, zuzüglich dem Produkt aus systematischem Risiko der Aktie und der Überschussrendite des Marktportfolios gegenüber der risikofreien Anlage:

Formel 5-11: $$E(R_{i,t}) = R_f + [E(R_{m,t}) - R_f] \cdot \beta_i + \varepsilon_{i,t}$$

Ex post ergibt sich hieraus für die abnormale Rendite folgender Zusammenhang:

Formel 5-12: $$AR_{i,t} = R_{i,t} - \left\{R_f + [E(R_{m,t}) - R_f] \cdot \beta_i\right\}$$

In der Literatur wird die nach der obigen Gleichung berechnete abnormale Rendite auch als „Jensen-Alpha“ bezeichnet.[915] Durch Auflösung der Klammern lässt sich der Term wie folgt umformen:

Formel 5-13: $$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_f \cdot (1 - \beta_i) - \beta_i \cdot E(R_{m,t})$$

Mit:

$E(R_{i,t})$ = erwartete Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t nach dem CAPM

$E(R_{m,t})$ = Rendite des Marktportfolios m zum Zeitpunkt t

R_f = Rendite einer risikofreien Anlage (i.d.R. risikoloser Marktzinsfuß)

β_i = systematisches Risiko der Aktie i[916]

---

912 Vgl. Oerke (1999), S. 77f.

913 Teilweise wird auch das Fama-MacBeth-Modell als weitere eigenständige Alternative gesehen: vgl. Fama/MacBeth (1973), S. 607-636; vgl. zur vergleichenden Simulationsstudie der Preiserwartungsmodelle unter Einbezug des Fama-MacBeth-Modells: Armitage (1995), S. 28, 31.

914 Vgl. Sharpe (1964), S. 425-442; Lintner (1965), S. S. 13-37; Mossin (1966), S. 768-783; Padberg (1995), S. 210f.; Brakmann (1991), S. 147-149; Oerke (1999), S. 77f.

915 Vgl. Jensen (1968), S. 389-416; Bodie/Kane/Marcus (2002), S. 813, 978.

916 Für das systematische Risko gilt, dass $\beta_i = \frac{Cov(R_{i,t}, R_{m,t})}{Var(R_{m,t})}$.

Das CAPM in seiner Grundversion unterliegt verschiedenen Annahmen. Hierzu gehört das risikoaverse Verhalten sowie die homogene Erwartungsbildung der Marktteilnehmer. Ferner wird von einer Geldanlage bzw. Kreditbeschaffung zum risikolosen Zinssatz R_f ausgegangen.[917] Auch ein perfekter Wettbewerb auf dem Kapitalmarkt stellt eine Voraussetzung des CAPM dar. Gemäß dieser Sichtweise werden Investoren als Preisnehmer gesehen, welche die Aktienkurse nicht durch einzelne Transaktionen beeinflussen können.[918]

Darüber hinaus unterstellt das CAPM die Existenz eines effizienten Kapitalmarktes. Dies bedeutet in der Konsequenz auch, dass Abweichungen von der in Formel 5-13 beschriebenen erwarteten Rendite nicht möglich sind. Abnormale Renditen dürften daher gemäß den Modellannahmen nicht existieren, da diese die Annahme eines effizienten Marktes verletzten und zur Ablehnung des CAPM führen würden.[919]

Ein Vorteil des CAPM besteht darin, dass es sich hierbei im Gegensatz zum Marktmodell konzeptionell um ein Prognosemodell handelt. Sehr kritisch im Hinblick auf den Einsatz im Rahmen von Ereignisstudien sind jedoch gerade die letztgenannten sehr restriktiven Modellannahmen des Capital Asset Pricing Models zu sehen.[920]

Als Alternative zum CAPM wurde die **Arbitrage Pricing Theory** (APT) entwickelt. Ausgangspunkt dieses Modells ist, dass die erwartete Aktienrendite nicht nur durch einen einzelnen, sondern durch eine Vielzahl von Faktoren erklärt werden kann.[921] Dabei greifen die in der Literatur vorgeschlagenen Mehrfaktorenmodelle neben dem Haupteinflussfaktor Marktrendite auch auf eine Reihe von volkswirt-

---

917 Abweichend von diesen sehr restriktiven Annahmen wurde für den Fall von begrenzter Fremdkapitalaufnahme bzw. für den Fall einer höheren Rendite auf entliehenes im Vergleich zu geliehenem Kapital das Zero-Beta-Modell entwickelt: vgl. hierzu Bodie/Kane/Marcus (2002), S. 275f.; May (1993), S. 75-79; Oerke (1999), S. 75f.

918 Vgl. zu den Annahmen des CAPM Modells: Bodie/Kane/Marcus (2002), S. 264; Brakmann (1991), S. 147; May (1993), S. 28f.

919 Vgl. Roll (1977), S. 129-176; vgl. auch Eichinger (2001), S. 103; Padberg (l995), S. 211f.; Oerke (1999), S. 75f.

920 Vgl. zur Eignung des CAPM zur Schätzung abnormaler Renditen für den deutschen Kapitalmarkt: Schneider (2001), S. 276-296.

921 Vgl. im Original Ross (1976a), S. 189-218 und Ross (1976b), S. 341-360. Vgl. auch Bodie/Kane/Marcus (1999), S. 311ff.

schaftlichen Daten zurück.[922] Kritisch ist jedoch anzumerken, dass nicht abschließend geklärt, ist welche unter der Vielzahl von potenziellen Faktoren genau im Rahmen der Mehrfaktorenmodelle eingesetzt werden sollten. Zudem werden insbesondere volkswirtschaftliche Daten weitestgehend nur monatlich ermittelt, so dass sich die APT nur sehr eingeschränkt zur Ermittlung von täglichen abnormalen Renditen eignet.[923]

Vor dem Hintergrund der vorgestellten Abwägungen soll im Ergebnis weder das Capital Asset Pricing Model noch die Arbitrage Pricing Theory im Rahmen dieser Arbeit eingesetzt werden.[924] Unterstützt wird diese Position durch die Arbeit von Brenner, welche zeigt, dass beide alternativen Ansätze nicht besser geeignet sind zur Bestimmung abnormaler Renditen als das Marktmodell.[925]

5.3.3.3 Auswahl des Referenzindizes

Sowohl das Marktmodell als auch die Methode der marktbereinigten Renditen erfordern die Berechnung der so genannten Marktrendite. Hierfür greifen Ereignisstudien regelmäßig auf Markt- oder Referenzindizes zurück.[926] Grundsätzlich sollten diese eine hohe Marktrepräsentation gewährleisten und Marktveränderungen im Zeitverlauf korrekt abbilden.[927] Neben Einfachheit, Transparenz und Nachvollziehbarkeit gehören darüber hinaus auch die Aktualität, Vergleichbarkeit im Zeitablauf und Verfügbarkeit zu den Grundanforderungen an einen Referenz-Aktienindex.[928]

Differenziert werden können zunächst branchenspezifische und Gesamtmarktindizes sowie gleichgewichtete und **wertgewichtete Aktienindizes**. Die Gewichtung

---

922 Als weitere volkswirtschaftliche Faktoren können beispielsweise “unerwartete Inflation” oder „unerwartetes BIP-Wachstum“ genannt werden. Vgl. Holzapfel (2003), S. 193f.

923 Vgl. Ross (1976a); S. 189-218; Ross (1976b), S. 341-360; Padberg (1995), S. 213f.; Bodie/Kane/Marcus (2002), S.320-334.

924 Vgl. MacKinlay (1997), S. 19.

925 Vgl. Brenner (1979), S. 57ff.; May (1993), S. 76f.

926 Vgl. beispielhaft für die Verwendung von Marktindizes: Brandi (1977), S. 14; Werner (1999), S. 21f.; Oerke (1999), S. 76f.; Sahling (1981), S. 99-103. Vgl. auch Steiner/Kleeberg (1991), S. 172-175; Markowitz (1959), S. 5-7: Das ursprüngliche Marktportfolio nach Markowitz ist gar als Kombination sämtlicher globaler Vermögensgegenstände, d.h. u.a. von Aktien, Anleihen, Immobilien, und Gold entwickelt worden, was in der Praxis jedoch große Umsetzungsprobleme verursachen würde. Wie in vorherigen Studien werden daher im Folgenden nur Aktienindizes zur Berechnung der Marktrendite herangezogen; vgl. auch Keane (1983), S. 103-110 für die Forderung, alle Wertpapiere des Marktes einzubeziehen.

927 Vgl. May (1993), S. 71; Padberg (1995), S. 200-202.

928 Vgl. Richard (1991), S. 26-32; Rühle (1991), S. 115- 166.

des letztgenannten Indizes richtet sich dabei nach der Marktkapitalisierung der einzelnen Aktien. Die Renditen von Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung fließen somit stärker in die Indexentwicklung ein. Berücksichtigt man zusätzlich die Eigenschaft des „Firm-Size-Effektes“,[929] wonach größere Unternehmen im Vergleich zu kleineren durchschnittlich geringere Renditen aufweisen, so wird deutlich, dass diese Übergewichtung von Großunternehmen auch zu einer geringeren Rendite des Marktportfolios führen kann.[930] Nichtsdestotrotz weisen Brown/Warner und Peterson richtigerweise darauf hin, dass das Asset-Pricing-Modell im Prinzip die Verwendung wertgewichteter Aktienindizes nahe legt.[931]

Demgegenüber berücksichtigen **gleichgewichtete Aktienindizes** alle Unternehmensgrößen in gleichem Maße. Eine Übergewichtung bestimmter Größenklassen und die damit einhergehende Gefahr einer Querschnittskorrelation wird somit vermieden; gleichzeitig gibt es Anzeichen, dass die Schätzqualität durch die Gleichgewichtung gestärkt wird.[932] So ergeben beispielsweise Simulationsstudien von Brown/Warner, dass der Beta-Wert des wertgewichteten Indizes systematisch unterschiedlich von eins ist; der Beta-Wert des gleichgewichteten Indizes jedoch nahe eins.[933] Es verwundert daher nicht, dass Brown/Warner auch einen gleichgewichteten Index des Centers for Research in Security Prices (CRSP) als Referenzindex vorschlagen.[934] Ebenso verwendet die überwiegende Mehrheit der Autoren in der US-amerikanischen Literatur den gleichgewichteten CRSP-Index.

Im Gegensatz zum US-Kapitalmarkt existiert jedoch in Deutschland im Prinzip kein solcher gleichgewichteter Aktienindex. Von Werner werden in diesem Zusammenhang drei Handlungsoptionen genannt, um dieser Tatsache zu begegnen:[935]

- Konstruktion eines eigenen gleichgewichteten Marktportfolios
- Einsatz von Zufallsdepots anstatt des Marktindizes bzw.
- Einsatz vorhandener Indizes unter der Prämisse, dass auftretende Verzerrungen sehr gering sind und damit vernachlässigt werden können

---

929 Vgl. bspw. Dimson/Marsh (1986), 113-118.

930 Vgl. Werner (1999), S. 22; Oerke (1999), S. 76f: bspw. konnten für kleine Unternehmen z.T. größere Renditen festgestellt werden (wenngleich in den letzten Jahren mit abnehmender Tendenz).

931 Vgl. Brown/Warner (1980), S. 239; vgl. auch Peterson (1989), S. 50.

932 Vgl. May (1993), S. 71f.; Oerke (1999), S. 76f.

933 Vgl. Brown/Warner (1980), S. 239-243. Die Simulationen ergeben einen Beta Wert von 1,13 für den wertgewichteten Index und von 0,993 für den gleichgewichteten Index.

934 Vgl. Brown/Warner (1985), S. 7.

935 Vgl. Werner (1999), S. 22.

Wie zuvor bei Werner soll auch in dieser Arbeit die letztgenannten Alternative gefolgt werden.[936] Der Referenzindex enthält somit trotz zuvor genannter Schwächen eine Wertgewichtung.[937] Die bekanntesten deutschen Indizes, darunter der DAX, DAFOX[938], FAZ-Index oder auch NEMAX zählen zu dieser Kategorie.[939]

Darüber hinaus ist eine Entscheidung zu treffen, ob ein Branchen-, (Gesamt-) Marktindex oder ein bestimmter Spezialindex zur Berechnung der Marktrendite verwendet werden sollte. Nachteilig an der Verwendung eines **Gesamtmarktindizes** ist, dass Unterschiede in den Konjunkturentwicklungen verschiedener Bereiche durch den Gesamtmarkt dominierende Tendenzen überlagert werden. **Branchenindizes** können demgegenüber auch speziell branchenspezifische Kursbildungsfaktoren berücksichtigen;[940] sie bieten i.d.R. eine höhere Erklärungskraft. Problematisch wird der Einsatz von Branchenindizes lediglich durch den so genannten „Contagion Effekt“[941], der vorliegt, wenn ein Informationsereignis alle Unternehmen derselben Branche beeinflusst. Damit würden die Renditen des Branchenindexes verzerrt; eine Querschnittskorrelation wäre die Folge.[942] In der vorliegenden Untersuchung könnte der „Contagion Effekt“ insbesondere bei Analystenempfehlungen, die im Zusammenhang mit Branchenstudien entstehen, eintreten. Einige der speziell für den ehemaligen Neuen Markt verfügbaren Branchenindizes basieren zudem auf nur sehr wenigen Werten. So beinhaltet der Nemax Financial Services beispielsweise nur fünf Unternehmen. Diese Tatsache birgt die Gefahr, dass einige Branchenindizes in hohem Maße durch einzelne Aktien beeinflusst werden.

Um letzteres zu vermeiden und dem besonderen Fokus dieser Arbeit auf Wachstumsunternehmen gerecht zu werden, verwendet die vorliegenden Untersuchung den speziell auf Wachstumsunternehmen zugeschnittenen **Nemax All Share In-**

---

936 Vgl. Werner (1999), S. 22; vgl. auch Hauser (2003), S. 170f.

937 Vgl. Göppl/Schütz (2002), S. 5. Positiv ist anzumerken, dass mit der Wertgewichtung der Forderung der Asset Pricing Modelle wie dem CAPM nach einem wertgewichteten Index nachgekommen wird.

938 Die Abkürzung DAFOX steht für den Deutscher Forschungsindex. Vgl. Göppl/Schütz (2002), S. 5-9.

939 Vgl. für den DAFOX: Göppl/Schütz (2002), S. 5-9; vgl. für den DAX und FAZ Index: Janßen/Rudolph (1992), S. 8-12; 34f.; Padberg (1995), S. 201; in jüngerer Vergangenheit wurde die Gewichtung im DAX und NEMAX jedoch von der reinen Marktkapitalisierung aller Aktien auf die Marktkapitalisierung des Free Floats umgestellt.

940 Vgl. Sahling (1981), S. 98f.

941 Oerke (1999), S. 77: verweist auf Bessler/Nohel (1996), S. 1486 und Kaufmann (1994).

942 Vgl. Oerke (1999), S. 77.

dex. Dieser stellt einen wertgewichteten Index dar und wird in der Form eines **Performance Indizes** benutzt, d.h. alle Komponenten der Aktienrendite wie Bezugsrechte und Dividendenabschläge werden berücksichtigt.[943]

Nachdem die abnormalen Renditen der verschiedenen Einzelereignisse mit Hilfe eines geeigneten Preiserwartungsmodells und Referenzindizes berechnet wurden, erfolgt anschließend eine Aggregation derselben. Die Möglichkeiten und Grenzen einzelner Aggregationsmethoden beleuchtet der nachfolgende Abschnitt näher.

5.3.4 Aggregation der abnormalen Renditen

Die Aggregation bzw. Gruppierung der abnormalen Renditen mehrerer Einzelereignisse erlaubt es, Aussagen in Bezug auf die Gesamtheit der untersuchten Aktien zu treffen. Insbesondere zwei Aggregationsmethoden haben dabei einige Bedeutung erlangt: Die Methode der so genannten Cumulative-Abnormal-Returns (CAR)[944] sowie die Methode des Abnormal-Performance-Index (API). Formal betrachtet, handelt es sich bei der erstgenannten Methode um eine additive, bei der letztgenannten um eine multiplikative Verknüpfung der Renditen. [945]

Die API-Methode basiert auf der so genannten Buy-and-Hold-Strategie, d.h. der Investition in ein gleichgewichtetes Portfolio zu Anfang der Betrachtungsperiode und dem Halten des Portfolios im Zeitablauf ohne weitere Umschichtungen desselben. Schwierigkeiten ergeben sich jedoch in Bezug auf die Interpretation: So kann die API-Rendite nicht durch Kauf des Portfolios i.V.m. einem Leerverkauf des Marktportfolios erzielt werden, was die Interpretation als Portfoliorendite deutlich erschwert. [946] Im Folgenden wird daher auch der im Schrifttum zur Sekundärinformationen weit verbreiteten CAR-Methode gefolgt.[947]

---

943 Vgl. zum Performance Index: Padberg (1995), S. 200f.

944 Teilweise wird die Abkürzung CAR auch für den inhaltlich identischen Term Cumulative-Average-Residuals verwendet.

945 Vgl. Eichinger (2001), S. 58f.; Holzapfel (2003), S. 200-202; Chan/Fong (1996), S. 1126f.

946 Vgl. Bowman (1983), S. 571f.; Holzapfel (2003), S. 200-202; Eichinger (2001), S. 58f.

947 Vgl. exemplarisch Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 120; Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 661; Chan/Fong (1996), S. 1126; Sant/Zaman (1996), S. 634f. In der Berechnung von Holzapfel (2003), S. 281-284 ergeben sich zwischen der CAR- und der API-Berechnung keine signifikanten Unterschiede.

Die CAR-Methode führt eine Portfoliobetrachtung durch, bei der zunächst die durchschnittliche abnormale Portfoliorendite aus den einzelnen abnormalen Renditen errechnet wird:[948]

Formel 5-14: $$AR_t = \frac{1}{N} \bullet \sum_{i=1}^{N} AR_{it}$$

mit:

AR_{it} = Abnormale Rendite der Aktie j zum Zeitpunkt t

N = Anzahl der beobachteten Ereignisse

Durch Aggregation ergibt sich entsprechend die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite (cumulative average abnormal return): [949]

Formel 5-15: $$CAR_{[T1,T2]} = \sum_{T1}^{T2} AR_t$$

mit:

$CAR_{[T1,T2]}$ = kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite in der Periode von T1 bis T2.

Implizite Annahme bei der CAR-Methodik stellt dabei die gleichmäßige Investition in N Wertpapiere des Portfolios dar. Weiterhin impliziert wird die Restrukturierung des Portfolios nach jeder Teilperiode mit der Folge einer gleichen wertmäßigen Aufteilung der Wertpapiere.[950]

Sowohl die durchschnittlichen abnormalen Renditen als auch die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen werden durch geeignete Testverfahren auf ihre Signifikanz geprüft. Der nachstehende Abschnitt nimmt sich dieser Thematik an.

---

948 Die durchschnittliche abnormale Portfoliorendite wird im englischsprachigen Schrifttum als Average Abnormal Return (AR) bezeichnet. Diese Abkürzung wird aus Gründen der Einheitlichkeit beibehalten.

949 Vgl. Grandjean (1992), S. 197; Fama et al. (1969), S. 8; Oerke (1999), S. 72.

950 Vgl. Oerke (1999), S. 72f.; Holzapfel (2003), S. 200; Bowman (1983), S. 569-572.

5.3.5 Analyse der Ereignisse

Die Phase der Ereignisanalyse beinhaltet sowohl die Präsentation der Ergebnisse der Ereignisstudie als auch die damit verbundene Diskussion der zuvor aufgestellten Hypothesen sowie die Anwendung geeigneter Testverfahren zur Überprüfung der statistischen Signifikanz der Ereignisse.[951]

Die Ergebnispräsentation geht dabei in der vorliegenden Arbeit über die übliche Darstellung abnormaler Renditen hinaus und schließt verschiedene weiterführende Analysen im Hinblick auf die Bestimmungsfaktoren abnormaler Renditen ein. So folgen eine Korrelationsanalyse der Bestimmungsfaktoren sowie eine einfache und multiple Regressionsanalyse mit den Bestimmungsfaktoren als erklärenden Variablen. Auch eine Analyse der Mittelwertunterschiede zwischen einzelnen Ausprägungen der Bestimmungsfaktoren findet Anwendung. Da dieses Kapitel jedoch dem speziellen Untersuchungsaufbau der Ereignisstudie gewidmet ist, werden diese weiterführenden Untersuchungsschritte auch nicht in diesem Abschnitt behandelt, sondern im nachfolgenden Kapitel im Zusammenhang mit der Ergebnisdiskussion ausführlich beleuchtet.

Der Fokus dieses Abschnitts soll daher auch auf die Diskussion geeigneter **Testverfahren** zur Überprüfung der statistischen Signifikanz der Ergebnisse gelegt werden. Die Aufgabe dieser Testverfahren ist es, zu ermitteln, ob abnormale Renditen sowie kumulative durchschnittliche abnormale Renditen statistisch signifikant von null verschieden sind.[952] Die Betrachtung vergleichbarer Studien, insbesondere für den US-amerikanischen Kapitalmarkt, liefert dabei Erkenntnisse hinsichtlich der üblichen Testverfahren: So wird in der Mehrheit der Literatur einzig ein t-Test angegeben; lediglich eine Minderheit in der Literatur liefert alternativ oder auch ergänzend Angaben zum Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest.[953]

Auch die vorliegende Untersuchung orientiert sich am bisherigen Vorgehen in der Literatur. So wird sowohl ein einfacher t-Test als auch der Wilcoxon-Vorzeichen-

---

951 Vgl. MacKinlay (1997), S. 15; Bowman (1983), S. 571-773; Holzapfel (2003), S. 202.

952 Vgl. exemplarisch Padberg (1995), S. 219-228; Oerke (1999), S. 80-88; MacKinlay (1997), S. 28.

953 Insgesamt wurden für diese Analyse 32 vergleichbare Studien einbezogen, in welchen Angaben zum verwendeten Testverfahren gemacht wurden. Vgl. exemplarisch für einen verwandten t-Test: Griffin/Jones/Zmijewski (1995); Chan/Fong (1996); Han/Suk (1996); vgl. für einen Wilcoxon Test: Ferreira/Smith (2002).

Rangtest für den Median zur Überprüfung der statistischen Signifikanz eingesetzt.[954]

Bei dem einfachen **t-Test** handelt es sich um ein parametrisches Testverfahren.[955] Insbesondere bei kleineren Stichproben setzt dieses Verfahren voraus, dass die abnormalen Renditen normalverteilt sind;[956] gegenüber Abweichungen von der Normalität verhält sich der t-Test jedoch robust.[957] Berechnen lässt sich der einfache t-Wert, indem für jeden Tag in der Ereignisperiode der Mittelwert der abnormalen Renditen und deren Standardabweichung sowie die Wurzel der Anzahl berücksichtigter Ereignisse berechnet wird. Formal stellt sich die Ermittlung wie folgt dar:

Formel 5-16: $$t = \sqrt{N}\,\frac{DAR_t}{S(DAR_t)}$$

mit:

N	=	Anzahl der Ereignisse.
DAR_t	=	Mittelwert der abnormalen Renditen Zeitpunkt t.
$S(DAR_t)$	=	Standardabweichung der abnormalen Renditen zum Zeitpunkt t.

Für den Fall der kumulierten abnormalen Rendite mit Beginn zum Zeitpunkt T1 und Ende zum Zeitpunkt T2 ergibt sich folgende Teststatistik:[958]

Formel 5-17: $$t = \sqrt{N}\,\frac{DCAR_{T1,T2}}{S(DCAR_{T1,T2})}$$

mit:

N	=	Anzahl der Ereignisse.
$DCAR_{T1,T2}$	=	Mittelwert der kumulierten abnormalen Renditen für die Periode t=T1 bis t=T2.

954 Vgl. Brakmann (1991), S. 214f.; Padberg (1995), S. 219-222.

955 Vgl. exemplarisch Bortz (1999), S. 137-140; Janssen/Laatz (2003), S. 310f.; Bamberg/Baur (2001), S. 192-194.

956 Vgl. Oerke (1999), S. 80-82; Werner (1999), S. 25f. Vgl. für eine gute Gegenüberstellung der einzelnen Testverfahren Padberg (1995), S. 220f. Verweist darauf, dass nach dem zentralen Grenzwertsatz der Statistik die Normalverteilungsannahme bei genügend großer Stichprobe gewährleistet sein sollte. Vgl. für Gegenmeinung Möller (1985), S. 507f.

957 Vgl. Winer/Brown/Michels (1991), S. 66.

958 Vgl. Padberg (1995), S. 200.

$S(DCAR_{T1,T2})$ = Standardabweichung der kumulierten abnormalen Renditen der Periode t=T1 bis t=T2.

Im Gegensatz zum t-Test setzt der **Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest für den Median** keine Normalverteilung der abnormalen Renditen voraus. Gefordert wird durch diesen Test lediglich, dass die abnormalen Renditen voneinander unabhängige Zufallsvariablen sind sowie deren Verteilung stetig und symmetrisch um den Median angeordnet ist.[959] Berücksichtigung finden durch dieses Testverfahren die Anzahl positiver Vorzeichen sowie die Differenz zwischen beobachteter abnormaler Rendite und hypothetischem Median. Formal geprüft werden die Hypothesen

H_0: Der Median der abnormalen Rendite ist gleich Null.
H_1: Der Median der abnormalen Rendite ist ungleich Null.

Die Berechnung der Prüfgröße Z vollzieht sich dabei in mehreren Schritten: Zunächst wird die Differenz zwischen abnormaler Rendite und dem (hypothetischen) Median der Stichprobe gebildet. Anschließend werden die Beträge der Differenzen in eine aufsteigende Reihenfolge gebracht und jeder Differenz ein entsprechender Rang zugeordnet. Aus der Summe der positiven Ränge ermittelt sich W^+. Bei großen Stichproben (n>30) wird für W^+ approximativ eine Normalverteilung angenommen. Die Prüfgröße Z ermittelt sich wie folgt:[960]

Formel 5-18:
$$Z = \frac{W^+ - \frac{n \cdot (n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n \cdot (n+1) \cdot (2n+1)}{24}}}$$

mit:

W^+ = Summe der Ränge mit positiven Differenzen
n = Größe der Stichprobe (höchste Rangzahl)

Im Ergebnis gelingt es mit den beiden vorgestellten Verfahren sowohl einen parametrischen als auch einen nicht-parametrischen Signifikanztest zur Analyse der

---

959 Vgl. Hartung (1991), S. 242; Brakmann (1991), S. 215f.; Oerke (1999), S. 83-86; Padberg (1995), S. 221f.

960 Der Zähler bezeichnet die Rangsumme der (beobachteten) positiven Abweichungen der abnormalen Renditen abzüglich der erwarteten positiven Abweichungen vom Median; die Standardabweichung der positiven Rangsumme steht im Nenner.

Ergebnisse heranzuziehen.[961] Der t-Test wird darüber hinaus auch zur Bestimmung von Mittelwertunterschieden herangezogen.[962] Zur erhöhten Übersichtlichkeit werden dabei die Ergebnisse des t-Tests primär innerhalb des Texts diskutiert, während die Angaben zum ergänzenden Wilcoxon-Test im Anhang angegeben werden.

5.4 Diskussion der Normalverteilung abnormaler Renditen

Unter den zahlreichen zur Überprüfung der Normalverteilung verwandten Verfahren hat insbesondere der Kolmogorov-Smirnov-Test eine hohe Akzeptanz und Verwendung gefunden. Der letztgenannte Test wird mit der Lilliefors-Korrektur angewendet, sofern - wie in der vorliegenden Untersuchung - eine Schätzung der Parameter aus den vorhandenen Daten notwendig ist.[963] Für eine umfassende Diskussion des Designs dieses Normalverteilungstests wird an dieser Stelle auf die Werke von Eckstein, Janssen/Laatz und Poddig/Dichtl/Petersmeier verwiesen.[964] Für den Zweck der vorliegenden Arbeit sollen die kumulierten abnormalen Renditen (CARs) der Ereignisperiode sowie weitere für die Mittelwertvergleiche relevante CARs mittels des Kolmogorov-Smirnov-Tests einer Überprüfung unterzogen werden.

Die Ergebnisse dieser Überprüfung werden in Tabelle 8-1 und Tabelle 8-2 präsentiert. Insgesamt kann für einen Großteil der kumulierten abnormalen Renditen mit der in den Sozialwissenschaften üblichen Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 Prozent die Nullhypothese normalverteilter Residuen abgelehnt werden. Besonders ausgeprägt erscheint diese Tendenz bei den Kaufempfehlungen, die durch eine vergleichsweise größere Stichprobe gekennzeichnet sind.

Dieses Resultat ist grundsätzlich nicht ganz unproblematisch für die Durchführung des t-Tests, welcher streng genommen auf der Normalverteilungsannahme basiert.[965] Dieses Ergebnis wird jedoch dadurch relativiert, dass bei großen Stichpro-

---

961 Vgl. zur Kritik an diesen Verfahren: Padberg (1995), S. 222: die Überrenditen gehen bei den vorgestellten Verfahren zu gleichen Teilen in die Berechnung ein und werden nicht standardisiert. Vgl. Berry/Gallinger/Henderson (1990), S. 70-72, 85f. für eine Abwägung von parametrischen gegenüber nicht-parametrischen Testverfahren im Rahmen von Ereignisstudien.

962 Vgl. für eine detaillierte Beschreibung des t-Tests zur Analyse von Mittelwertunterschieden: Hauser (2003), S. 173-178; Eichinger (2001), S. 140-142.

963 Vgl. Wiseman (2004), S. 6.

964 Vgl. Eckstein (2000), S. 107-114; Janssen/Laatz (2003), S. 217-219; Poddig/Dichtl/Petersmeier (1999), S. 323-329: alternativ möglich wäre auch der Jarque-Bera-Test oder der Shapiro-Wilk Test zur Überprüfung der Normalverteilung.

965 Vgl. Poddig/Dichtl/Petersmeier (2001), S. 328.

ben[966] durch die Art des Normalverteilungstests schon sehr kleine Abweichungen zur statistischen Ablehnung der Normalität führen können, selbst wenn die inhaltlichen Unterschiede begrenzt sind. Janssen/Laatz raten denn auch vor „allzu schematischer Anwendung der Normalverteilungstests“[967] ab. Um das Paradoxon einer wahrscheinlicheren Ablehnung der Normalität bei größeren Stichproben zu umgehen, schlagen die beiden letztgenannten Autoren die Entwicklung neuer Kennzahlen vor wie beispielsweise Zusammenhangsmaße, die den Übereinstimmungsgrad zur Normalverteilung ausdrücken, oder Maßzahlen, die Grenzfälle noch akzeptabler Verteilungen beziffern.[968]

In Ermangelung dieser Neuentwicklungen können Normalverteilungsdiagramme, auch „Normalverteilungsplots“ genannt,[969] eingesetzt werden, um die Abweichungen von der Normalität graphisch zu illustrieren und besser einzuschätzen. Diese Normalverteilungsdiagramme wurden für alle relevanten CARs berechnet und in Abbildung 61 exemplarisch für den Zeitraum [-25;+25] präsentiert. Es wird dabei deutlich, dass die Abweichungen von der Normalität insbesondere die Verteilungsenden betreffen.[970] Die ebenfalls dargestellten Boxplots zeigen darüber hinaus eine relativ symmetrische Verteilung der oben genannten kumulierten abnormalen Rendite [-25;+25], was einen weiteren Anhalt für die Verwendung des t-Tests liefert.[971] Zudem verweisen Padberg und Pöddig/Dichtl/Petersmeier darauf, dass nach dem zentralen Grenzwertsatz der Statistik die Normalverteilungsannahme bei genügend großer Stichprobe gewährleistet sein sollte[972] So ist bei hinreichend großem n die Summe von n unabhängigen und identisch verteilten Zufallsvariablen approximativ normalverteilt. Theoretisch lässt sich mithin die Verwendung des t-Tests mit dem zentralen Grenzwertsatz begründen.[973] Zusätzlich weisen Winer/Brown/Michels in diesem Zusammenhang darauf hin, dass der t-Test „robust gegenüber Abweichungen von der Normalität“[974] ist. Auch Janssen/Laatz vertreten die Auffassung, dass durch die Robustheit der meisten Tests „mehr oder weniger

966 Dies gilt insbesondere bei Stichproben über 50.
967 Janssen/Laatz (2003), S. 219.
968 Vgl. Janssen/Laatz (2003), S. 218f.
969 Vgl. zur Konstruktion eines Normalverteilungsplots: Eckstein (2000), S. 103-106; Janssen/Laatz (2003), S. 217f.
970 Vgl. für Arbeiten, die sich mit der bisherigen Unterschätzung extremer Kapitalmarktereignisse und verbesserten Schätzverfahren beschäftigt: Wagner (2003a), S.317-319; Wagner (2003b), S. 321-326.
971 Vgl. für Hintergrundinformationen zu Box Plots: Eckstein (2000), S. 98-102.
972 Vgl. Padberg (1995), S. 220f.; Pöddig/Dichtl/Petersmeier (2001), S. S. 317-323; 329.
973 Vgl. Poddig/Dichtl/Petersmeier (1999), S. 317-323; 329.
974 Winer/Brown/Michels (1991), S. 66.

große Abweichungen von der Normalverteilungsannahme hingenommen werden können“[975]. Vor diesem Hintergrund folgt auch die vorliegende Arbeit der Mehrheit der US-amerikanischen Literatur zur Sekundärinformation und verwendet trotz der nicht problemfreien Normalverteilungsannahme den t-Test zur Bestimmung der statistischen Signifikanz.[976]

5.5 Zwischenfazit

Im vorliegenden fünften Kapitel wurde das Untersuchungsdesign erläutert, um die Kursreaktion auf publizierte Analystenempfehlungen zu analysieren. Die geeignete und in der Literatur weit verbreitete Methodik hierfür stellen so genannte Ereignisstudien (Event Studies) dar.[977] Die Struktur einer Ereignisstudie folgt dabei einem vergleichsweise einheitlichen Aufbau. In diesem Zusammenhang orientiert sich die vorliegende Arbeit an der Systematisierung nach Bowman, der Ereignisstudien in fünf Einzelschritte unterteilt.[978] Diese Systematisierung beginnt mit der Identifikation der Ereignisse und dem Aufstellen von Hypothesen in Bezug auf die Kurswirkung. Es folgt die Berechnung und anschließende Gruppierung der abnormalen Renditen bevor im letzten Schritt die Ergebnisse analysiert und interpretiert werden.

Die für die vorliegende Arbeit relevanten Ereignisse werden definiert als „die von Finanzanalysten ausgehenden Kauf- oder Verkaufsempfehlungen, welche Unternehmen mit einer Notierung am Neuen Markt betreffen und die im Zeitraum vom 1.1.2001 bis zum 31.12.2001 im Handelsblatt oder in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung publiziert wurden“. Um den dabei auftretenden zeitlichen Überlappungen von Ereignissen gerecht zu werden, wird ein spezielles Vorgehen zur Ereignisidentifikation und -einordnung vorgeschlagen. Dieses Vorgehen ermöglicht die Elimination nicht-gleichgerichteter Ereignisse sowie die Kategorienbildung und spätere Analyse gleichgerichteter Ereignisse.[979]

---

975 Janssen/Laatz (2003), S. 217f: weisen auch darauf hin, dass die meisten Tests relativ robust gegenüber der Normalverteilungsannahme sind.

976 Dies beinhaltet auch die Überprüfung der Signifikanz von Mittelwertunterschieden unterschiedlicher Gruppen.

977 Vgl. Brakmann (1991), S. 138.

978 Vgl. Bowman (1983), S. 563-573.

979 Vgl. Foster (1980), S. 57; May (1993), S. 65f.

Konsistent zur bisherigen Literatur zu Sekundärinformationen wird das Datum der ersten Publikation einer Analystenempfehlung in Handelsblatt und FAZ als Ereignistag definiert. Das Zeitintervall von -25 bis +25 Tagen um diesen Ereignistag herum beschreibt die Ereignisperiode. Hierbei wurde mit 51 Tagen eine Länge gewählt, die in vergleichbaren Studien sehr häufig verwandt wurde und zudem die Berücksichtigung von Reversal-Effekten ermöglicht. Bei der Wahl des gesamten Kalenderjahrs 2000 als relevanter Schätzperiode für alle Ereignisse stand das Bestreben im Vordergrund, dem Problem der Parameterstabilität Rechnung zu tragen.[980]

Für die Renditeberechnung werden tägliche Aktiendaten verwendet, die mittels der „Operation Blanche“ adjustiert wurden.[981] Um den Einfluss des zu untersuchenden Ereignisses zu bestimmen, ist es notwendig, die so genannten abnormalen Renditen zu berechnen, welche sich aus der Differenz von tatsächlich beobachteten und erwarteten Renditen ergeben.[982] Für die Berechnung der erwarteten Rendite existieren verschiedene Preiserwartungsmodelle, von denen die Methode der mittelwertbereinigten Renditen, die Methode der marktbereinigten Renditen, das Marktmodell sowie weitere Ansätze wie das CAPM oder die Arbitrage Pricing Theory näher diskutiert wurden.[983] Aufgrund der für den Neuen Markt besonders kritischen Annahme der Beta-Stationarität beim Marktmodell wird die Renditeberechnung im Schwerpunkt mit der Methode der marktbereinigten Renditen durchgeführt. Aufgrund der weiten Verbreitung werden jedoch auch die Ergebnisse des Marktmodells ergänzend im Anhang präsentiert. Als Referenzindex wird der speziell auf Wachstumsunternehmen zugeschnittene ehemalige Nemax All Share Index verwendet. Die aggregierte Betrachtung abnormaler Renditen erfolgt mit Hilfe der CAR-Methodik, welche eine wertmäßig gleiche Investition in die Wertpapiere des Portfolios impliziert.[984] Zur Ergebnisanalyse wird der t-Test als parametrisches und der Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest als nicht-parametrisches Testverfahren eingesetzt.[985] Der Kolmogorov-Smirnov-Test als auch die Normalverteilungsdiagramme geben einen Hinweis darauf, dass die kumulierten abnormalen Renditen

---

980 Vgl. Hauser (2003), S. 168; auch mag das relativ lange Intervall zu guten Schätzungen führen.

981 Zur Bereinigung kann die retrograde und die progessive Adjustierung verwendet werden: vgl. Grandjean (1992), S. 92-99; Oerke (1999), S. 71f.; für sehr ausführliche Darstellung: Sauer (2002), S. 4-11.

982 Vgl. Strong (1992), S. 533; MacKinlay (1997), S. 14-17; May (1993), S. 68f.

983 Vgl. Brakmann (1991), S. 147-149; Oerke (1999), S. 77f.

984 Vgl. Oerke (1999), S. 72f.; Holzapfel (2003), S. 200; Bowman (1983), S. 569-572.

985 Vgl. zur Kritik hieran: Padberg (1995), S. 222.

insbesondere an den Verteilungsenden von der Normalität abweichen. Aufgrund einer insgesamt symmetrischen Renditeverteilung und einer hohen Robustheit des t-Tests gegenüber Abweichungen von der Normalität lässt sich jedoch weiterhin die auch in der Literatur stark verbreitete Anwendung des t-Tests begründen.[986] Nach Diskussion des generellen Untersuchungsdesigns widmet sich das nachfolgende sechste Kapitel der empirischen Analyse der Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen.

[986] Vgl. Winer/Brown/Michels (1991), S. 66; Poddig/Dichtl/Petersmeier (1999), S. 317-323; 329; zudem sollte gemäß dem zentralen Grenzwertsatz der Statistik die Normalverteilungsannahme bei genügend großer Stichprobe gewährleistet sein.

6 Empirische Analyse zur Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen

6.1 Überblick

Nachdem sich das vorangegangene Kapitel mit der generellen Methodik einer Ereignisstudie auseinandergesetzt hat, sollen im sechsten Kapitel die Ergebnisse der eigenen Ereignisstudie zur Marktwirkung von Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse diskutiert werden. Im Anschluss an die Diskussion der deskriptiven Analyse ist es hierfür zunächst notwendig, auf Basis der in Kapitel 4 beschriebenen Erklärungsansätze Hypothesen zu entwickeln, die einer späteren Überprüfung unterzogen werden sollen. Zunächst werden zu diesem Zweck in einer Gesamtanalyse die durchschnittlichen abnormalen Renditen (AR) und kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen (CAR) präsentiert, wobei die Berechnung gemäß der Methode marktadjustierter Renditen und ergänzend auch nach dem Marktmodell durchgeführt wird. Es schließt sich eine partialanalytische Betrachtung an, welche den Einfluss spezifischer Faktoren beleuchtet, bevor innerhalb der multivariaten Analysen die gemeinsame, interdependente Wirkung der einzelnen Faktoren einer Untersuchung unterzogen wird. Nachfolgend werden zunächst die Auswahl der Stichprobe, die damit zusammenhängende Datenbasis sowie die deskriptiven Analysen dargestellt.

6.2 Stichprobe, Datenbasis und deskriptive Analysen

6.2.1 Auswahl der Stichprobe

Es gilt im Folgenden aus der Menge aller Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse die für diese Arbeit relevante Stichprobe auszuwählen. Zu diesem Zweck muss zunächst eine zeitliche Abgrenzung der Untersuchungsperiode vorgenommen werden. Anschließend folgt die sachliche Abgrenzung in Bezug auf die Auswahl der empfohlenen Unternehmen und in Bezug auf die einbezogenen Medien.

6.2.1.1 Zeitliche Abgrenzung

Der Untersuchungszeitraum der Ereignisstudie umfasst die Periode vom 1.1.2001 bis zum 31.12.2001. Diese spezifische Periode wurde vor dem Hintergrund ausgewählt, dass zum einen eine ausreichend große und damit auch aussagekräftige An-

zahl an Ereignissen für die weiteren Analyseschritte erzielt werden sollte; diese Anzahl zum anderen aber auch im Rahmen der Arbeit handhabbar bleiben sollte. Durch die Eingrenzung auf das Jahr 2001 beschränkt sich diese Arbeit auf eine einzige Börsenphase; Unterschiede in den Auswirkungen verschiedener Börsenphasen finden somit keine Berücksichtigung.[987] Wie die nachfolgenden Abbildungen verdeutlichen, war die Börsenentwicklung des Neuen Marktes durch eine ausgesprochene Baisse-Phase über das Jahr 2001 hinweg gekennzeichnet; in der Spitze liegen die Kursverluste im Neuen Markt bei über 60 Prozent des Ausgangswertes 2001. Abgesehen von der Zeit nach den Ereignissen des 11. September entwickeln sich der DAX und SDAX demgegenüber vergleichsweise stärker seitwärts.[988] Die zuvor beschriebene Aktienmarktentwicklung im Jahr 2001 spiegelt sich auch in den beiden unten dargestellten Abbildungen wider.[989]

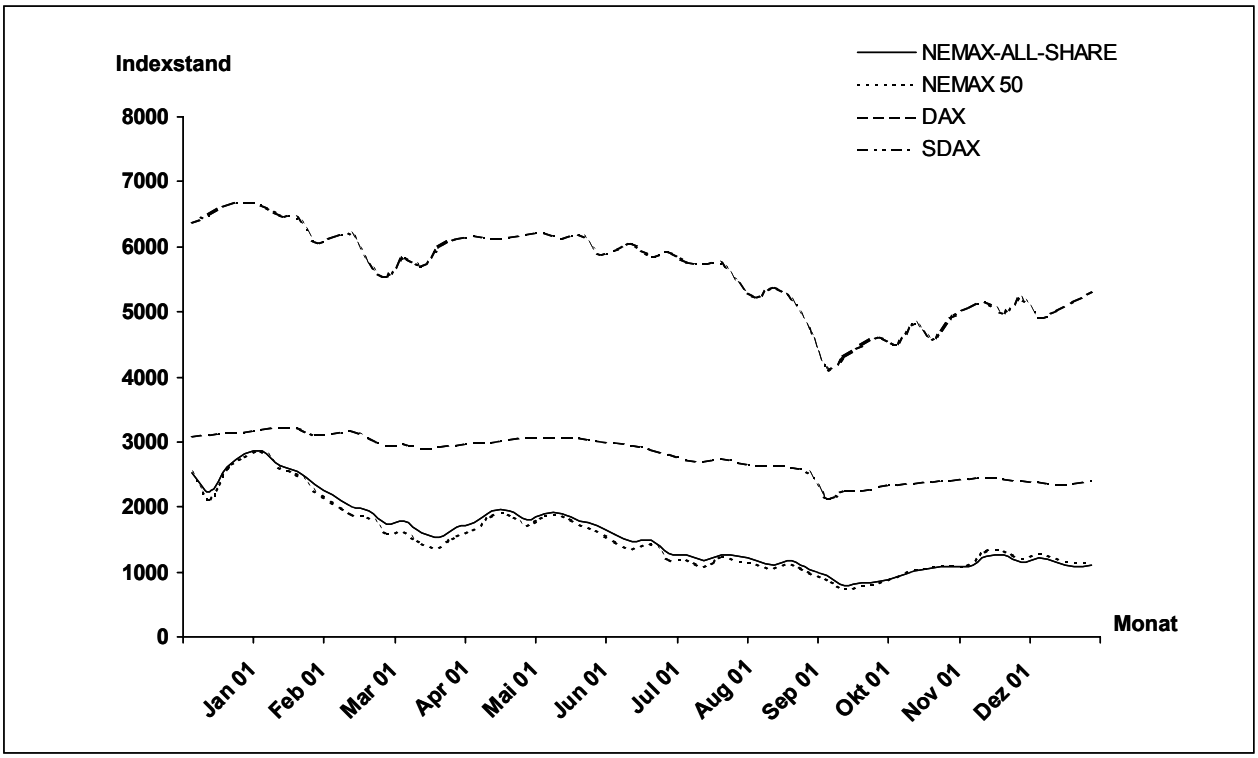


Abbildung 38: Kursentwicklung des NEMAX-All-Share, des NEMAX 50 sowie des DAX und SDAX im Jahr 2001[990]

---

987 Vgl. Padberg (1995), S. 190f. Berücksichtigt verschiedene Börsenphasen durch die Wahl einer Untersuchungsperiode von 1972 bis 1991.

988 Vgl. Brakmann (1991), S. 216-218; Padberg (1995), S. 190f.

989 Zur besseren Vergleichbarkeit wurden die Indexstände in Abbildung 39 indiziert auf 100 Prozent zum 2. Jan. 2001.

990 Quelle: Datastream Thomson Financial. Eigene Darstellung.

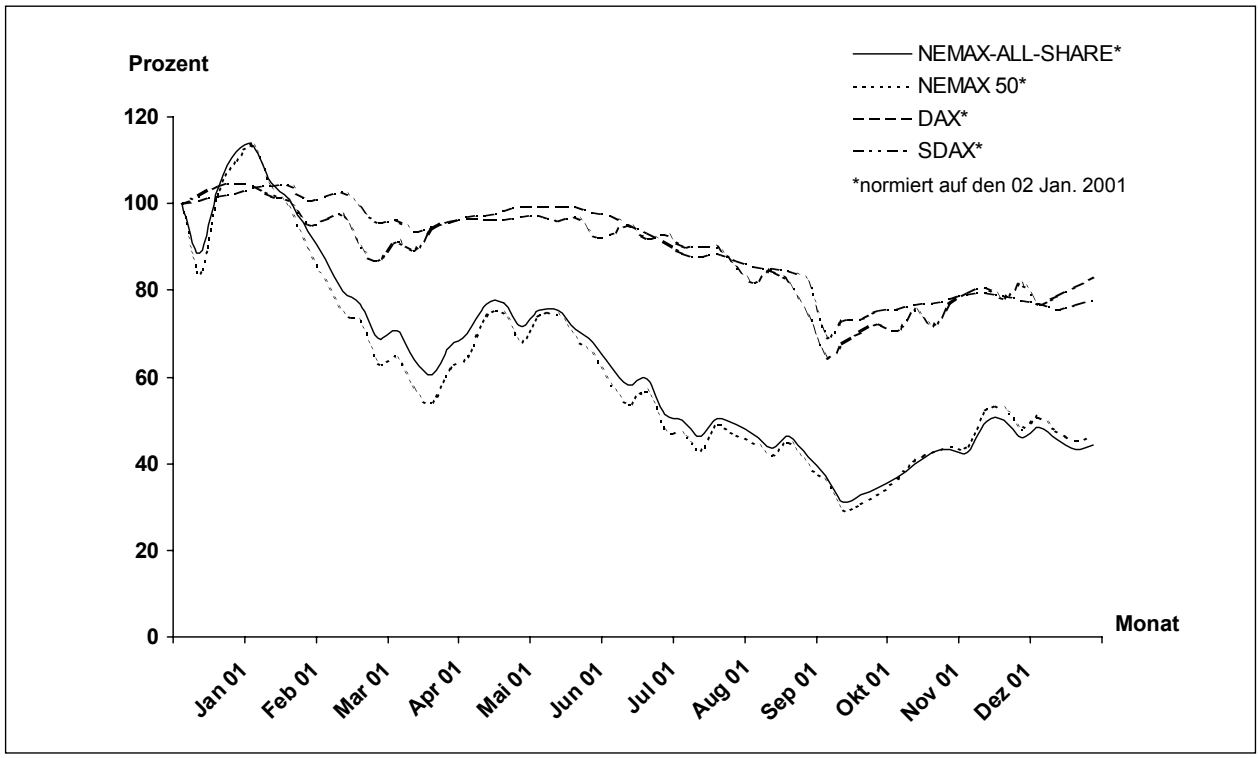


Abbildung 39: Normierte Entwicklung der Indizes NEMAX-All-Share, NEMAX 50, DAX und SDAX im Jahr 2001[991]

Parallel zum Abwärtstrend am Aktienmarkt war auch auf dem Neuemissionsmarkt ein sehr starker Einbruch zu verzeichnen. So sank die Anzahl der Neuemissionen im deutschen Kapitalmarkt von 160 im Jahr 2000 auf lediglich 22 im darauf folgenden Jahr.[992]

6.2.1.2 Sachliche Abgrenzung anhand der Neuer-Markt-Notierung

Neben der zeitlichen Abgrenzung der Stichprobe ist auch eine sachliche Abgrenzung in Bezug auf die Auswahl der einbezogenen Unternehmen vorzunehmen. Die vorliegende Arbeit untersucht, wie zuvor in Abschnitt 2.3 diskutiert, speziell die Kurswirkung bei Wachstumsunternehmen. Da eine Notierung am Neuen Markt als Zulassungsvoraussetzung ein gewisses Wachstum bedingen sollte,[993] wird als Rahmenbedingung für die Auswahl der Stichprobe festgelegt, dass alle über das gesamte Kalenderjahr 2001 am Neuen Markt notierten Unternehmen in die Unter-

991 Quelle: Datastream Thomson Financial. Eigene Darstellung.
992 Vgl. Blättchen/Nespethal (2002), S. 119f.
993 Vgl. Deutsche Börse AG (2001a), S. 1-10; Deutsche Börse AG (2001b), 1f.

suchung einzubeziehen sind.[994] Zur Vermeidung von Verzerrungen wurden darüber hinaus Unternehmen ausgeschlossen, die 2001 ein Insolvenzverfahren einleiten mussten.

6.2.1.3 Sachliche Abgrenzung anhand der Medienauswahl

Mit steigendem Kapitalmarktinteresse der Bevölkerung werden auch Analystenempfehlungen in einer größeren Vielzahl von den Medien diskutiert. Neben dem Fernsehen und in verstärktem Maße auch den elektronischen Medien wie dem Internet, Chaträumen[995] oder auch elektronischen Informationssystemen (Bloomberg, Reuters oder GDI) werden Analystenempfehlungen insbesondere auch in den Printmedien verbreitet.[996]

Um der Fokussierung auf Sekundärinformationen Rechnung zu tragen und die Vergleichbarkeit mit den bedeutendsten US-amerikanischen Studien zu diesem Themenkomplex zu gewährleisten, soll der Fokus dieser Arbeit auf die letztgenannten Printmedien gelegt werden.[997] Dabei stehen insbesondere überregionale Tageszeitungen mit Schwerpunkt in der Finanz- und Wirtschaftsberichterstattung im Mittelpunkt des Interesses. Dies hat den Grund, dass private Investoren i.d.R. nur beschränkten Zugang zu Analystenstudien haben und folglich in besonderem Maße auf die Berichterstattung der Tageszeitungen zu Analystenstudien angewiesen sind.[998] Um aus der Vielzahl überregionaler oder vermeintlich überregionaler Tageszeitungen, welche Analystenempfehlungen publizieren, die geeigneten Untersuchungsobjekte auszuwählen, ist es zunächst notwendig, diejenigen Tageszeitungen mit annähernd bundesweiter Verbreitung anhand von verschiedenen Kriterien zu vergleichen.

Es ist anzunehmen, dass die Wirkung von Sekundärinformationen von der Reputations- und Qualitätseinschätzung einer Tageszeitung, der Größe des Leserkreises

---

994 Vgl. Padberg (1995), S. 192-195.

995 Vgl. exemplarisch zu den Determinanten von Nachrichten in Chaträumen Wysocki (2002), S. 1ff.

996 Die 3-Sat Börsensendung sei beispielhaft für Analystenempfehlungen im deutschen Fernsehen und Wallstreetonline.de beispielhaft für einen Chatraum genannt. Vgl. Kapitel 4.2.2 und 4.2.3 dieser Arbeit. Vgl. auch zu den abnormalen Kursausschlägen im Hinblick auf die 3-Sat-Börsensendung Gerke (1998), S. 39

997 Die Vergleichbarkeit soll insbesondere zu den Studien bezüglich der Heard-on-the-Street-Kolumne des Wall Street Journals hergestellt werden. Vgl. Kapitel 4.2.2.1.

998 Eine wechselseitige Beeinflussung der Analysten durch ihre Wahrnehmung der Berichterstattung ist ebenfalls denkbar.

sowie dessen Bereitschaft bzw. Möglichkeit zur Aktieninvestition beeinflusst wird. Diese Maßgrößen sollen daher als Kriterien herangezogen werden, um die Eignung der jeweiligen Tageszeitungen für den Zweck der Ereignisstudie zu beurteilen.

Die Reputations- bzw. Qualitätseinschätzung, speziell des Wirtschaftsteils, kann durch Befragungen approximiert werden. Hierbei greift die vorliegende Arbeit auf die Ergebnisse einer Umfrage des Medien Tenor, Institut für Medienanalysen, unter 85 Wirtschaftsjournalisten vom Sommer 2003 zurück. Wirtschaftsjournalisten beschäftigen sich intensiv mit der Lektüre verschiedener Zeitungen und können aus diesem Grund auch als Experten bei der Beurteilung der Wirtschaftsberichterstattung in unterschiedlichen Printmedien angesehen werden. Es ist daher anzunehmen, dass die in der Umfrage als unverzichtbar eingeschätzten Zeitungen auch bei Investoren eine hohe Wertschätzung genießen.[999]

Die Größe oder Breite der Leserschaft kann zum einen approximiert werden durch die **verkaufte Auflage** einer Zeitung, zum anderen durch die so genannte **Reichweite**.[1000] Die Reichweite drückt dabei aus, wie viele (Ziel-)Personen eine bestimmte Zeitung durchschnittlich erreicht.[1001] Aber nicht nur die reine Anzahl an Lesern, sondern auch die Struktur der Leserschaft ist für die Wirkung bzw. den Einfluss von Sekundärinformationen in einer bestimmten Zeitung von Bedeutung. Dabei kann der Anteil der an **Geld- und Kapitalanlagen interessierten Leser** als ein Indiz für die Bereitschaft der Leser, auf bestimmte Empfehlungen zu reagieren, gesehen werden.

Die **Einkommensstruktur** oder der **Finanzierungsspielraum** der Leserschaft spiegeln darüber hinaus zu einem gewissen Grad auch das entsprechende Potential der Leser wider, eine Aktienanlage tätigen zu können.[1002] Inwiefern bestimmte Lesergruppen einer Tageszeitung andere Personengruppen beeinflussen und im Fall einer publizierten Analystenempfehlung möglicherweise auch zum Aktienkauf/-

---

999 Vgl. Medien Tenor (2003a), S. 35f.

1000 Die Reichweite der LAE 2001 betrifft die bereits ausgewählte Gruppe der Entscheidungsträger in Wirtschaft und Verwaltung. Die Reichweite nach LAE kann daher nicht nur als Approximation für die Größe, sondern in der Tendenz auch als Näherung für das Anlagepotenzial einer Leserschaft gelten.

1001 Vgl. Berekoven/Eckert/Ellenrieder (2001), S. 173.

1002 Der Finanzierungsspielraum wird definiert als das persönlich frei verfügbares Geld in Höhe von DM 1.000 (= € 511,29) oder mehr (nach Abzug der Lebenshaltungskosten). Vgl. AWA (2002).

verkauf animieren, kann durch die **Persönlichkeitsstärke** bzw. den Anteil der Spitzenkräfte an der Leserschaft der Zeitungen approximiert werden.

Die zuvor beschriebenen Maßgrößen werden in der Regel für die Zwecke der Werbewirtschaft erhoben. Diese Kennzahlen dienen Werbetreibenden als Grundlage für die Beurteilung von Anzeigen in den betreffenden Publikationen und dienen somit letztlich auch als Basis für die Allokation der Werbemittel.[1003] Für den deutschsprachigen Raum bestehen eine Vielzahl von verschiedenen so genannten **Markt-Media-Studien**, welche die oben genannten Daten mit jeweils leicht differenziertem Schwerpunkt untersuchen. Diese Markt-Media-Studien werden teils in Eigenregie durchgeführt; teils aber auch in größeren Gemeinschaftsuntersuchungen.[1004] Zur letzteren Kategorie gehören die Media-Analyse (MA) der Arbeitsgemeinschaft Media-Analyse e.V. und die Allensbacher Werbeträger-Analyse (AWA), welche neben insgesamt 216 Zeitschriften auch Tageszeitungen, bestimmte Kundenzeitschriften und sogar Hörfunk- und Fernsehangebote untersucht. Beide Untersuchungen streben dabei an, ein breites Spektrum an soziodemographischen Daten zur Struktur der Leserschaft (bzw. Zuschauer/-hörer) zu erheben. Darüber hinaus werden verschiedene Spezialthemen in gesonderten Publikationen behandelt. Beispiele hierfür sind die „Leseranalyse Entscheidungsträger in Wirtschaft und Verwaltung“ (LAE) sowie die „Allensbach Computer und Telekommunikation Analyse“ (ACTA). Die erstgenannte Studie analysiert speziell das Leseverhalten von Entscheidungsträgern, während die letztgenannte Untersuchung das Telekommunikations- oder Computernutzungsverhalten von bestimmten Leserschaften beleuchtet.

In der Tendenz ist den Anzeigenerlösen insbesondere bei den überregionalen Qualitätszeitungen eine hohe Bedeutung für den Unternehmenserfolg beizumessen. Neben den eher unabhängigen Gemeinschaftsuntersuchungen werden Untersuchungen auch von Gesellschaften herausgegeben, die bestimmten Mediengruppen/Tageszeitungen nahe stehen.[1005] Den sich hieraus ergebenden potenziellen Interessenkonflikt versucht die vorliegende Arbeit auszugleichen, indem alle dem Autor verfügbaren Informationsquellen in der nachfolgenden Gegenüberstellung

---

1003 Vgl. Berekoven/Eckert/Ellenrieder (2001), S. 173f.

1004 Die Börsenzeitung gehört zu denjenigen Zeitungen, die nicht an einer der großen Gemeinschaftsuntersuchungen teilgenommen, sondern lediglich selektiv eigene Leserdaten ermittelt hat: vgl. Börsenzeitung (2002a), S. 1-6, 14; Börsenzeitung (2002b), S. 17f.

1005 Beispielsweise GWP/Handelsblatt und LAE; vgl. LAE (2001), S. 57.

berücksichtigt werden. Darüber hinaus unterliegen die Auflagenzahlen des Instituts zur Verbreitung von Werbeträgern (IVW) einer freiwilligen Selbstkontrolle, welche die Glaubwürdigkeit dieser Angaben maßgeblich erhöht.[1006] Gegenübergestellt werden in Tabelle 6-1 die zuvor beschriebenen Daten der überregionalen Tageszeitungen Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), Financial Times Deutschland (FTD), Süddeutsche Zeitung (SZ), Die Welt sowie Börsenzeitung. Deutlich werden dabei die unterschiedlichen Profile der Zeitungen. Die auflagenstärksten Tageszeitungen stellen die Süddeutsche und Frankfurter Allgemeine Zeitung, gefolgt von der Welt, dar. Auch innerhalb der breiteren AWA- und MA-Untersuchungen erhalten die FAZ und SZ entsprechend die höchsten Werte in Bezug auf die Reichweite; demgegenüber nimmt das Handelsblatt zusammen mit der FAZ in der engeren, auf Leistungsträger beschränkten LAE-Media-Analyse einen der vorderen Plätze ein. In Übereinstimmung mit der letztgenannten Analyse ist auch der Anteil der Spitzenkräfte an der Leserschaft von Handelsblatt und FAZ überdurchschnittlich hoch.[1007]

In Bezug auf das persönlich verfügbare Einkommen als auch das frei verfügbare Geld (nach Abzug der Lebenshaltungskosten) nehmen die auflagenstärksten Zeitungen FAZ, SZ und Welt absolut betrachtet die forderen Plätze ein.[1008] Relativ zur Auflagenhöhe gesehen, stellt sich jedoch wiederum die Position des Handelsblattes als sehr stark heraus. Die daraus erwachsende Vermutung eines überproportionalen Kapitalmarktinteresses der Handelsblatt-Leser wird untermauert durch den absoluten Spitzenwert, den das Handelsblatt beim Anteil der an Geld- und Kapitalanlagen interessierten Leser erreicht; gefolgt wird es von der FTD sowie der FAZ und Welt. Vergleichsweise weniger stark ausgeprägt scheint dieses Interesse bei Lesern der Süddeutschen Zeitung zu sein.

[1006] Vgl. Berekoven/Eckert/Ellenrieder (2001), S. 174.
[1007] Vgl. zur Reichweite und Auflage der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, FAZ (2002a,b), S. 1ff.
[1008] Vgl. Institut für Demoskopie Allensbach (1999), S. 4ff.

ZEITSCHRIFTEN	Rangplatz in der Medien Tenor Umfrage der unverzichtbaren Printmedien	Ver-kaufte Auflage (IVW 2001)	Reich-weite (LAE 2001)	Reich-weite (LAE 2001)	Reich-weite (MA 2002)	Anteil Spitzen-kräfte (AWA 2001)	Anteil, an Geld- und Kapital-anlagen interessierten Lesern (AWA 2001)	Verfügbares Einkommen i.H.v. >DM 5000 (AWA 1999)	Persönlich frei verfügbares Geld i.H.v. >1000 DM pro Monat (AWA 1999)
Handelsblatt	1	155.823	0,61 Mio. (0,9 %)	251.000 (11,7 %)	0,51 Mio. (0,8 %)	62,9%	67,8%	0,15 Mio.	0,18 Mio.
Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)	2	395.188	1,17 Mio. (1,8 %)	264.000 (12,3 %)	0,86 (1,3 %)	62,2%	44,3%	0,36 Mio.	0,41 Mio.
Financial Times Deutschland (FTD)	3	71.341	0,18 Mio. (0,3%)	64.000 (3,0%)	--	60,5%	64,4%	--	--
Süddeutsche Zeitung (SZ)	4	410.519	1,4 Mio. (2,2%)	208.000 (9,7%)	1,15 Mio. (1,8%)	58,5%	37,6%	0,35 Mio.	0,37 Mio.
Welt	6	252.095	0,83 Mio. (1,3%)	167.000 (7,8%)	0,61 Mio. (0,9%)	58,1%	47,1%	0,26 Mio.	0,31 Mio.
Börsenzeitung	8	--	--	--	--	--	--	--	--
Frankfurter Rundschau	--	178.600	0,58 Mio. (0,9%)	--	0,41 Mio. (0,6%)	n.a.	n.a.	0,14 Mio.	0,17 Mio.

Tabelle 6-1: Deutschsprachige Zeitschriften im Vergleich[1009]

[1009] Vgl für die Quellen: Medien Tenor (2003a), S. 35f: Befragt wurden 85 Wirtschaftsjournalisten nach dem ihrer Meinung nach am ehesten unverzichtbaren Printmedium. Vgl. zur Allensbacher Werbeträger Analyse, Institut für Demoskopie Allensbach (AWA) (2001), S. 3c, 8. Grundgesamtheit stellt die Gesamtbevölkerung über 14 Jahre in der BRD dar (64,25 Mio. Leser); nach dem Quoten-

Aus den vorangegangenen Ausführungen zeichnet sich ab, dass insbesondere die FAZ sowohl in Bezug auf die Breite der Leserschaft als auch im Hinblick auf deren Kapitalmarktaffinität bzw. deren Investitionsmöglichkeiten sehr gut aufgestellt ist. Das Handelsblatt ist demgegenüber zwar weniger auflagenstark, sticht jedoch durch seine sehr kapitalmarktinteressierte, in der Tendenz auch eher leistungsorientierte Leserschaft heraus.[1010] Diese Zahlen spiegeln damit auch die hohe Bedeutung, welche wirtschafts- und finanzbezogenen Themen in beiden Publikationen entgegengebracht wird, wider. Die Vermutung wird zusätzlich unterstützt durch die Umfrage des Medien Tenors vom Sommer 2003. So wurden die letztgenannten Zeitungen an erster und zweiter Stelle der für unverzichtbar gehaltenen Printmedien genannt.[1011]

Aufgrund der somit hohen Reputation insbesondere in wirtschaftsnahen Themengebieten i.V.m. einer in der Tendenz eher kapitalmarktaffinen, wohlhabenden und meinungsbildenden Leserschaft wurden daher die beiden Zeitungen Handelsblatt und Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) für den Zweck der empirischen Untersuchung ausgewählt.[1012] Die Börsenzeitung, obwohl ein hochspezialisiertes, auf Kapitalmarktthemen ausgerichtetes Produkt, findet aufgrund der vergleichsweise geringen Auflage bzw. Verbreitung keine Berücksichtigung.

Auswahlverfahren wurde die Personenstichprobe angelegt. Vgl. für die Reichweite und den Anteil der Spitzenkräfte in einzelnen Tageszeitung: Leseranalyse Entscheidungsträger e.V. (2001), S. 10. Die Grundgesamtheit representieren hierbei 2,145 Mio. Entscheidungsträger; die Stichprobe der LAE besteht aus einer disproportionalen Quotenstichprobe, wobei sich die Sollvorgaben an der amtlichen Statistik orientieren. Vgl. für die Reichweite und Einkommensstruktur: Arbeitsgemeinschaft Media-Analyse e.V. (2002), S. 1f. Die Grundgesamtheit stellt hierbei die Gesamtbevölkerung über 14 Jahre dar. Vgl. auch Welt (2002), S. 1ff. für Daten zur verkauften Auflage.

1010 Vgl. Institut für Demoskopie Allensbach (2001), S. 3-8.

1011 Vgl. Medien Tenor (2003a), S. 35f: 84 Wirtschaftsjournalisten aus dem deutschsprachigen Raum wurden durch den Medien Tenors im Sommer 2003 befragt.

1012 Vgl. zur Charakterisierung der Leserschaft der Frankfurter Allgemeinen Zeitung: FAZ (2002c), S. 1ff.

6.2.1.4 Diskussion der Stichprobenauswahl

Es wurde deutlich, dass sich die vorliegende Stichprobe relevanter Ereignisse abgrenzen lässt im Hinblick auf zeitliche und sachliche Kriterien. Zusammenfassend können folgende Rahmenbedingungen bei der Ereignisauswahl festgehalten werden:

- Untersuchungsperiode vom 1.1.2001 bis zum 31.12.2001
- Notierung des empfohlenen Unternehmens am Neuen Markt
- Ausschluss insolventer Unternehmen
- Einbezug von Analystenempfehlungen in den beiden Tageszeitungen „Frankfurter Allgemeine Zeitung“ und „Handelsblatt“

Als für die vorliegende Untersuchung relevante Ereignisse lassen sich mithin definieren:

> „Die Kauf- oder Verkaufsempfehlungen von Finanzanalysten, die Unternehmen mit einer Notierung am Neuen Markt betreffen und im Zeitraum vom 1.1.2001 bis zum 31.12.2001 im Handelsblatt oder in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung publiziert wurden.“

Auf Grundlage dieser Definition wurden die ursprünglich 125.404 vom Medienforschungsinstitut Medien Tenor im Jahr 2001 kodierten Unternehmensmeldungen in deutschen Zeitungen und Zeitschriften analysiert und gefiltert (vgl. Tabelle 6-2).[1013]

Dabei betreffen nur etwa 8,7% (10.910) der gesamten Kodierungen Analystenempfehlungen. Aus diesen letztgenannten Analystenempfehlungen wurden in den nachfolgenden Schritten diejenigen ausgewählt, die speziell im Handelsblatt oder in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung publiziert wurden. Berücksichtigung fanden ferner auch nur Empfehlungen von Unternehmen, die im NEMAX-All-Share-Index vertreten waren. Eine weitere Verminderung der Stichprobe ergab sich darüber hinaus durch nicht exakt bestimmbare Urheber einer Empfehlung. Schließlich wurde eine zusätzliche Reduktion durch die Bündelung aller zeitnahen, gleichgerichteten Empfehlungen und die Eliminierung nicht-gleichgerichteter Empfehlungen erreicht.[1014] Im Ergebnis besteht die Stichprobe aus 388 Ereignissen.

[1013] Vgl. Tabelle 6-2.
[1014] Vgl. Kapitel 5.3.1 dieser Arbeit.

	Anzahl	Grund der Reduktion
Summe [Medien Tenor-Kodierungen im Jahr 2001]	**125.404**	
	-114.494 (=10.910)	Keine Meldungen zu Kauf-/Verkaufsempfehlungen von Analysten[1015]
	-5.491 (=5.419)	Keine Meldungen in den Zeitschriften Handelsblatt oder Frankfurter Allgemeine Zeitung[1016]
	-4.641 (=778)	Kein NEMAX-Unternehmen bzw. Insolvenzen
	-174 (=604)	Urheber (Broker) nicht exakt bestimmbar (N.N./ and. Analysten)[1017]
	-216	Reduktion durch Eliminierung nicht-gleichgerichteter Empfehlungs-Bündelungen bzw. Zusammenfassung gleichgerichteter Empfehlungs-Bündelungen
Rest	**388**	

Tabelle 6-2: Reduktion der Stichprobe[1018]

Diese Gesamtzahl besteht dabei zu etwa 70 Prozent (271) aus Kauf- und zu 30 Prozent (117) aus Verkaufsempfehlungen. Die Dominanz von Kaufempfehlungen in der vorliegenden Stichprobe bestätigt die bereits zuvor in der Literatur für den US-amerikanischen Kapitalmarkt geäußerten Beobachtungen.[1019] Ho verweist zudem darauf, dass die niedrige Anzahl von Herabstufungen auf Verkaufsempfeh-

[1015] Damit wurden alle Kodierungen entfernt, die nicht speziell Analystenempfehlungen betreffen; also beispielsweise Beiträge aus der Wirtschaftsredaktion zu Unternehmen, ohne dass eine Empfehlung darin Erwähnung findet.

[1016] Herausgefiltert wurden somit die Empfehlungen in „Die Welt", „Börsenzeitung" und „Wall Street Journal Europe".

[1017] Aufgrund des Themas dieser Arbeit musste sichergestellt werden, dass es sich bei den Urhebern eindeutig um Analysten handelt. Für das spätere Reputationsranking ist es zudem erforderlich, das empfehlende Institut zu kennen.

[1018] Quelle: Eigene Berechnung auf Basis der Medien Tenor Datenmaterials

[1019] Vgl. exemplarisch Beneish (1991), S. 398: von 404 Ereignissen waren 286 Kauf- und 118 Verkaufsempfehlungen; auch in der Referenzstudie von Davies/Canes (1978), S. 46 stehen den 597 Kauf- nur 188 Verkaufsempfehlungen gegenüber.

lungen eine Ursache in der assymetrischen Kostenfunktion von Analysten haben mag.[1020] So zeugen verschiedene Anekdoten davon, dass Verkaufsempfehlungen für einen Analysten in der Vergangenheit mit sehr hohen potenziellen Kosten verbunden waren.[1021] Etwa zwei Drittel der Ereignisse betreffen darüber hinaus einzelne Empfehlungen (Kategorie 1); demgegenüber stellen Mehrfachempfehlungen (Kategorie 2) etwa ein Drittel der Ereignisse dar. Die genaue Aufteilung der Stichprobe im Hinblick auf die Richtung der Empfehlungen und der Kategorien wird in Tabelle 6-3 veranschaulicht.

		Richtung der Empfehlung		
		Kaufen	**Verkaufen**	**Gesamt**
Kategorie	**Kategorie 1** (Einzelne Empfehlung)	185	74	259
	Kategorie 2 (Zwei oder mehr Empfehlungen)	86	43	129
	Gesamt	271	117	∑ 388

Tabelle 6-3: Kreuztabelle zur Stichprobe

6.2.2 Datenbasis

Die für die Untersuchung notwendigen Daten wurden von Januar 2001 bis März 2003 erhoben.[1022] Die Variablen Marktkapitalisierung und Sekundärmarktliquidität sowie die Kursdaten wurden dabei der Datastream-Datenbank des Infomationsanbieters Thomson Financial entnommen. Die Kursdaten sind bereits adjustiert für Dividendenzahlungen, Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen, die Ausgabe von Bezugsrechten sowie für Aktiensplits. Diese Adjustierung der Aktienkurse mittels

---

1020 Vgl. Ho (1995), S. 21. Vgl. auch Dugar/Nathan (1995), S. 132.

1021 Vgl. Womack (1996), S. 165; Ho (1995), S. 21. Berichtet wird von einem gefeuerten Analysten, der die Trump Casinos zum Verkauf empfohlen hat. Diskutiert wird zudem ein Fall, in dem das Bankinstitut Merrill Lynch als Emissionshaus ersetzt wurde, nachdem ein Analyst des Hauses eine Verkaufsempfehlung ausgesprochen hat. Diese Anekdoten demonstrieren, dass Verkaufsempfehlungen in der Vergangenheit mit teilweise extremen Kosten für den einzelnen Analysten sowie für das empfehlende Institut verbunden waren. Aufgrund der wachsenden Beobachtung durch eine zunehmend kritischere Öffentlichkeit sind diese Fälle in dieser extremen Form heute nur noch schwer vorstellbar. Da jedoch weiterhin verschiedene Gründe für höhere Kosten im Zusammenhang mit Verkaufsempfehlungen sprechen (u.a. Abhängigkeit vom Unternehmenszugang, Gefahr der Gegendarstellung, Bedeutung der Transaktionsgenerierung etc.) ist nach wie vor von einer assymetrischen Kostenfunktion auszugehen, wenngleich in einer weniger extremen Ausprägung.

1022 Vgl. Brandi (1977), S. 127f.

der „Operation Blanche“ ist notwendig für die vorliegende Analyse, um trotz der technisch bedingten Niveauverschiebungen die Kursentwicklung der einzelnen Unternehmen im Zeitablauf vergleichbar zu machen.[1023] Die Sekundärmarktliquidität definiert sich als kumuliertes Handelsvolumen (in Mio. gehandelter Aktien) aller deutschen Börsen im Jahr 2001; die Unternehmensgröße wird operationalisiert als Marktkapitalisierung Anfang 2001.[1024] Die Daten zum operativen Cashflow der Unternehmen konnten hingegen aus Bloomberg sowie den jeweiligen Geschäftsberichten gewonnen werden.[1025]

Variable	Datenquelle	Variablentyp
Analystenabdeckung (acov)	Bloomberg	metrisch
Marktkapitalisierung (mktcap)	Datastream/Deutsche Börse AG	metrisch
Research-Reputation (researchrep)	Extel/Thomson Financial und Institutional-Investor-Ranking	binär
Operating Cashflow (ocf)	Geschäftsberichte/Bloomberg	binär
Zwei oder mehr Empfehlungen (Kategorie2)	Eigene Klassifizierung auf Basis der Medien Tenor-Daten (Kategorie I/Kategorie II)	binär
Handelsvolumen (tvol)	Datastream/Deutsche Börse AG	metrisch

Tabelle 6-4: Verwendete Datenquellen[1026]

Die Analystenabdeckung, auch Analysten-Coverage genannt, bezeichnet die Anzahl der Sell-Side-Analysten, welche ein Unternehmen aktiv abdecken und regelmäßig Analystenstudien zu diesem erstellen.[1027] Der vorangegangenen Studie von

[1023] Zur Bereinigung kann die retrograde und die progessive Adjustierung verwendet werden: vgl. Grandjean (1992), S. 92-99; Oerke (1999), S. 71f.; für sehr ausführliche Darstellung: Sauer (2002), S. 4-11.

[1024] Vgl. Tabelle 6-19.

[1025] Die Daten des operativen Cashflows stammen aus der Kapitalflussrechnung der jeweiligen Geschäftsberichte. Der operative Cashflow wird definiert als die in einem bestimmten Zeitraum durch die laufende Geschäftstätigkeit erwirtschafteten liquiden Mittel.

[1026] Vgl. Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 3-5.

[1027] Die Daten zur Analystenabdeckung wurden Bloomberg entnommen. Die Datenquelle Bloomberg wurden dem teilweise auch verwandten I/B/E/S- oder Nelsons’-Directory-for-Investment-Research-System vorgezogen aufgrund der vergleichsweise höheren Verfügbarkeit. Eine prinzipielle Aus-

Pietzsch (2004) folgend, soll die Analystenabdeckung auch in der vorliegenden Untersuchung als kumulierte Anzahl der Anlageempfehlungen nach Bloomberg im Jahr 2001 approximiert werden.[1028] Die Reputation des empfehlenden Institutes wird hingegen mittels einer Indikator Variable (Dummy Variable) operationalisiert. So werden (Investment-)Banken oder Brokerage-Häuser gemäß der in Anhang D vorgestellten Systematik als führend eingestuft, sofern sie in den umfragebasierten Rankings von Extel/Thomson Financial oder des Institutional Investor Magazine einen der ersten zehn Plätze erreichten. In letztgenanntem Fall nimmt der Wert der Indikator-Variable den Wert „1“ an; bei Empfehlungen aller sonstigen „nicht-führenden Institutionen“ den Wert „0“.

6.2.3 Deskriptive Statistik des Datenmaterials

Im Rahmen der Untersuchung zur deskriptiven Statistik soll zunächst die Verteilung der Ereignisse selbst untersucht werden; anschließend werden auch die Charakteristika der berücksichtigten Unternehmensempfehlungen eingehend analysiert.

Den erstgenannten Punkt aufgreifend, verdeutlicht die nachfolgende Graphik, mit welcher Ereignisanzahl die berücksichtigten Unternehmen in der Stichprobe vertreten sind. Es zeigt sich, dass 58 der 138 Unternehmen mit einem einzelnen Ereignis in der Stichprobe vertreten sind. Noch 26 Unternehmen sind mit zwei; 12 Unternehmen mit drei Ereignissen vertreten. Immerhin 13 Unternehmen tauchen mit sieben oder mehr Ereignissen in der Stichprobe auf. Im Mittel (Median) ist ein Unternehmen mit 2,9 (2) Ereignissen in der Stichprobe vertreten.[1029] Den absoluten Spitzenplatz nimmt dabei Qiagen mit insgesamt 16 berücksichtigten Ereignissen ein; es wird gefolgt von T-Online mit 13 Ereignissen.

---

tauschbarkeit scheint gegeben, was sich auch in hohen Korrelationen zwischen den Operationalisierungen zeigt. Vgl. auch Achleitner/Groth/Pietzsch (2004), S. 3f, 8.

[1028] Vgl. Pietzsch (2004), S. 206-212, S. 331; vgl. auch Achleitner/Groth/Pietzsch (2004), S. 8.

[1029] Die Standardabweichung beträgt dabei 2,69 .

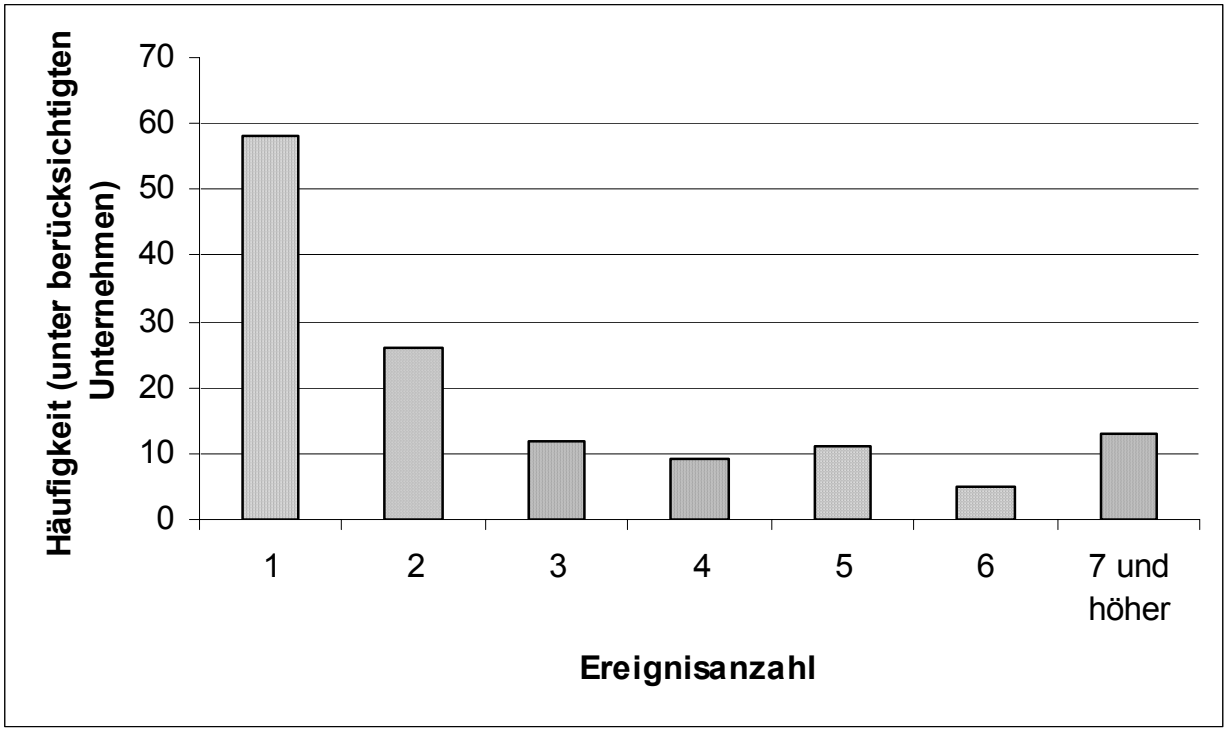


Abbildung 40: Verteilung der Ereignisse pro Unternehmen[1030]

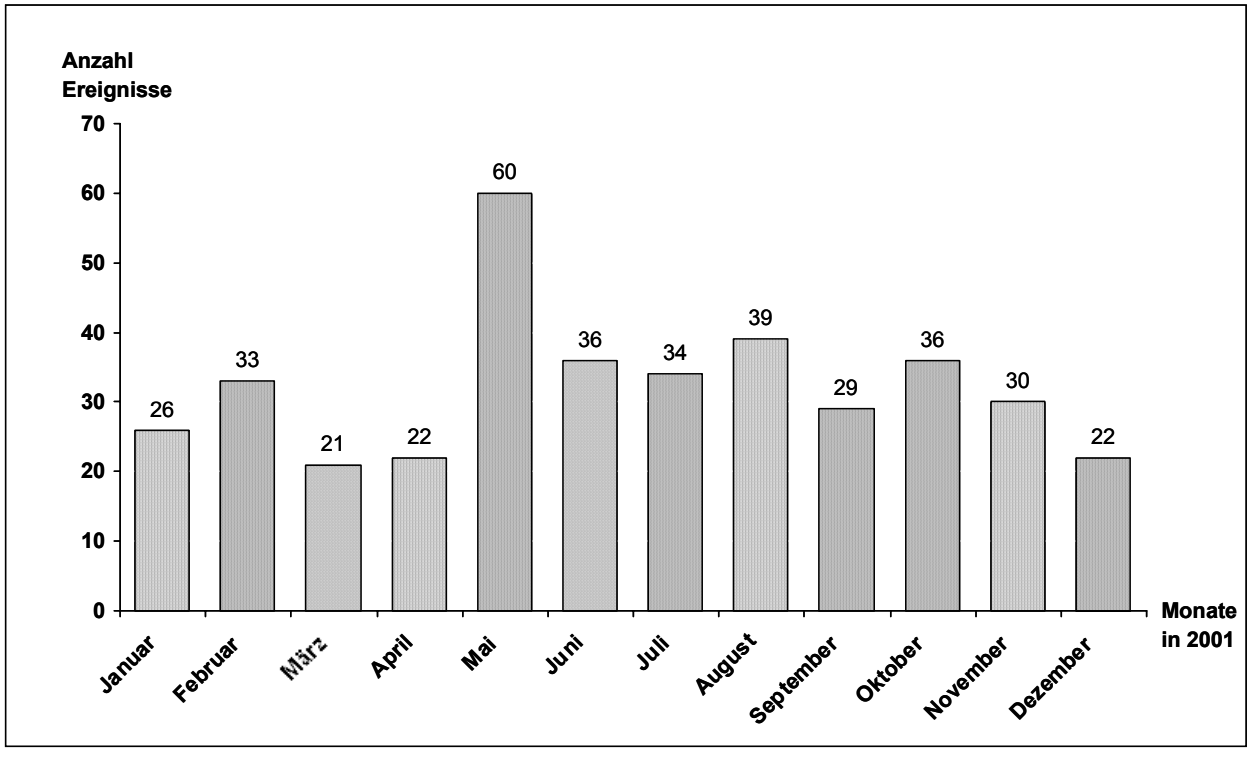


Abbildung 41: Zeitliche Verteilung der Stichprobe

[1030] Quelle: Eigene Darstellung.

In Abbildung 41 ist die Verteilung der Ereignisse über die Kalendermonate des Jahres 2001 dargestellt. Es zeigt sich, dass die mit Abstand meisten Ereignisse in den Monat Mai (15,5 Prozent) fallen.[1031] Es folgen die Monate August und Oktober, die immerhin noch jeweils rund 10 Prozent der Stichprobe auf sich vereinigen. Die hohe Ereignisdichte insbesondere im Mai kann darauf zurückgeführt werden, dass in diesem Monat sehr viele Quartals- und Jahresergebnisse veröffentlicht werden. Dementsprechend erreichen in diesem Monat auch sehr viele bewertungsrelevante Informationen den Kapitalmarkt, die durch Finanzanalysten entsprechend analysiert werden müssen. Diese Auffassung wird unterstützt durch die Studie von Hauser, die auch eine besondere Häufung von Ad-hoc-Meldungen im Monat Mai feststellen konnte.[1032] Zudem finden insbesondere in den Monaten Mai und Juni sehr viele Hauptversammlungen statt, was die Aufmerksamkeit, die den Unternehmen in der Presse entgegengebracht wird, zusätzlich erhöht.[1033]

In Tabelle 6-5 werden einzelne Charakteristika der Stichprobe an Hand des Mittelwerts, des Medians und der Standardabweichung sowie des minimalen und maximalen Wertes beschrieben. Es fällt hierbei auf, dass alle Charakteristika mit Ausnahme der Variablen Beta und Alpha durch eine rechtsschiefe Verteilung gekennzeichnet sind.[1034] Besonders ausgeprägt ist diese rechtsschiefe Verteilung bei der Marktkapitalisierung und beim Handelsvolumen.

Wird die vorliegende Stichprobe mit früheren Untersuchungen von Pietzsch für den gleichen Zeitraum verglichen, so wird deutlich, dass die hier vertretenen Unternehmen eine für den gesamten Neuen Markt vergleichsweise hohe Marktkapitalisierung und hohe Sekundärmarktliquidität aufweisen.[1035] Dasselbe gilt auch für die Analystenabdeckung.[1036] Der Durchschnitt der drei zuvor genannten Variablen weist eine Höhe auf, die eher mit dem Nemax 50 vergleichbar ist denn mit der Gruppe restlicher Neuer-Markt-Unternehmen.

1031 Vgl. zur prozentualen zeitlichen Verteilung Anhang F.
1032 Vgl. Hauser (2003), S. 182.
1033 Vgl. DSW (2004), S. 1.
1034 Vgl. Bortz (1999), S. 39f, 45-47.
1035 Vgl. Pietzsch (2004), S. 367-371.
1036 Vgl. Pietzsch (2004), S. 333: stellt für die Werte des Neuen Marktes außerhalb des Nemax 50 eine mittlere Analystenabdeckung von 5,28 Analysten fest; für Werte des Nemax 50 eine Abdeckung von 24,29 Analysten.

Charakteristikum	N	Mittelwert	Median	Std. abw.	Min.	Max.
Analysten-abdeckung[1037]	388	21,56	20,00	12,43	0,00	47,00
Marktkapitalisierung (in Mio. €)[1038]	388	1356,58	567,24	1759,84	14,00	7500,60
Handelsvolumen (in Mio. €)	388	173,45	76,23	247,01	1,87	2736,35
Operativer Cash-flow (2000 in Mio. €)	388	11,13	1,12	81,43	-214,25	376,28
Anteil institutioneller Investoren[1039]	388	0,11	0,10	0,08	0,00	0,35
Anzahl institutionnelle Investoren (Ende 2000)[1040]	388	66,34	44,50	64,42	1,00	414,00
beta[1041]	388	0,89	0,91	0,33	-0,37	1,78
alpha[1042]	388	0,28%	0,25%	0,52%	-1,02%	2,11%

Tabelle 6-5: Mittelwert, Median, Standardabweichung sowie minimaler und maximaler Wert ausgewählter Unternehmenscharakteristika der Stichprobe[1043]

Der operative Cashflow ist mit im Durchschnitt 11,13 Mio. € durch eine auch im Vergleich zur Marktkapitalisierung eher geringe Größe gekennzeichnet. Der in der Höhe noch geringere Median-Wert von 1,12 Mio. € zeigt darüber hinaus, dass ein hoher Anteil der in der Stichprobe vertretenen Unternehmen auch negative Cashflows aufweisen. Diese Tatsache ist bei der späteren Integration dieser Variablen in den nachfolgenden Untersuchungsschritten zu berücksichtigen. Auffällig ist in diesem Zusammenhang auch die große Spannbreite zwischen minimalem und maximalem Wert. Mit einem mittleren Beta-Wert von 0,89 weist die Stichprobe ferner im Vergleich zum Gesamtindex ein eher unterdurchschnittliches systematisches Risiko auf. Beachtenswert scheint darüber hinaus der im Mittel (Median) positive

1037 Datenquelle: Bloomberg.
1038 Zeitpunkt Ende 2000. Die Daten wurden Bloomberg entnommen.
1039 Quelle: Carson-Datenbank. Zeitpunkt Dez. 2001.
1040 Quelle: Carson-Datenbank. Zeitpunkt Dez. 2001.
1041 Quelle: Eigene Berechnung über das Jahr 2000. Vgl. auch Kapitel 5.3.2.
1042 Quelle: Eigene Berechnung über das Jahr 2000.
1043 Hiervon werden nur die ersten vier Unternehmenscharakteristika im Rahmen der nachfolgenden Analysen detailliert untersucht; die restlichen Charakteristika dienen als ergänzende Informationen der Stichprobe.

Alpha-Wert von 0,28 (0,25) Prozent; was möglicherweise auf die negative Börsenentwicklung im Jahr 2000 zurückgeführt werden kann.

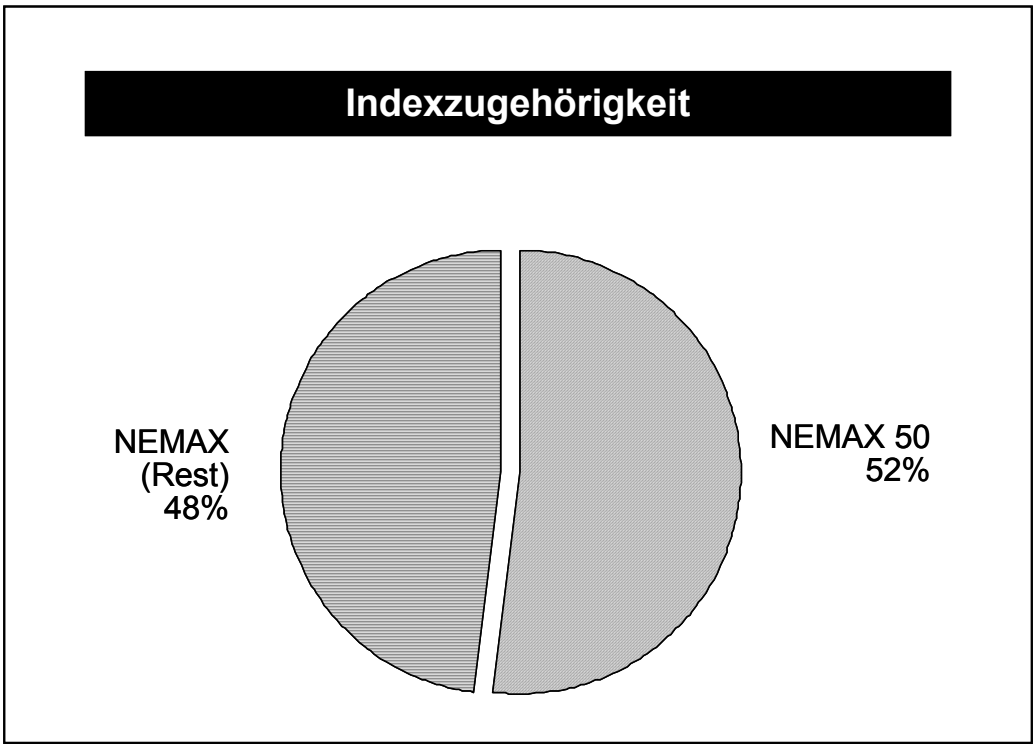


Abbildung 42: Verteilung der Ereignisse in Bezug auf die Nemax 50 Zugehörigkeit

Die vorangegangene Darstellung (Abbildung 42) zeigt darüber hinaus, dass eine knappe Mehrheit der Ereignisse (52 Prozent) Unternehmen betreffen, die zum Zeitpunkt der Empfehlung dem NEMAX 50 angehörten. Nur 48 Prozent der Stichproben-Ereignisse beziehen sich auf Neuer-Markt-Unternehmen, die nicht den fünfzig größten Werten zuzuordnen sind. Im Verhältnis zur Gesamtzahl von über dreihundert Neuer-Markt-Unternehmen im Jahr 2001 ist die Gruppe der NEMAX 50-Unternehmen damit deutlich überrepräsentiert.[1044]

Innerhalb der Stichprobe sind die Ereignisse, die sich auf Empfehlungen in den Tageszeitungen Handelsblatt und FAZ beziehen, in etwa gleich. Die Ereignisse beziehen sich auf Empfehlungen von insgesamt 46 Bankinstituten, die in Anhang E dargestellt sind. Zu 65 Prozent handelt es sich dabei um Institute mit hoher Reputation gemäß der in Anhang D vorgestellten Unterteilung.[1045]

[1044] Am letzten Handelstag im Jahr 2001 waren 326 Unternehmen am Neuen Markt notiert.

[1045] Vgl. hierzu Abbildung 43. Vgl auch Anhang D zur Einteilung in reputable und sonstige Institute.

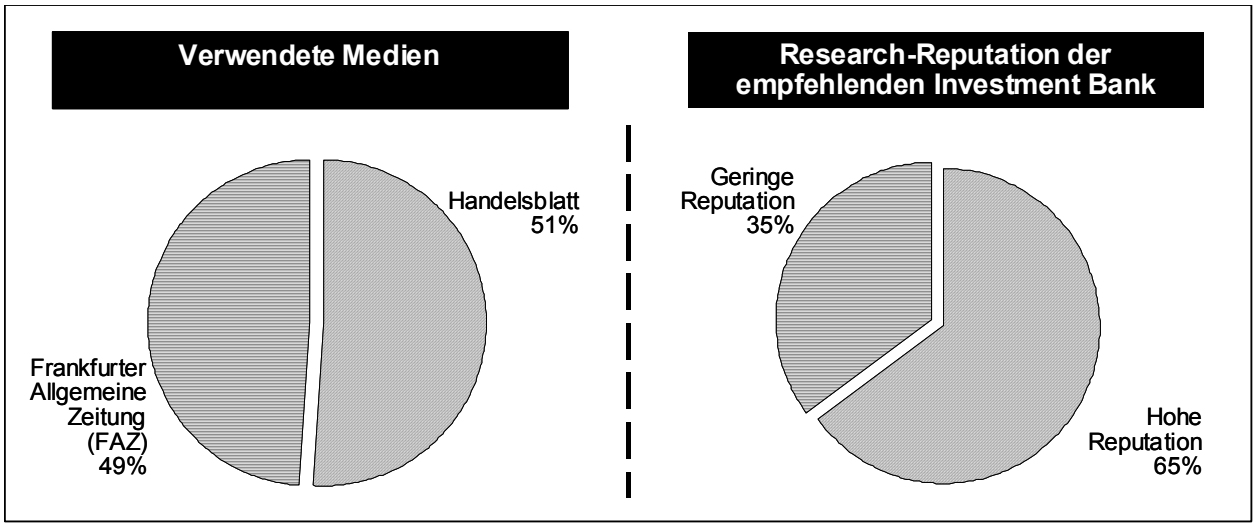


Abbildung 43: Verteilung der Ereignisse der Stichprobe in Bezug auf verwendete Medien und Research-Reputation der empfehlenden Investment Banken[1046]

6.3 Hypothesenbildung

6.3.1 Überblick

Anschließend an die deskriptive Analyse werden im Folgenden die für die vorliegende Untersuchung relevanten Hypothesen im Hinblick auf die Wirkung von Sekundärinformationen entwickelt. Neben einer Gesamtanalyse soll dabei insbesondere auch die Wirkung spezifischer Einflussfaktoren untersucht werden. Generell denkbare Einflussbereiche betreffen die Art und das Ausmaß der Investitionsempfehlungen selbst, die Charakteristika des empfehlenden Institutes und der empfehlenden Analysten sowie Merkmale der publizierenden Tageszeitungen und der empfohlenen Unternehmen (vgl. Abbildung 44).

[1046] Empfehlungen, welche in beiden Tageszeitungen erschienen (Kategorie II), wurden für den Zweck dieser Graphik sowohl dem Handelsblatt als auch in der F.A.Z zugerechnet.

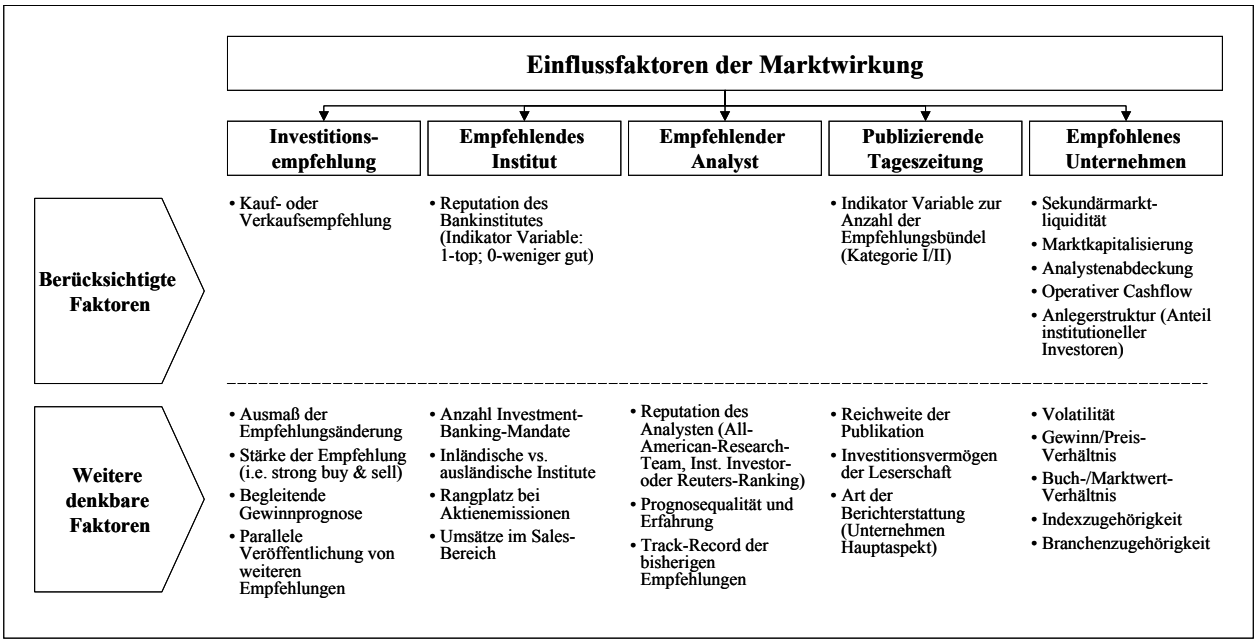


Abbildung 44: Bestimmungsfaktoren der Marktwirkung von publizierten Analystenempfehlungen

Bisherigen Untersuchungen folgend, wird ein Schwerpunkt der Studie auf die Charakteristika der empfohlenen Unternehmen gelegt.[1047] Aus den weiteren oben genannten Bereichen wird jeweils ein Merkmal berücksichtigt. Lediglich der Einflussfaktor „empfehlende Analysten" kann keine adäquate Berücksichtigung finden, da diese in der Tageszeitung meist nicht erwähnt werden und durch das Medienforschungsunternehmen Medien Tenor auch nicht systematisch kategorisiert wurden, mithin ein Datendefizit in dieser Hinsicht besteht. Denkbar wäre aber generell, die bisherige Prognosequalität und Erfahrung eines Analysten, den bisherigen Track-Record der Empfehlungen oder auch die Reputation des Analysten einzubeziehen. Bisherige Untersuchungen haben in diesem Zusammenhang bereits analysiert, inwieweit sich die Zugehörigkeit eines Analysten zum reputationsträchtigen „All American Research Team" in Aktienkurseffekte niederschlägt.[1048] Kriterien in Bezug auf die Berücksichtigung von Einflussfaktoren stellen die Vergleichbarkeit zu bisherigen Studien, die Datenverfügbarkeit und Zweckmäßigkeit dar.[1049] Im Nachfolgenden sollen zunächst Hypothesen zum Gesamteffekt publizierter Analystenempfehlungen und daran anknüpfend zu spezifischen Faktoren erörtert werden.

1047 Vgl. exemplarisch Huth/Maris (1992), S. 37-43; Griffin/Jones/Zmijewski (1995), S. 37; vgl. auch Kapitel 3 dieser Arbeit.

1048 Vgl. Stickel (1992), S. 1811- 1836; Stickel (1995), S. 32-34.

1049 Vgl. Griffin/Jones/Zmijewski (1995), S. 37.

6.3.2 Gesamteffekt und Informationsverarbeitungsprozess

In der Literatur existiert eine Vielzahl von Erklärungsansätzen, die sich mit der Wirkung von Sekundärinformationen auseinandersetzen. Besondere Beachtung kommen dabei der bereits in Kapitel 4 vorgestellten Media-Coverage- und Wertvolle-Information-Hypothese sowie der Preisdruck- und Publizätshypothese zu.

Dabei basiert die letztgenannte Publizitätshypothese auf der Annahme, dass die Veröffentlichung einer Analystenempfehlung eine erhöhte Aufmerksamkeit mit sich bringt und zu einem so genannten Ankündigungs- oder Veröffentlichungseffekt zum Zeitpunkt der Publikation führt.[1050] Es wird erwartet, dass sich beim reinen Ankündigungseffekt die übermäßige Kursreaktion zum Zeitpunkt der Veröffentlichung in der Folgezeit umkehrt. Damit stellt die Ankündigungshypothese einen möglichen Erklärungsansatz für die Preisdruck-Hypothese dar. Diese besagt, dass aufgrund naiver oder uninformierter Händler und Investoren ein zeitlich befristeter Angebots- und Nachfrageüberhang auf den Kapitalmärkten entsteht, welcher einen kurzfristigen Preisdruck zur Konsequenz hat, aber in der Folgezeit durch eine gegenteilige Reaktion wieder ausgeglichen wird.[1051] Dieselbe Reaktion wird auch durch die eng damit zusammenhängende Hypothese der selbsterfüllenden Prophezeiung vermutet.[1052]

Demgegenüber basiert die Wertvolle-Information-Hypothese auf der Annahme, dass durch die Publikation von Analystenempfehlungen und deren journalistische Aufbereitung neue bewertungsrelevante Informationen offen gelegt werden, welche eine fundamentale Neubewertung des Unternehmens bewirken.[1053] Dieser Vorstellung folgend wird mithin auch keine Preisrevision, sondern ein lang anhaltender Preiseffekt erwartet. Ein lang andauernder Preiseffekt ab dem Veröffentlichungszeitpunkt wird auch durch die Media-Coverage-Hypothese vermutet. Ansatzpunkt stellen hierbei die Kosten der Informationsbeschaffung dar, welche einer umgehenden Informationsverarbeitung durch breite Investorenkreise entge-

---

[1050] Vgl. Liang (1999), S. 120; Bauman/Datta/Iskandar-Datta (1995), S. 659-667; Garz (2000), S. 74-76; Trahan/Bolster (1995), S. 4f.; Metcalf/Malkiel (1994), S. 371-374; Dorfman (1990), S. C1.

[1051] Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 274, 278-281.

[1052] Vgl. zur Self-fullfilling-prophesy-Hypothese: Wijmenga (1990), S. 559f.; Sant/Zaman (1996), S. 617.

[1053] Vgl. zur Wertvolle-Information-Hypothese: Givoly/Lakonishok (1984), S. 8-48; Barber/Loeffler (1993), S. 274; Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 119.

genstehen. Erst die kostengünstige Veröffentlichung in einem Publikumsmedium führt gemäß dieser Hypothese zu einer unmittelbaren Informationsverarbeitung und einem entsprechenden Preiseffekt.[1054]

Grundsätzlich schließen sich insbesondere die Preisdruck-Hypothese und die Wertvolle-Information-Hypothese nicht gegenseitig aus.[1055] Kombinationen beider Hypothesen und Wirkungsannahmen sind mithin möglich. Vor dem Hintergrund, dass mit dem Ende des Technologiehypes insbesondere die Werte des Neuen Marktes durch ein sinkendes Investoreninteresse und eine geringere Aufmerksamkeit seitens der Investoren gekennzeichnet sind, erscheint jedoch die Media-Coverage-Hypothese in Verbindung mit der Wertvolle-Information-Hypothese für die vorliegende Studie besonders relevant. Entsprechend werden folgende Hypothesen formuliert:

H 1: **Zum Zeitpunkt der Publikation einer Verkaufsempfehlung (Kaufempfehlung) in einer Tageszeitung ist die Aktienkursreaktion negativ (positiv).**

H 2: **Der mit der Publikation der Analystenempfehlung verbundene Preiseffekt hat über die Ereignisperiode hinweg Bestand.**

Die Publikation einer Analystenempfehlung in einer Tageszeitung stellt typischerweise nach der ersten elektronischen Weitergabe die zweite (sekundäre) Veröffentlichung der Information dar. Eine entsprechende Aktienkursreaktion auf eine sekundäre Information würde mithin bedeuten, dass sich die Kurse nicht unendlich schnell bei der ersten Verbreitung der neuen Informationsgrundlage angepasst haben; die Informationen folglich auch nicht effizient verarbeitet wurden.[1056] In ihren Untersuchungen zur Wirkung von Ad-hoc-Meldungen konnten zuvor bereits Hauser und Oerke die Hypothese halbstrenger Informationseffizienz für Werte des

---

1054 Vgl. Han/Suk (1996), S. 30-32; Stice (1991), S. 48; Lee/Ready/Seguin (1994), S. 185.

1055 Vgl. zur Möglichkeit der Kombination verschiedener Hypothesen: Barber/Loeffler (1993), S. 281.

1056 Han/Suk (1998), S. 125: vertreten die Auffassung, dass signifikant abnormale Renditen am Publikationstag nicht notwendigerweise mit Informationsineffizienz gleichzusetzen ist, da individuelle Investoren die erwarteten Kosten einer Informationsbeschaffung vor der Publikation gegenüber dem erwartetem Nutzen abwägen.

Neuen Marktes ablehnen.[1057] Diese Vorstellung soll auch in der vorliegenden Arbeit untersucht werden:

H 3: Am Neuen Markt werden Informationen nicht im Sinne einer halbstrengen Informationseffizienzhypothese verarbeitet.

Gleichzeitig ist aber zu erwarten, dass die sekundäre Veröffentlichung in seiner Bedeutung gegenüber der ersten zurücktritt. So weisen Bolster/Trahan (2000) nach, dass die Reaktion auf eine zum ersten Mal veröffentlichte Empfehlung (Primärinformation) höher ist als die Reaktion auf eine zum zweiten Mal veröffentlichte Empfehlung (Sekundärinformation).[1058] Dementsprechend ist auch eine geringere Reaktion auf die sekundäre Information zu vermuten.

H 4: Die Aktienkursreaktion auf die sekundäre Verbreitung in einer Tageszeitung ist niedriger im Vergleich zur ersten Verbreitung.

6.3.3 Reputation der empfehlenden Institute

Ein wichtiger Einfluss im Hinblick auf die Wirkung einer Investitionsempfehlung wird der Reputation des empfehlenden Analystenhauses zugeschrieben. Der Grundgedanke hierbei basiert auf der Vorstellung, dass Empfehlungen von Analysten mit einem erfolgreichen Track Record durch den Markt als vertrauenswürdiger eingeschätzt und aufgenommen werden als Empfehlungen von Analysten mit schlechtem Track Record.[1059]

Unterstützt wird diese Vorstellung durch Studien, die den Einfluss der Reputation bei der sekundären Veröffentlichung einer Analystenempfehlung untersuchen. So zeigen sowohl Albert/Smaby als auch Liang in ihren Untersuchungen der WSJ-Dartboard-Kolumne, dass die Wirkung von Empfehlungen bei jenen Analysten höher ist, die wiederholt zur Teilnahme eingeladen wurden.[1060] Dies mag dahingehend interpretiert werden, dass der Markt die Analysefähigkeit erfahrener Analys-

---

[1057] Vgl. Hauser (2003), S. 189f.; Oerke (1999), S. 94-187.
[1058] Vgl. Bolster/Trahan (2000), S. 1, 14-16.
[1059] Vgl. Ferraro/Stanley (2000), S. 39.
[1060] Die Wirkung ist höher im Vergleich zu jenen Analysten, die noch nicht zuvor teilgenommen haben.

ten höher einschätzt.[1061] Auch Ferraro/Stanley untersuchen die Performance der Teilnehmer am WSJ-Dartboard-Wettbewerb. Die letztgenannten Autoren weisen für die Periode von 1990 bis 1996 nach, dass die abnormalen Renditen zur Empfehlungsveröffentlichung bei jenen Analysten höher ausfallen, die bereits in der Vorperiode mit größerem Erfolg Aktien ausgewählt hatten. Die Ergebnisse von Ferraro/Stanley deuten somit darauf hin, dass die Reputation der Analysten einen Einfluss auf die Höhe des Veröffentlichungseffektes haben mag.[1062] Ebenso findet Stickel, dass die Empfehlungen sowohl von reputablen Analystenhäusern als auch von reputablen, so genannten „All-American-Analysten", welche jährlich durch das Institutional-Investor-Magazin ermittelt werden, eine höhere Wirkung erzielen.[1063] In der Literatur zu primären Analystenempfehlungen finden zudem Branson/Guffey/Pagach, Irvine und Ryan/Taffler einen positiven Einfluss der Analystenreputation auf die Kurswirkung. [1064]

In einer thematisch angrenzenden Untersuchung des Unterwritings finden darüber hinaus Schiereck/Wagner, dass die Aktienkursperformance bei jenen Unternehmen höher ist, welche einen sehr reputablen Underwriter engagiert haben.[1065] Carter findet zudem einen positiven Zusammenhang zwischen der Reputation des Emissionshauses (beim Börsengang) und der Wahrscheinlichkeit von zukünftig durchgeführten Kapitalmarkttransaktionen.[1066] Ferner deutet die Studie von Carleton/-Chen/Steiner darauf hin, dass eine hohe Reputation in positivem Zusammenhang zur tatsächlichen Analysefertigkeit des Research-Hauses steht. So können die letztgenannten Autoren zeigen, dass nationale Broker, welche ein höheres Reputationskapital zu verlieren haben, eine geringere Tendenz zu Überoptimismus (optimism bias) aufweisen als regionale Broker.[1067]

In der Praxis existiert eine Reihe von Ranglisten, die versuchen, die Analysetätigkeit unterschiedlicher Research-Häuser zu bewerten bzw. in eine Reihenfolge zu bringen. Grundsätzlich lassen sich hier zwei verschiedene Ansätze unterscheiden: Eine erste Gruppe mit Anbietern wie Starmine, Investars und AQ-Publications ver-

---

1061 Vgl. Albert/Smaby (1996), S. 59-75; Liang (1999), S. 133.
1062 Vgl. Ferraro/Stanley (2000), S. 37.
1063 Vgl. Stickel (1992), S. 1811, 1831; Stickel (1995), S. 25f, 36f.
1064 Vgl. hierzu Branson/Guffey/Pagach (1998), S. 119; Irvine (2003), S. 449f.; Ryan/Taffler (2001), S. 5.
1065 Vgl. Schiereck/Wagner (2000), S. 2, 5f.; Carter/Manaster (1990), S. 1045-1067.
1066 Vgl. Carter (1992), S. 341.
1067 Vgl. Carleton/Chen/Steiner (1998), S. 17.

sucht, die tatsächliche Performance der Kauf- und Verkaufsempfehlungen sowie der Gewinnschätzungen zu messen und zu bewerten. Demgegenüber strebt eine zweite Gruppe mit Vertretern wie Extel/Thomson Financial oder dem Institutional Investor Magazine an, durch Umfragen unter institutionellen Investoren die Reputation der Analyseabteilungen zu ermitteln.[1068]

Kritik wird beiden Vorgehensweisen entgegengebracht. So halten Kritiker der ersten Gruppe die verwendete Methodik der Performancemessung noch für zu intransparent und nicht nachvollziehbar. Die Befragungen der zweiten Gruppe leiden hingegen an der Tatsache, dass sich institutionelle Investoren gerade in Europa teilweise wenig auskunftsfreudig zeigen und darunter die Aussagekraft der Ergebnisse leidet. Trotz dieser kritischen Anmerkungen erreichen insbesondere die letztgenannten umfragebasierten Rankings von Extel/Thomson Financial und des Institutional Investor Magazins in der Praxis eine sehr hohe Beachtung. Sie scheinen am zutreffensten wiederzugeben, welche Reputation einem Research-Haus von professionellen Anlegern entgegengebracht wird. Auch unter Privatinvestoren mögen diese Rankings aufgrund ihrer Verbreitung in den Medien eine gewisse Bedeutung erlangen.[1069]

Im Ergebnis lässt sich feststellen, dass alle bisherigen empirischen Ergebnisse einen Zusammenhang zwischen der Reputation eines Analystenhauses und der Höhe der Marktwirkung der Analystenempfehlung festgestellt haben. Dies gilt sowohl für die erste als auch für die zweite Verbreitung. Die vorliegende Studie greift diese Tatsache auf und unterzieht folgende Hypothese einem Test:

H 5: Die Marktwirkung von publizierten Analystenempfehlungen ist größer bei einer hohen Reputation des empfehlenden Institutes.

[1068] Vgl. Schröder (2002), S. 1-3.
[1069] Vgl. Schröder (2002), S. 1ff.

6.3.4 Ausmaß der Berichterstattung

Für Investoren stellen Glaubwürdigkeit und Vertrauen zwei zentrale Investitionsfaktoren dar.[1070] Es ist dabei anzunehmen, dass die Art, wie ein Artikel inhaltlich formuliert ist, das Vertrauen maßgeblich beeinflusst. Nicht zuletzt ist die Inhaltsanalyse auch zu einem sehr wichtigen Bereich der empirischen Sozialforschung geworden.[1071] Empirisch konnte darüber hinaus Wijmenga innerhalb seiner Untersuchung niederländischer publizierter Aktienempfehlungen zeigen, dass stärker bzw. eindeutiger formulierte Empfehlungen auch mit einer größeren Aktienkurswirkung einhergehen.[1072] Beltz/Jennings (1997) gelang dieser Nachweis für negative und stark negative Empfehlungen in der TV-Sendung Wall-Street-Week.[1073] In ihrer Untersuchung der HTS-Kolumne des Wall-Street-Journals belegen Liu/-Smith/Syed, Sarkar/Jordan und Beneish darüber hinaus, dass in denjenigen Artikeln, die sich ausschließlich mit einem einzigen Unternehmen beschäftigen, eine höhere Aktienkursreaktion festzustellen ist im Vergleich zu jenen Artikeln, die mehrere Unternehmen behandeln.[1074]

Weiterhin ist anzunehmen, dass auch die Wiederholung gleichgerichteter Investitionsempfehlungen durch unterschiedliche Institute und Analysten bzw. auch deren Publikation in verschiedenen Tageszeitungen dem Vertrauen in eine Anlage nicht abträglich ist. Gleichzeitig kann in diesem Fall auch ein größerer Investorenkreis angesprochen werden, was die potenzielle Nachfrage erhöhen kann. In der Literatur zum Agendasetting wurde die Existenz von so genannten Wahrnehmungsschwellen, d.h. bestimmten Wahrnehmungshürden, ab welcher eine Thematik eine breitere Diskussion erfährt, bereits dokumentiert. Auch die in US-amerikanischen Studien vielfach untersuchte „Heard on the Street"-Kolumne des Wall-Steet-Journals oder die „Inside-Wall-Street"-Kolumne der Business Week sind meist an sehr prominenter Stelle platziert, was möglicherweise auch deren Bedeutung unter Investoren erklärt.[1075]

[1070] Vgl. zur Bedeutung der Glaubwürdigkeit des Kommunikators: Hovland/Janis/Kelley (1963), S. 19-55; vgl. auch zur Wichtigkeit der Glaubwürdigkeit im Rahmen der Kommunikation mit Investoren/Analysten: Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 157; Bassen (2002), S. 229, 246-248.

[1071] Vgl. Kromrey (1994), S. 231-249.

[1072] Vgl. Wijmenga (1990), S. 574-576.

[1073] Vgl. Beltz/Jennings (1997), S. 21, 26.

[1074] Vgl. Liu/Smith/Syed (1990), S. 408; Beneish (1991), S. 409f.; Sarkar/Jordan (2000), S. 57f.

[1075] Vgl. Mathur/Waheed (1995), S. 585f.; Thomas/Ghani (1996), S. 33-37.

Da die vorliegende Untersuchung auf externe Daten zurückgreift, ist es nicht möglich, das Vorgehen Wijmengas exakt zu replizieren und eine detaillierte inhaltliche Analyse der Empfehlungen durchzuführen.[1076] Nichtsdestotrotz kann das Ausmaß der Empfehlung berücksichtigt werden, indem die Studie, wie in Kapitel 5.3.1 beschrieben, zwei Differenzierungen vornimmt: zum einen einzelne, durch eine einzige Bank ausgesprochene Empfehlungen (Kategorie I); zum anderen mehrere, durch verschiedene Banken ausgesprochene oder in verschiedenen Zeitungen publizierte Empfehlungen (Kategorie II). Vor diesem Hintergrund wird die nachfolgende Hypothese formuliert:

H 6: **Zwei oder mehrere gleichgerichtete Analystenempfehlungen, ausgesprochen durch mehrere Banken bzw. publiziert in mehreren Zeitungen (Kategorie II), haben eine größere Marktwirkung im Vergleich zu einer einzelnen Empfehlung (Kategorie I).[1077]**

6.3.5 Unternehmensaspekte

Neben der Art der Investitionsempfehlung, Aspekten des empfehlenden Institutes oder Analysten sowie der publizierenden Tageszeitung kommen insbesondere auch den Aspekten des empfohlenen Unternehmens eine hohe Bedeutung bei der Erklärung abnormaler Renditen zu. Im Folgenden werden Hypothesen entwickelt, die den Einfluss von sieben einzelnen Unternehmensfaktoren auf die Marktwirkung sekundärer Informationen diskutieren.

6.3.5.1 Marktkapitalisierung

Der von Banz als Erstes in der Literatur beschriebene so genannte „Firm-Size-Effekt“ beschreibt die Anomalie, dass kleinere Unternehmen über einen längeren Zeitraum hinweg höhere risikoadjustierte Renditen aufweisen als mittlere und große Unternehmen.[1078] Banz begründet dieses Phänomen damit, dass die verfügbare Menge an Informationen von der Größe des Unternehmens abhängt. So werden bei einer publizierten Empfehlung kleinerer Unternehmen deutlich mehr Informatio-

---

[1076] Zukünftige Erweiterungen der Forschung könnten darin bestehen, die Würdigung eines empfohlenen Unternehmens innerhalb eines Artikels, beispielsweise ob das Unternehmen Haupt- oder nur Nebenaspekt darstellt, in Untersuchungen der vorliegenden Art einzubeziehen.

[1077] Für die Zwecke der Multivariaten Analysen wurde die Kategorie I mit der Indikatorvariable 0 und die Kategorie mit der 1 belegt.

[1078] Vgl. Banz (1981), S. 3-18; Fama/French (1992); Rossbach (2001), S. 8.

nen veröffentlicht als bei größeren Unternehmen.[1079] Diese Vorstellung entspricht der Revealed-Information-Hypothese.[1080] Eine Ursache hierfür mag darin liegen, dass kleinere Unternehmen weniger institutionelle Aufmerksamkeit bekommen und durch weniger Analysten abgedeckt werden.[1081] Mehrotra/Yu/Zhang und Pietzsch zeigen in ihren Studien empirische Belege hierfür auf.[1082] Wird diese Vorstellung auf die vorliegende Untersuchung übertragen, so bedeutet dies, dass Analystenempfehlungen kleinerer Unternehmen einen höheren Stellenwert einnehmen und damit auch einen höheren Informationsgehalt haben als Empfehlungen großer Unternehmen. Hess vermutet darüber hinaus auch einen höheren Neuigkeitsgrad und damit einhergehend einen höheren Wert.[1083] Nach dieser Auffassung kann mithin auch eine höhere Kursreaktion bei kleineren Unternehmen erwartet werden. Diese theoretisch-konzepitionellen Überlegungen auf Basis der Revealed-Information-Hypothesis wurden vielfach einer empirischen Überprüfung unterzogen.

So bestätigen Albert/Smaby in ihrer Untersuchung der WSJ-Dartboard-Kolumne den negativen Einfluss der Marktkapitalisierung sowohl in ihrer multivariaten Analyse als auch in der vergleichenden Analyse zweier größenspezifischer Untergruppen.[1084] Auch Huth/Maris unterteilen die Stichprobe nach kleinen und großen Unternehmen und finden teilweise deutlich höhere abnormale Renditen kleinerer Unternehmen. Die letztgenannten Autoren beschreiben ihre Resultate als konsistent zur Vorstellung, dass die Kurse kleiner Unternehmen stärker auf Analystenempfehlungen reagieren.[1085] Weiterhin finden ebenso Sarkar/Jordan und Bolster/Trahan einen inversen Zusammenhang zwischen der Marktkapitalisierung

---

1079 Vgl. Hauser (2003), S. 198.

1080 Vgl. Sarkar/Jordan (2000), S. 52.

1081 Ferner vertreten Grossmann/Stiglitz die Auffassung, dass die Marktpreise nicht alle Informationen vollständig reflektieren, da hierdurch die Kosten der Informationssammlung kompensiert werden können. Hieraus mag sich ein weiterer Erklärungsansatz für Unterschiede in den risikoadjustierten Renditen ergeben. Vgl. Grossmann/Stiglitz (1980); S. 393-408; Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 118f.

1082 Vgl. Pietzsch (2004), S. 274-283; Achleitner/Groth/Pietzsch (2004), S. 12f, 20f.; vgl. auch exemplarisch Brennan/Huges (1991), S. 1682; Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), S. 505, 507-510; Mehrotra/Yu/Zhang (1999), S. 118f.; Lang/Lungholm (1996), S. 483f.; Chung (2000), S. 48f und O'Brien/Bhushan (1990), S 62, 71-73: sind der Meinung, dass die Bedeutung der Unternehmensgröße für die Analystenabdeckung insbesondere auf die Präferenzen institutioneller Investoren zurückzuführen ist.

1083 Vgl. Hess (1990), S. 83.

1084 Vgl. Albert/Smaby (1996), S. 66-75. Sie replizieren dabei die Unterteilung von Barber/Loeffler (1993) und verwenden für die multivariate Analyse die logarithmierte Transformation der Marktkapitalisierung.

1085 Vgl. Huth/Maris (1992), S. 27, 38-41. Die einzige Ausnahme bilden die Tage t=0 bis t=10, bei welchem die CAR der Stichprobe der Kaufempfehlungen kleiner Unternehmen negativ wird.

und den abnormalen Renditen um den Publikationstag der publizierten Analystenempfehlung.[1086]

Differenziertere Überlegungen werden demgegenüber durch Liang präsentiert: Er belegt für kleinere Unternehmen höhere abnormale Renditen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, was er als Veröffentlichungseffekt charakterisiert. In der nachfolgenden Periode kann er aber auch eine stärkere Preisumkehr für kleinere Unternehmen feststellen.[1087] Neben den oben genannten meist US-amerikanischen Untersuchungen wurde der Einfluss der Unternehmensgröße auch für Unternehmen mit einer Notierung an der Istanbuler Börse analysiert. Diesbezüglich findet Kiymaz, dass kleinere Unternehmen sich insgesamt spekulativer verhalten und sensitiver im Hinblick auf eine Preisumkehr reagieren. So sind die abnormalen Renditen in der Periode vor dem Publikationstag positiv für sowohl kleine als auch große Unternehmen; nach dem Publikationstag werden die abnormalen Renditen hingegen negativ für die Untergruppe kleiner Unternehmen im Gegensatz zu weiterhin positiven Renditen bei der Untergruppe großer Unternehmen.[1088] Dieses Ergebnis unterstreicht damit die zuvor genannten differenzierteren Beobachtungen von Liang. Gegenteilige Evidenz präsentieren hingegen Barber/Loeffler. Sie können für die Marktkapitalisierung nach Adjustierung für die Sekundärmarktliquidität keinen statistisch signifikanten Einfluss auf die kumulierten abnormalen Renditen in t[0,1] feststellen.[1089]

Für den deutschen Kapitalmarkt finden unter anderem Pieper/Schiereck/Weber und Röckemann Anzeichen für die Abhängigkeit der Kursreaktion von der Marktkapitalisierung der empfohlenen Aktienwerte.[1090] Der letztgenannte Autor beobachtet dabei, dass die Kurseffekte (von Kaufempfehlungen) mit zunehmender Marktbreite geringer werden. Dieses Ergebnis ist seiner Ansicht nach vereinbar „[…] mit der Vorstellung negativ geneigter Nachfragekurven, bei denen eine Erhöhung der nachgefragten Menge einen Preisanstieg bewirkt (Nachfrageeffekt)“[1091].

1086 Vgl. Sarkar/Jordan (2000), S. 52-58; Bolster/Trahan (2000), S. 2f.
1087 Vgl. Liang (1996), S. 20.
1088 Vgl. Kiymaz (2002), S. 473.
1089 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 281.
1090 Vgl. Pieper/Schiereck/Weber (1993), S. 495; Röckemann (1994), S. 821, 839f findet lediglich für Kaufempfehlungen einen Einfluss der Marktbreite. Vgl. zugleich Röckemann (1995), S. 180-185.
1091 Röckemann (1994), S. 840.

Im Ergebnis überwiegt in den vorgestellten empirischen Untersuchungen eindeutig der Eindruck eines inversen Zusammenhangs zwischen der Marktkapitalisierung und der Marktwirkung einer publizierten Analystenempfehlung. Vor diesem Hintergrund wird dem Vorgehen von Mehrotra/Yu/Zhang (1999) gefolgt, abnormale Renditen im Hinblick auf den Einfluss der Marktkapitalisierung zu untersuchen. Die Stichprobe wird in zwei Gruppen mit kleiner und großer Marktkapitalisierung aufgeteilt. Dieses gibt Anlass zu folgender Hypothese:

H 7: Bei kleineren Unternehmen stellen Analystenempfehlungen einen höheren Informationsgehalt dar und führen somit zu höheren Aktienkursreaktionen als Analystenempfehlungen großer Unternehmen.

6.3.5.2 Sekundärmarktliquidität

Eine Verarbeitung der Informationen in den Kursen findet erst dann statt, wenn Handelstransaktionen tatsächlich ausgeführt werden und zustande kommen. Ceteris paribus sollte daher für Unternehmen mit einem hohen Handelsvolumen bzw. Sekundärmarktliquidität eine effizientere Verarbeitung der Informationen vermutet werden als für Unternehmen mit niedriger Sekundärmarktliquidität.[1092] Eine effiziente Informationsverarbeitung bedeutet dabei, dass neue bewertungsrelevante Informationen frühzeitig und rasch im Aktienkurs reflektiert werden. In der Konsequenz lässt sich daher für Unternehmen mit hoher Sekundärmarktliquidität vermuten, dass der Informationsgehalt publizierter Analystenempfehlungen niedriger ist, da hier die in den Empfehlungen enthaltenen Informationen bereits zu einem höheren Anteil in den Kursen reflektiert werden.

Verschiedene empirische Untersuchungen beschäftigen sich mit dem Zusammenhang von Sekundärmarktliquidität und Höhe der Aktienkursreaktion. Diese messen jedoch meist die Sekundärmarktliquidität zum Zeitpunkt des Ereignisses, um daraus Hinweise auf das Vorliegen eines Preisdruckes zu gewinnen. So unterteilen Barber/Loeffler ihre Stichprobe zu Empfehlungen in der Dartboard-Kolumne des Wall-Street-Journals in eine Untergruppe von Unternehmen mit hohem abnormalem Handelsvolumen und eine Untergruppe mit niedrigem Handelsvolumen. Sie können zeigen, dass die erstgenannte Untergruppe deutlich höhere durchschnittli-

[1092] Vgl. Hauser (2003), S. 199f.

che abnormale Renditen erreicht.[1093] Auch in der multivariaten Analyse stellen Barber/Loeffler einen statistisch signifikant negativen Einfluss der Liquidität auf die Aktienkursreaktion fest.[1094] Albert/Smaby können bei einem ähnlichen Versuchsaufbau jedoch keinen signifikanten Einfluss des Handelsvolumens entdecken.[1095] Auch in der Untersuchung von Sant/Zaman zu Empfehlungen in der Inside-Wall-Street-Kolumne der Business Week wird die Sekundärmarktliquidität beleuchtet. Diese erreicht einen negativen signifikanten Wert in der Einzelanalyse; wird hingegen in der multivariaten Untersuchung für die Analystenabdeckung und Marktkapitalisierung adjustiert und nimmt dort einen zwar negativen, aber insignifikanten Wert an.[1096] Unterstützende Evidenz liefern darüber hinaus Ferreira/Smith. Diese finden in ihrer Untersuchung der Small-Stock-Focus-Kolumne, dass der Informationswert höher ist für weniger stark gehandelte Aktien.[1097] Im Ergebnis überwiegen in der Literatur mehrheitlich die Hinweise auf einen negativen Zusammenhang von Sekundärmarktliquidität und der Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen. Für die vorliegende Untersuchung wird daher auch folgende Hypothese aufgestellt.

H 8: Bei Unternehmen mit geringer Sekundärmarktliquidität ist die Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen höher.[1098]

6.3.5.3 Bestehende Analystenabdeckung

Der Neglected-Stock-Effekt beschreibt, dass sich mit von Analysten vernachlässigten Wertpapieren eine vergleichsweise höhere Rendite erzielen lässt als mit Wertpapieren, die von Analysten bevorzugt werden.[1099] Ursache hierfür mag die damit verbundene geringere Informationssammlung, -aufbereitung und anschließende Distribution an eine Vielzahl von Investoren sein. Bewertungsrelevante Informationen werden dabei im Fall einer geringen oder fehlenden Analystenabdeckung in

---

1093 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 279-281.
1094 Vgl. Barber/Loeffler (1993), S. 281.
1095 Vgl. Albert/Smaby (1996), S. 66-70. Replizieren dabei die Unterteilung von Barber/Loeffler (1993).
1096 Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 639.
1097 Vgl. Ferreira/Smith (1999), S. 379, 386.
1098 Abweichend von vorherigen Studien wird in der vorliegenden Arbeit die Sekundärmarktliquidität nicht zum Zeitpunkt des Ereignisses gemessen, sondern über das Jahr hinweg bestimmt, um so den Gesamteffekt besser analysieren zu können.
1099 Vgl. Arbel/Carvell/Strebel (1983); Arbel/Strebel (1983); Hess (1990), S. 86. Vgl. zu den Charakteristika von durch Analysten und institutionelle Investoren vernachlässigten Unternehmen Hessel/Norman (1992), S. 313ff.

der Tendenz auch nur ungenügend am Kapitalmarkt verarbeitet mit entsprechend negativen Konsequenzen auf die Agency-Kosten und das Informationsumfeld. So ermitteln Doukas/Kim/Pantzalis und Doukas/McKnight/Pantzalis einen negativen Zusammenhang zwischen Analystenabdeckung und Höhe der Agency-Kosten.[1100] Brennan/Jegadeesh/Swaminathan berichten darüber hinaus, dass die Preisanpassung positiv, wenngleich nicht linear vom Ausmaß der Analystenabdeckung abhängt.[1101] Folglich ist auch Pietzsch zuzustimmen, wenn sie resumiert, „[…]dass die Tätigkeit des Analysten das Informationsumfeld eines Unternehmens quantitativ und qualitativ verbessert[…]“[1102]. Vor dem Hintergrund eines insgesamt adaptiveren Informationsumfeldes bei hoher Analystenabdeckung ist zu vermuten, dass jene Wertpapiere mit hoher Abdeckung weniger stark auf neue Informationen reagieren.

Argumentativ könnte dieser Argumentation jedoch entgegengehalten werden, dass ein sehr enger Zusammenhang zwischen Analystenabdeckung und Größe besteht und mithin der Effekt der Analystenabdeckung bereits in der Größenvariable Marktkapitalisierung enthalten sein mag.[1103] Elfakhani/Zaher können jedoch zeigen, dass sowohl der Größeneffekt als auch Effekte im Zusammenhang mit der Analystenabdeckung gemeinsam existieren.[1104] Unterstützende Belege stammen darüber hinaus von Demsey. Dieser weist für Gewinnankündigungen nach, dass unabhängig von der Unternehmensgröße geringere Kurseffekte bei Unternehmen mit höherer Analystenabdeckung auftreten.[1105] Wie Gewinnempfehlungen stellen auch Analystenempfehlungen neue bewertungsrelevante Informationen dar. So ist es nicht verwunderlich, dass korrespondierend hierzu Sant/Zaman (1996) in ihrer Studie zu Business-Week-Empfehlungen eine höhere Aktienkursreaktion bei jenen Unternehmen finden, die durch eine geringe Abdeckung von unter 20 Analysten gekennzeichnet sind.[1106] Einschränkend muss dabei jedoch erwähnt werden, dass der in der Einzelanalyse statistisch signifikant negative Zusammenhang von Ana-

---

1100 Vgl. Doukas/Kim/Pantzalis (2000), S. 59; Doukas/McKnight/Pantzalis (2001), S. 11f.

1101 Vgl. Brennan/Jegadeesh/Swaminathan (1995), S. 820f: ab einem Schwellenwert von elf Analysten erhöht sich die Preisanpassungsgeschwindigkeit stark.

1102 Vgl. Pietzsch (2004), S. 123.

1103 Vgl. exemplarisch für die große Bedeutung der Marktkapitalisierung für die Analystenabdeckung: Bhushan (1989), S. 267-271; Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), S. 505-510; Brennan/Huges (1991), S. 1682; Chung (2000), S. 48; O’Brien/Bhushan (1990), S 62-73.

1104 Vgl. Elfakhani/Zaher (1998), S. 37.

1105 Vgl. Dempsey (1989), S. 754.

1106 Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 639; die Autoren untersuchen Empfehlungen in der Business Week.

lystenabdeckung und Kursreaktion in der multivariaten Untersuchung insignifikant wird, wenngleich immer noch mit negativem Vorzeichen.[1107]

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass nicht nur theoretisch überzeugende Argumente, sondern auch empirische Hinweise darauf existieren, dass jene Wertpapiere mit hoher Abdeckung weniger stark auf neue Informationen reagieren. Im Fall einer hohen Analystenabdeckung mag die einzelne Empfehlung weniger Gewicht erhalten und aufgrund des adaptiveren Informationsumfeldes bereits zu einem höhen Maße in den Kursen reflektiert sein. Ein insgesamt negativer Zusammenhang von Analystenabdeckung und Aktienkursreaktion wird daher vermutet, was zu folgender Hypothese führt:

H 9: Die Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen ist niedriger bei Unternehmen mit hoher bestehender Analystenabdeckung.

6.3.5.4 Operativer Cashflow

Die finanziellen Kennzahlen eines Unternehmens stellen für Investoren bei der Beurteilung eines Wertpapiers einen sehr zentralen Entscheidungsfaktor dar.[1108] Eine Befragung von Finanzanalysten durch Wichels hat in diesem Zusammenhang ergeben, dass insbesondere Cashflow-basierten finanziellen Kennzahlen wie dem operativen Cashflow unter Sell-Side-Analysten eine sehr hohe Bedeutung beigemessen wird.[1109] So finden die Angaben zum operativen Cashflow auch im Rahmen einer ausführlichen Unternehmensbewertung Berücksichtigung.[1110] Alternativ wird auch der Jahresüberschuss im Rahmen einer Unternehmensanalyse beachtet. Achleitner/Nathusius weisen allerdings zurecht darauf hin, dass dieser durch eine Vielzahl bilanzpolitischer Maßnahmen beeinflusst werden kann, was dessen Anwendung gerade für Wachstumsunternehmen einschränkt.[1111]

[1107] Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 617-643; vgl. ergänzend auch Huth/Maris (1992), S. 28.
[1108] Vgl. Wichels (2002), S. 154f.
[1109] Vgl. Wichels (2002), S. 154: Unter den befragten Sell-Side-Analysten messen 59 Prozent dem operativen Cashflow eine hohe Wichtigkeit zu.
[1110] Vgl. Achleitner/Nathusius (2004), S. 30; vgl. auch Copeland/Koller/Murrin (1996), S. 160-163.
[1111] Vgl. Achleitner/Nathusius (2004), S. 129.

Im Hinblick auf den Einfluss des operativen Cashflows sind grundsätzlich zwei verschiedene Erklärungsansätze denkbar. Der erste basiert auf der Annahme, dass den Investoren im Falle von negativen finanziellen Kennzahlen wie dem operativen Cashflow eine weniger klare Informationbasis zur Verfügung steht, um sich eine genaue Vorstellung von der zukünftigen Ertragssituation und dem fairen Wert des Unternehmens zu machen.[1112] Für Unternehmen, die noch keinen positiven operativen Cashflow erzielen, wäre daher zu vermuten, dass Analystenempfehlungen einen höheren Stellenwert einnehmen. Dieser Vorstellung folgend werden Investoren die Analystenempfehlungen von Unternehmen mit negativem Cashflow stärker beachten als von Unternehmen mit positivem Cashflow. In diesem Fall würde eine höhere Marktwirkung vermutet bei Unternehmen mit negativem Cashflow.

Ein zweiter Erklärungsansatz stellt die Glaubwürdigkeit einer Empfehlung ins Zentrum der Betrachtung. So stellen Vertrauen und Glaubwürdigkeit zwei zentrale Investitionsfaktoren für Investoren dar.[1113] Gerade in Zeiten großer Kritik an Analystenveröffentlichungen[1114] ist dabei zu vermuten, dass die Glaubwürdigkeit einer Empfehlung höher ausfällt, sofern das empfohlene Unternehmen einen operativen Cashflow ausweist, der diese Empfehlung inhaltlich unterstützt. Dies bedeutet im Fall von Kaufempfehlungen, dass bei einem positiven operativen Cashflow eine höhere Glaubwürdigkeit erwartet wird. Bei Verkaufsempfehlungen ist dies bei einem entsprechend negativen operativen Cashflow des Unternehmens anzunehmen. Die höhere Glaubwürdigkeit mag dabei zu einer stärkeren Handlungsbereitschaft der Investoren führen und letzlich in der Konsequenz auch eine höhere Marktwirkung verursachen.

Aufgrund der sehr kritischen Auseinandersetzung der Medien mit der Unabhängigkeit und Genauigkeit von Analystenveröffentlichungen[1115] wird dem letztgenannten Erklärungsansatz gefolgt. Die vorliegende Arbeit vermutet daher den nachstehenden Zusammenhang:

1112 Vgl. zu dieser Argumentation Hauser (2003), S. 200.
1113 Vgl. Bassen (2002), S. 229, 246-248; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 157.
1114 Vgl. zur Kritik an Analystenempfehlungen: o.V. (2001), S. 33; Hetzer/Palan/Seeger (2001), S. 149f.; Moerschen (2001b), S. 24; Wolff/Wolff (2001), S. 48-50; vgl. auch in: Pietzsch (2004), S. 1f.
1115 Vgl. exemplarisch: Moerschen (2001b), S. 24; o.V. (2001), S. 33.

H 10: Die Marktwirkung auf publizierte Kaufempfehlungen ist höher bei Unternehmen mit hohem positiven operativen Cashflow; die Marktwirkung auf publizierte Verkaufsempfehlungen ist höher im Fall von Unternehmen mit negativem operativen Cashflow.

6.3.5.5 Institutionelles Engagement

Unter institutionellem Engagement wird die Beteiligung institutioneller Investoren wie großen Kapitalanlagegesellschaften und Pensionsfonds verstanden.[1116] Zusammen verfügen diese Gruppen institutioneller Investoren über ein sehr hohes Anlagevolumen. Bei ihrer Anlageentscheidung greifen sie dabei vielfach auf die Einschätzungen und Empfehlungen der Finanzanalysten zurück. Es ist davon auszugehen, dass institutionelle Investoren die zentrale Kundengruppe der Finanzanalysten darstellen.[1117] So profitieren Analysten (indirekt) von einem Engagement institutioneller Investoren, indem diese die Banken der Analysten mit Kauf- und Verkaufstransaktionen beauftragen.[1118] Irvine gelingt in diesem Zusammenhang der empirische Nachweis für den kanadischen Kapitalmarkt, dass Analysten durch ihre Tätigkeit höhere Wertpapierkommissionen generieren. So weisen Bankinstitute regelmäßig einen höheren Handels-Marktanteil auf bei jenen Aktien, die sie durch ihre eigene Aktienanalyse abgedecken.[1119] Es ist zu vermuten, dass Analysten über Kompensationsmodelle indirekt an der Generierung von Handelskommissionen beteiligt werden. [1120]

Es liegt mithin im Interesse der Analysten, ihre zentrale Kundengruppe, die institutionellen Investoren, gezielt auf die eigenen Research-Ergebnisse und Empfehlungen aufmerksam zu machen. Durch diesen ständigen Dialog mit Analysten und den Zugang zu modernen elektronischen Informationssystemen wie Reuters etc. werden institutionelle Investoren somit sehr frühzeitig über Analystenempfehlungen informiert. Aufgrund der mit der Informationsbeschaffung verbundenen Kosten

---

[1116] Vgl. Ferris/Kumar/Sarin (1995), S. 325f.; Leven (2002), S. 17; vgl. auch Pietzsch (2004), S. 165-167.

[1117] Vgl. McNichols (1990), S. 77f.; Eberts (1986), S. 98-107; Wichels (2002), S. 27-39.

[1118] Analysten werden meist nur indirekt an der Generierung von Handelskommissionen beteiligt. Vgl. hierzu auch Irvine (2001a), S. 10f.; McNichols/O'Brien (1997), S. 167-199.

[1119] Vgl. Irvine (2001a), S. 10-16; Irvine (2001b), S. 224; vgl. auch Irvine (2004), S. 125, 147.

[1120] Vgl. zu den Motivationsstrukturen der Analysten und ihren Funktionen die Kapitel 2.1.3 und 2.1.4 dieser Arbeit. Vgl. ergänzend auch McNichols/O'Brien (1997), S. 167-199.

werden viele Privatanleger hingegen erst mit der späteren Publikation in einer Tageszeitung über die Empfehlung informiert.[1121] In der Konsequenz ist anzunehmen, dass es für institutionelle Investoren, welche sich in professioneller Weise mit der Wertpapieranlage beschäftigen, im Vergleich zu Privatinvestoren sehr viel schneller möglich ist, auf neue Informationen wie Analystenempfehlungen zu reagieren.[1122]

Diese Vorstellung wird durch die Forschungsergebnisse von Pruitt/Van Ness unterstützt. Die letztgenannten Autoren stellen in ihrer Untersuchung der Dartboard Kolumne fest, dass verschiedene Investorengruppen sehr unterschiedliche Reaktionsgeschwindigkeiten im Hinblick auf neue Informationen aufweisen. So handelt die Gruppe der kleinsten Investoren noch bis zu vier Tage nach Erscheinen einer neuen Information in der Dartboard Kolumne gegenüber einem Tag bei der Gruppe der größten und typischerweise auch professionelleren Händler.[1123] Dieses Ergebnis deutet darauf hin, dass Unterschiede im Anlageverhalten bestehen; wobei Pruitt/ Van Ness zuzustimmen ist, dass die größeren Orders vermutlich auch mit einer höheren Professionalisierung und höherem Anlagevolumen positiv korrelieren.[1124]

Zusammenfassend legen die vorangegangenen Überlegungen den Schluss nahe, dass institutionelle Investoren sehr frühzeitig von Analystenempfehlungen erfahren und es ihnen möglich ist, bei Bedarf sehr schnell zu reagieren. Daher ist auch davon auszugehen, dass jene Wertpapiere mit einer hohen Anzahl institutioneller Investoren bei der ersten Publikation einer Analystenempfehlung eine im Vergleich entsprechend starke Aktienkursreaktion aufweisen.[1125] In vorliegender Arbeit wird daher folgende Hypothese getestet:

H 11: Die Aktienkursreaktion auf die erste Veröffentlichung einer Analystenempfehlung ist höher bei Unternehmen mit hohem Anteil institutioneller Investoren.[1126]

[1121] Vgl. zum Argument der Kosten der Informationsbeschaffung: Grossmann/Stiglitz (1980), S. 393-408.

[1122] Vgl. Sant/Zaman (1996), S. 619

[1123] Vgl. Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 8-10.

[1124] Vgl. Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 9f.

[1125] Unter institutionellem Anteilsbesitz (kurz: „institutioneller Anteil“) wird im Folgenden der Anteil institutioneller Investoren am Eigenkapital eines Unternehmens verstanden.

[1126] Da das erste Publikationsdatum nicht zur Verfügung steht, wird die Periode von fünf Tagen vor der Publikation in Handelsblatt/FAZ im Hinblick auf abnormale Renditen untersucht.

Während bei Werten mit hohem institutionellem Engagement bereits bei der ersten meist elektronischen Distribution eine deutliche Aktienkursreaktion erwartet werden kann, ist zu vermuten, dass entsprechend bei Werten mit geringem institutionellem Engagement eine stärkere Reaktion zum Zeitpunkt der breiten Veröffentlichung in den Tageszeitungen Handelsblatt und FAZ beobachtet werden kann. Diese Vorstellung führt zu folgender Hypothese:

H 12: **Die Aktienkursreaktion auf die sekundäre Veröffentlichung von Analystenempfehlungen in Handelsblatt und FAZ ist höher bei Unternehmen mit niedrigem Anteil institutioneller Investoren.**

6.3.6 Zusammenfassende Erläuterung der Hypothesenbildung

Die zuvor entwickelten Hypothesen werden in der nachfolgenden Abbildung zusammengefasst. Dabei betreffen die ersten vier Hypothesen Aspekte der Gesamtreaktion; mithin werden sie auch in der Gesamtanalyse diskutiert. Den Hypothesen fünf bis zwölf wird hingegen im Rahmen der univariaten Analysen nachgegangen. Auf Basis der Erkenntnisse der univariaten Analysen wird darüber hinaus auch die Wirkung einzelner Variablen innerhalb verschiedener multivariater Analysen untersucht.[1127]

[1127] Dabei wird das institutionelle Engagement nicht als Variable in der multivariaten Analyse berücksichtigt aufgrund der theoretisch nicht unterschiedlichen Effekten vor und nach der Publikation.

Hypothese	Beschreibung
H1	Zum Zeitpunkt der Publikation einer Verkaufsempfehlung (Kaufempfehlung) in einer Tageszeitung ist die Aktienkursreaktion negativ (positiv).
H2	Der mit der Publikation der Analystenempfehlung verbundene Preiseffekt hat über die Ereignisperiode hinweg Bestand.
H3	Am Neuen Markt werden Informationen nicht im Sinne einer halbstrengen Informationseffizienzhypothese verarbeitet.
H4	Die Aktienkursreaktion auf die sekundäre Verbreitung in einer Tageszeitung ist niedriger im Vergleich zur ersten Verbreitung.
H5	Die Marktwirkung von publizierten Analystenempfehlungen ist größer bei einer hohen Reputation des empfehlenden Institutes.
H6	Zwei oder mehrere gleichgerichtete Analystenempfehlungen, ausgesprochen durch mehrere Banken bzw. publiziert in mehreren Zeitungen (Kategorie II), haben eine größere Marktwirkung im Vergleich zu einer einzelnen Empfehlung (Kategorie I).
H7	Bei kleineren Unternehmen stellen Analystenempfehlungen einen höheren Informationsgehalt dar und führen somit zu höheren Aktienkursreaktionen als Analystenempfehlungen großer Unternehmen.
H8	Bei Unternehmen mit geringer Sekundärmarktliquidität ist die Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen höher.
H9	Die Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen ist niedriger bei Unternehmen mit hoher bestehender Analystenabdeckung.
H10	Die Marktwirkung auf publizierte Kaufempfehlungen ist höher bei Unternehmen mit hohem positiven operativen Cashflow; die Marktwirkung auf publizierte Verkaufsempfehlungen ist höher im Fall von Unternehmen mit negativem operativen Cashflow.
H11	Die Aktienkursreaktion auf die erste Veröffentlichung einer Analystenempfehlung ist höher bei Unternehmen mit hohem Anteil institutioneller Investoren.
H12	Die Aktienkursreaktion auf die sekundäre Veröffentlichung von Analystenempfehlungen in Handelsblatt und FAZ ist höher bei Unternehmen mit niedrigem Anteil institutioneller Investoren.

Abbildung 45: Hypothesen zu den Bestimmungsfaktoren der Marktwirkung von publizierten Analystenempfehlungen

6.4 Gesamtanalyse

Im Rahmen der Gesamtanalyse werden zunächst die Ergebnisse der Gesamtstichprobe, getrennt nach Kauf- und Verkaufsempfehlungen, vorgestellt. Die Arbeit geht dabei nach der bereits in Kapitel 5 beschriebenen Untersuchungsmethodik vor. Dies bedeutet, dass die abnormalen Renditen jeweils für ein Ereignisfenster von t=-25 bis t=+25 berechnet werden. Detailanalysen wie beispielsweise zu den abnormalen Renditen unmittelbar um den Publikationszeitpunkt herum werden ergänzend eingesetzt.[1128] Die Berechnung der abnormalen Renditen findet primär auf Basis der Methode der marktadjustierten Renditen statt; zusätzlich werden jedoch auch die Ergebnisse des Marktmodells vorgestellt. Insgesamt betrifft die Gesamtanalyse in erster Linie die Hypothesen eins bis vier. Sofern zweckmäßig wird darüber hinaus auch erläutert, inwiefern die einzelnen Erklärungsansätze der Wirkung von Sekundärinformationen, beispielsweise die Preisdruck-Hypothese oder die Publizitätshypothese, in der vorliegenden Untersuchung erfüllt wurden.

Die nachfolgenden Tabelle 6-6 und Tabelle 6-7 zeigen für die Kauf- bzw. Verkaufsempfehlungen die gemäß der Marktadjustierung berechneten durchschnittlichen abnormalen Renditen (AR) sowie die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen (CAR). Dabei wird jeweils ein Zeitraum von t= -25 bis t= +25 berücksichtigt. Ob die jeweiligen Werte signifikant von Null verschieden sind, wird durch den T-Test ermittelt und entsprechend gekennzeichnet;[1129] zusätzlich werden in der Tabelle 8-3 und Tabelle 8-4 des Anhangs auch die Ergebnisse des Wilcoxon Rangtests angegeben, welcher für die vorliegende Untersuchung vergleichbare Resultate liefert.

Die Ergebnisse zeigen, dass zum direkten Publikationszeitpunkt die Höhe der abnormalen Renditen bei Verkaufsempfehlungen negative 1,8 Prozent betragen; bei Kaufempfehlungen hingegen positive 0,9 Prozent. Die Aktienkursreaktion entspricht damit der erwarteten Wirkungsrichtung.

[1128] Dies betrifft auch CARs über verschiedene Zeitfenster, die zu einer detaillierteren Analyse beitragen können.

[1129] Die Anzahl der Sternchen *, **, *** gibt an, ob das jeweilige Signifikanzniveau bei 10, 5 oder 1 Prozent liegt.

KAUFEMPFEHLUNGEN (MARKTBEREINIGT)

Tag	AR (in %)[1130]	T (AR)	CAR (in %)	T-CAR	Tag	AR (in %)	T (AR)	CAR (in %)	T-CAR
-25	-0,543	-1,789*	-0,543	-1,789*	**+1**	-0,409	-1,263	5,379	3,420***
-24	-0,380	-1,260	-0,923	-2,067**	**+2**	-0,051	-0,163	5,328	3,385***
-23	-0,144	-0,448	-1,067	-2,024**	**+3**	-0,062	-0,220	5,267	3,340***
-22	0,618	1,951*	-0,449	-0,742	**+4**	-0,331	-1,181	4,936	3,093***
-21	0,808	2,299**	0,360	0,527	**+5**	0,206	0,639	5,142	3,179***
-20	-0,169	-0,549	0,191	0,267	**+6**	0,357	0,986	5,498	3,453***
-19	0,115	0,408	0,306	0,397	**+7**	-0,600	-1,931*	4,898	3,010***
-18	0,069	0,252	0,375	0,492	**+8**	0,256	0,747	5,154	3,148***
-17	0,149	0,506	0,524	0,632	**+9**	0,925	2,900***	6,079	3,775***
-16	-0,825	-2,326**	-0,302	-0,332	**+10**	0,423	1,654*	6,501	4,069***
-15	0,381	1,055	0,079	0,082	**+11**	0,350	1,341	6,852	4,165***
-14	0,435	1,361	0,514	0,506	**+12**	-0,342	-1,188	6,510	3,903***
-13	0,079	0,225	0,593	0,552	**+13**	-0,119	-0,429	6,391	3,810***
-12	0,057	0,183	0,651	0,582	**+14**	0,081	0,309	6,472	3,809***
-11	0,758	2,265**	1,409	1,199	**+15**	-0,089	-0,320	6,383	3,730***
-10	0,332	0,992	1,741	1,474	**+16**	0,080	0,274	6,463	3,887***
-9	-0,143	-0,496	1,598	1,299	**+17**	-0,129	-0,454	6,333	3,735***
-8	0,270	0,856	1,868	1,486	**+18**	0,155	0,653	6,489	3,802***
-7	0,236	0,786	2,104	1,635	**+19**	0,317	1,262	6,806	4,084***
-6	0,376	1,139	2,480	1,921*	**+20**	-0,223	-0,930	6,583	3,892***
-5	0,188	0,509	2,668	2,002**	**+21**	0,238	0,936	6,821	4,044***
-4	0,258	0,710	2,927	2,263**	**+22**	-0,406	-1,469	6,415	3,726***
-3	0,377	1,229	3,304	2,436**	**+23**	0,038	0,142	6,453	3,705***
-2	0,237	0,754	3,541	2,510**	**+24**	-0,341	-1,161	6,112	3,440***
-1	1,304	3,015***	4,844	3,300***	**+25**	-0,715	-1,974**	5,397	2,931***
0	0,944	2,938***	5,788	3,833***					

Signifikanzniveau

*	$\alpha = 0,1$
**	$\alpha = 0,05$
***	$\alpha = 0,01$

Tabelle 6-6: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %) und t-Statistiken, berechnet nach der Methode der marktbereinigten Renditen für die Kaufempfehlungen der Ereignisperiode

[1130] Die durchschnittlichen abnormalen Renditen (AR) und kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen wurden hier nach der Methode der marktbereinigten Renditen berechnet.

VERKAUFSEMPFEHLUNGEN (MARKTBEREINIGT)

Tag	AR (in %)[1131]	T (AR)	CAR (in %)	T-CAR	Tag	AR (in %)	T (AR)	CAR (in %)	T-CAR
-25	-0,232	-0,351	-0,232	-0,351	**+1**	-1,385	-2,30**	-10,71	-2,822***
-24	0,725	1,050	0,493	0,410	**+2**	-0,152	-0,206	-10,86	-2,783***
-23	-0,298	-0,466	0,196	0,121	**+3**	1,469	1,561	-9,39	-2,391**
-22	-0,751	-0,843	-0,555	-0,280	**+4**	-0,554	-1,165	-9,94	-2,540**
-21	-0,790	-1,319	-1,345	-0,646	**+5**	-0,819	-1,463	-10,76	-2,737***
-20	0,102	0,156	-1,242	-0,587	**+6**	-0,375	-0,723	-11,14	-2,807***
-19	-0,096	-0,138	-1,338	-0,606	**+7**	-0,038	-0,072	-11,17	-2,740***
-18	-0,205	-0,260	-1,543	-0,660	**+8**	0,621	1,085	-10,55	-2,573**
-17	-0,081	-0,127	-1,624	-0,674	**+9**	0,026	0,038	-10,53	-2,612***
-16	0,075	0,124	-1,549	-0,638	**+10**	-0,008	-0,012	-10,53	-2,586**
-15	0,704	1,348	-0,844	-0,341	**+11**	0,231	0,359	-10,30	-2,525**
-14	-0,381	-0,652	-1,225	-0,474	**+12**	-0,230	-0,358	-10,53	-2,467**
-13	-0,396	-0,760	-1,622	-0,633	**+13**	-0,089	-0,142	-10,62	-2,525**
-12	-0,481	-0,845	-2,102	-0,811	**+14**	0,013	0,021	-10,61	-2,525**
-11	0,522	0,707	-1,580	-0,593	**+15**	-0,389	-0,743	-11,00	-2,653***
-10	0,261	0,463	-1,319	-0,509	**+16**	-0,360	-0,615	-11,36	-2,692***
-9	1,267	0,729	-0,052	-0,017	**+17**	-0,005	-0,008	-11,37	-2,645***
-8	-0,032	-0,040	-0,084	-0,029	**+18**	0,425	0,831	-10,94	-2,571**
-7	0,079	0,136	-0,005	-0,002	**+19**	-0,127	-0,262	-11,07	-2,676***
-6	-0,433	-0,891	-0,437	-0,151	**+20**	0,321	0,422	-10,75	-2,639***
-5	-0,794	-1,018	-1,231	-0,431	**+21**	-0,248	-0,506	-10,99	-2,729***
-4	-2,099	-2,507**	-3,331	-1,148	**+22**	-0,982	-1,711*	-11,98	-2,960***
-3	0,106	0,144	-3,225	-1,095	**+23**	0,395	0,582	-11,58	-2,831***
-2	-0,779	-0,705	-4,003	-1,258	**+24**	-0,357	-0,441	-11,94	-2,912***
-1	-3,533	-2,789***	-7,536	-2,078**	**+25**	-1,325	-2,016**	-13,2	-3,159***
0	-1,789	-2,676***	-9,325	-2,548**					

Signifikanzniveau

*	$\alpha = 0,1$
**	$\alpha = 0,05$
***	$\alpha = 0,01$

Tabelle 6-7 Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %) und t-Statistiken, berechnet nach der Methode der marktbereinigten Renditen für die Verkaufsempfehlungen der Ereignisperiode

[1131] Die durchschnittlichen abnormalen Renditen (AR) und kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen wurden hier wiederum nach der Methode der marktbereinigten Renditen berechnet

Da die oben genannten abnormalen Renditen zum Publikationszeitpunkt zudem statistisch signifikant auf dem 1-Prozent-Niveau sind, kann die **Hypothese 1** als bestätigt angesehen werden.

Die Abbildung 46 illustriert graphisch die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen (CAR) sowie die durchschnittlichen abnormalen Renditen (AR) innerhalb der Ereignisperiode. Dabei zeigt sich, dass die mit der Publikation der Empfehlungen verbundenen Aktienkurseffekte über die Ereignisperiode hinweg Bestand haben.

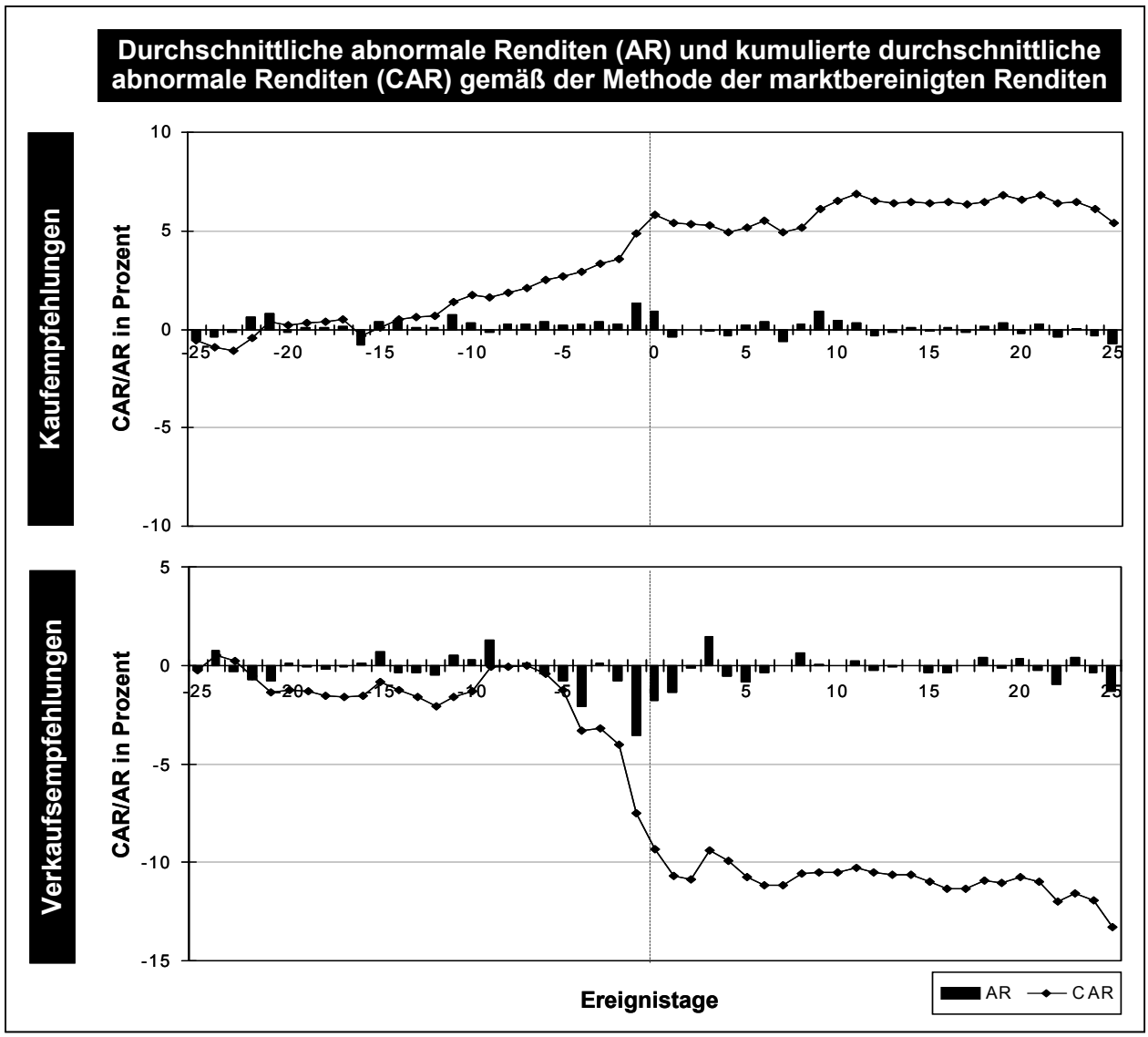


Abbildung 46: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR) und kumulierte durchschnittliche Renditen (CAR) in der Ereignisperiode gemäß der Methode der marktbereinigten Renditen

Wird das erreichte CAR-Niveau am Tag nach der Publikation (t=1) mit dem Niveau zum Ende des Ereignisfensters verglichen, so ist erkennbar, dass das absolute Ursprungsniveau stabil, im Fall von Verkaufsempfehlungen sogar leicht gestiegen ist. Damit ist von einem lang anhaltenden Preiseffekt nach der Publikation auszugehen. Festzustellen ist ferner zwar auch eine leichte Gegenreaktion, welche bei Kaufempfehlungen am fünften und sechsten Tag und bei Verkaufsempfehlungen am dritten Tag eintritt; diese ist jedoch in beiden Fällen nicht statistisch signifikant. Die Preisdruck-Hypothese kann damit allein nicht gänzlich verworfen werden. Da insgesamt allerdings diese Preisrevision nur temporärer Natur zu sein scheint und die beobachteten lang anhaltenden Preiseffekte eindeutig dominieren, stützen die Resultate überwiegend die Wertvolle-Information-Hypothese. Die **Hypothese 2**, welche einen Preiseffekt über die Ereignisperiode hinweg postuliert, kann mithin bestätigt werden.

Dass mit der Publikation einer Analystenempfehlung in einer Tageszeitung und damit deren sekundären Verbreitung noch eine statistisch signifikante Aktienkursreaktion messbar ist,[1132] bedeutet zudem, dass die Kurse diese Informationen noch nicht vollständig nach der ersten Verbreitung reflektieren. Bei einer effizienten Verarbeitung hätten die Informationen bereits mit der ersten Distribution der Empfehlung an die Kunden der Finanzanalysten sowie über elektronische Informationssysteme in den Kursen enthalten sein müssen.[1133] Damit wurden die Informationen zu den Analystenempfehlungen in dieser Untersuchung nicht im Sinne einer halbstrengen Informationseffizienz verarbeitet;[1134] der **Hypothese 3** ist folglich zuzustimmen.

Die Tabelle 6-8 illustriert die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen innerhalb von verschiedenen Zeitfenstern der Ereignisperiode. Dabei wird deutlich, dass die stärksten Aktienkursreaktionen jeweils in den Tagen vor der Publikation festzustellen sind. So nimmt die durchschnittliche abnormale Rendite am Tag vor der Publikation bei Kauf- (Verkaufs-)empfehlungen eine Höhe von 1,3 (-3,5) Pro-

---

[1132] Die durchschnittliche abnormale Rendite am Publikationstag (t=0) ist gemäß dem t-Test statistisch signifikant unterschiedlich von Null auf dem 1-Prozent-Niveau. Gemäß dem Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest ist die AR (0) statistisch signifikant unterschiedlich von Null auf dem 5-Prozent-Niveau bei Kauf- und auf dem 1-Prozent-Niveau bei Verkaufsempfehlungen.

[1133] Vgl. zu den verschiedenen Modellen der Informationseffizienz: Abschnitt 2.4.

[1134] Vgl. zur halbstrengen Informationseffizienz: Fama (1970), S. 383-423; Fama (1976), S. 133-168; Fama (1991), S. 1575-1617; vgl für eine Applikation der Informationseffizienz: Behrens (1997), S. 50-72; vgl. für eine gute Übersicht zur Informationseffizienz: Strong/Walker (1987), S. 121-142.

zent ein gegenüber 0,9 (-1,8) Prozent zum Publikationszeitpunkt (t=0). Auch die CAR-Werte für den Zeitraum von fünf, zehn und 25 Tagen vor der Publikation erreichen jeweils einen absolut höheren Betrag im Vergleich zur abnormalen Rendite zum Publikationszeitpunkt. Mit diesem Resultat wird gleichzeitig die Vorstellung der Hypothese 4 untermauert, welche besagt, dass die Aktienkursreaktion auf die sekundäre Verbreitung niedriger ist im Vergleich zur ersten Verbreitung.

	KAUFEMPFEHLUNGEN		VERKAUFSEMPFEHLUNGEN	
Zeitfenster	**CAR (in %)**	**T (CAR)**	**CAR (in %)**	**T (CAR)**
ZUM PUBLIKATIONSZEITPUNKT				
CAR (0;0)	0,944%	2,938***	-1,789%	-2,676***
CAR (0;1)	0,535%	1,168	-3,174%	-3,408***
KOMBINIERTE ZEITFENSTER				
CAR (-1;1)	1,839%	2,871***	-6,707%	-3,915***
CAR (-2;2)	2,024%	2,540**	-7,637%	-3,043***
CAR (-5;5)	2,661%	2,555***	-10,329%	-3,374***
CAR (-10;10)	5,093%	4,028***	-8,958%	-2,124**
CAR (-25;25)	5,397%	2,931***	-13,268%	-3,159***
VOR DER PUBLIKATION				
CAR (-5;-1)	2,364%	2,930***	-7,099%	-2,754***
CAR (-10;-1)	3,436%	3,252***	-5,956%	-1,653*
CAR (-25;-11)	1,409%	1,199	-1,580%	-0,593
CAR (-25;-1)	4,844%	3,300***	-7,536%	-2,078**
NACH DER PUBLIKATION				
CAR (1;5)	-0,647%	-0,868	-1,441%	-0,989
CAR (1;10)	0,713%	0,744	-1,214%	-0,617
CAR (11;25)	-1,104%	-1,136	-2,729%	-1,300
CAR (1;25)	-0,391%	-0,281	-3,943%	-1,369
Signifikanzniveau				
*	$\alpha = 0,1$			
**	$\alpha = 0,05$			
***	$\alpha = 0,01$			

Tabelle 6-8: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR) ausgewählter Zeiträume der Ereignisperiode

Festgestellt werden kann darüber hinaus, dass die Aktienkursreaktion auf Verkaufsempfehlungen deutlich stärker ausfällt als die Reaktion auf Kaufempfehlungen. Dieses Phänomen bestätigt sich, wie zuvor dargelegt, sowohl für den direkten Publikationszeitpunkt als auch für den gesamten Ereigniszeitraum [-25;25], wo einem Betrag von 5,3 Prozent bei Kaufempfehlungen ein Wert von -13,2 Prozent bei Verkaufsempfehlungen gegenübersteht. Ein ähnliches Bild ergibt sich im Hinblick auf die abnormalen Renditen vor der Publikation als auch bei weiteren kombinierten Zeitfenstern. Ein Grund für dieses Verhalten mag darin liegen, dass

Investoren den Verkaufsempfehlungen ein stärkeres Gewicht beimessen, was angesichts vielfach enttäuschter Erwartungen und der teilweise sehr schlechten Stimmung gerade gegenüber dem Neuer-Markt-Segment nicht wirklich überraschen kann. Eine weitere Ursache mag darin bestehen, dass Finanzanalysten auch im Jahr 2001 noch relativ zurückhaltend mit Verkaufsempfehlungen waren, was sich auch in einer mehr als doppelt so hohen Anzahl Kaufempfehlungen in der Stichprobe widerspiegelt.[1135] Weiterhin ist denkbar, dass Analysten im Untersuchungszeitraum im Fall von Verkaufsempfehlungen teilweise größeren Gefahren für die eigene Reputation ausgesetzt waren, da sie hier die Gegendarstellung durch das Unternehmensmanagement befürchten mussten.[1136] Auch ein verschlechterter Unternehmenszugang oder Konsequenzen in Konsortialgeschäft sind nicht auszuschließen. Wenn angesichts dieser auch durch das Zielsystem der Analysten hervorgerufenen Zurückhaltung trotzdem Verkaufsempfehlungen ausgesprochen wurden,[1137] können diese ein zusätzliches Gewicht bei Investoren erlangen. Gerke/Oerke sprechen in diesem Zusammenhang von einem selbstverstärkenden Effekt, der zu einer höheren Bedeutung von Verkaufsempfehlungen mit einem entsprechend größeren Informationsgehalt führen.[1138] Empirisch können sowohl Womack als auch Gerke/Oerke eine höhere Marktwirkung für Verkaufsempfehlungen als für Kaufempfehlungen ermitteln.[1139]

In Tabelle 6-9 ist die Verteilung der abnormalen Renditen für ausgewählte Zeiträume dargestellt. Dabei zeigt sich eine teilweise beachtliche Streuung, welche mit zunehmender Größe des Zeitfensters stark ansteigt. Exemplarisch sei an dieser Stelle nur die Spreizung der CAR (-25;25) bei Verkaufsempfehlungen von -89,5 Prozent im 5. Perzentil bis + 52,8 Prozent im 95. Perzentil erwähnt.

1135 Vgl. Tabelle 6-3 dieser Arbeit. Die Tendenz unter Analysten eher Verkaufsempfehlungen auszusprechen wird auch durch Greco (1998) bestätigt, der für den US-Kapitalmarkt zeigt, dass weniger als ein Prozent der Sell-Side-Analystenempfehlungen im Jahr 1998 Aktien zum „Verkauf“ empfohlen haben.

1136 Vgl. Gerke/Oerke (1998), S. 194f.

1137 Vgl. ausführlich, inwiefern das analystenseitige Zielsystem stärker Kaufempfehlungen fördert: Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 55f.

1138 Vgl. Gerke/Oerke (1998), S. 194.

1139 Vgl. Womack (1996), S. 139; Gerke/Oerke (1998), S. 193-195.

STICH-PROBE	KAUFEN (N= 271)			VERKAUFEN (N=117)		
	AR (t=0)	CAR (-5;5)	CAR (-25;25)	AR (t=0)	CAR (-5;5)	CAR (-25;25)
Mittelwert	0,94%	2,66%	5,40%	-1,79%	-10,33%	-13,27%
5. Perzentil	-6,08%	-20,88%	-38,38%	-12,23%	-65,93%	-89,50%
25. Perzentil	-1,99%	-6,19%	-11,51%	-5,70%	-28,73%	-46,00%
50. Perzentil	0,61%	1,90%	7,39%	-1,62%	-6,45%	-11,83%
75. Perzentil	2,97%	10,91%	24,49%	1,20%	5,11%	17,11%
95. Perzentil	9,24%	28,38%	51,61%	10,63%	36,81%	52,81%

Tabelle 6-9: Verteilung der abnormalen Renditen in ausgewählten Zeiträumen[1140]

Die bisher vorgestellten Ergebnisse basieren auf der Methode marktadjustierter Renditen. Nicht unerwähnt bleiben sollen an dieser Stelle jedoch auch die Ergebnisse gemäß dem Marktmodell, welche in Tabelle 8-5 und Tabelle 8-6 des Anhangs dargestellt sind. Wie Abbildung 47 graphisch illustriert, verschieben sich bei Anwendung des Marktmodells die Kurven der CAR sowohl für Kauf- als auch für Verkaufsempfehlungen nach unten.[1141] Dies führt beispielsweise dazu, dass auch bei Kaufempfehlungen die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite vom ersten Tag an ein negatives Vorzeichen hat. Eine Ursache hierfür stellt der relativ hohe alpha-Wert der Stichprobe von durchschnittlich 0,28 Prozent in Verbindung mit einem durchschnittlichen Beta-Wert von 0,89 dar. Der von Null abweichende positive alpha-Wert ist Folge der Marktentwicklung im Berechnungsjahr 2000; in der Konsequenz führt er zu einer im Mittel höheren erwarteten Rendite [$E(R_{i,t})$] innerhalb der jeweiligen Ereigniszeiträume. Auch die Differenz aus tatsächlicher Rendite und der höheren erwarteten Rendite wird damit im Mittel geringer ausfallen. Die abnormale Rendite, die diese Differenz beschreibt, fällt somit im vorliegenden Untersuchungsdesign beim Marktmodell geringer aus als bei der Methode marktadjustierter Renditen. Mit dem vorliegenden Verfahren, die alpha- und beta-Werte gesammelt im Jahr vor dem Untersuchungszeitraum zu berechnen, wurde zwar der ursprünglichen Intention einer höheren Stationariatät der Parameter für die volatile Stichprobe der Neuer-Markt-Werte Rechnung getragen. Gleichzeitig muss jedoch konstatiert werden, dass dieses Verfahren auch Einschränkungen hin-

[1140] Die Berechnung der abnormalen Renditen erfolgte hier mittels der Methode marktadjustierter Renditen; vgl. auch Oerke (1999), S. 101.

[1141] Vgl. Abbildung 47.

sichtlich der Prognosegenauigkeit zur Folge hat, was dessen Anwendbarkeit stark begrenzt. Wie zuvor bei Hauser soll daher auch in der vorliegenden Untersuchung nur die Methode der marktadjustierten Renditen als Modell zur Renditebereinigung eingesetzt werden.[1142]

6.5 Univariate Analysen

Im vorangegangenen Abschnitt wurde deutlich, dass Analystenempfehlungen auch zum Zeitpunkt der Publikation in Tageszeitungen Aktienkursreaktionen hervorrufen können, die zu abnormalen Renditen sowohl bei Kauf- als auch bei Verkaufsempfehlungen führen. Inwieweit diese Aktienkursreaktionen auf einzelne Einflussfaktoren zurückgeführt werden können, diskutiert der nachfolgende Abschnitt. Innerhalb der univariaten Analysen wird dabei jeweils der Einfluss eines einzelnen Faktors auf die Informationsverarbeitung isoliert untersucht. Zu diesem Zweck werden jeweils Portfoliountergruppen mit einer hohen und einer niedrigen Merkmalsausprägung gebildet, miteinander verglichen und anschließend analysiert.[1143]

6.5.1 Empirische Ergebnisse zur Reputation der empfehlenden Institute

Als Indikatoren für die Reputation der empfehlenden Institute werden die umfragebasierten Rankings von Extel/Thomson Financial und dem Institutional-Investors-Magazine verwandt.[1144] Sofern ein empfehlendes Institut bei einer der oben genannten Umfragen unter den besten zehn Häusern im Research für Europa oder Deutschland platziert ist, wird es der Kategorie „Hohe Reputation“ zugeordnet. Auf diesem Weg findet eine Unterteilung der Stichprobe statt in Ereignisse bzw. Empfehlungen von Häusern mit einer hoher Reputation auf der einen Seite und Ereignisse weiterer Institute mit mittlerer bis geringer Reputation auf der anderen Seite.

In Abbildung 47 werden die durchschnittlichen abnormalen Renditen innerhalb der fünf Tage vor und nach dem Publikationsdatum in Handelsblatt oder FAZ aufgezeigt. Dabei sind für die Untergruppe der Empfehlungen hoch reputabler Institute

---

[1142] Vgl. Hauser (2003), S. 165-169; 180.

[1143] Vgl. für ein ähnliches Vorgehen: Padberg (1995), S. 304f.; Hauser (2003), S. 224-245.

[1144] Mit der Verwendung des Instititional-Investor-Rankings wird dem Vorgehen von Hong/Kubik (2000), S. 8 gefolgt.

an den Tagen t=-1 und t=0 deutlich höhere Kurswirkung festzustellen als bei Instituten mit geringer Reputation. Die Unterschiede zwischen den beiden Untergruppen sind dabei sowohl auf relativer als auch auf absoluter Basis größer im Fall von Verkaufsempfehlungen. Für die übrigen Tage ist auf den ersten Blick keine eindeutige Entwicklung auszumachen, was weitere Analyseschritte erforderlich macht.

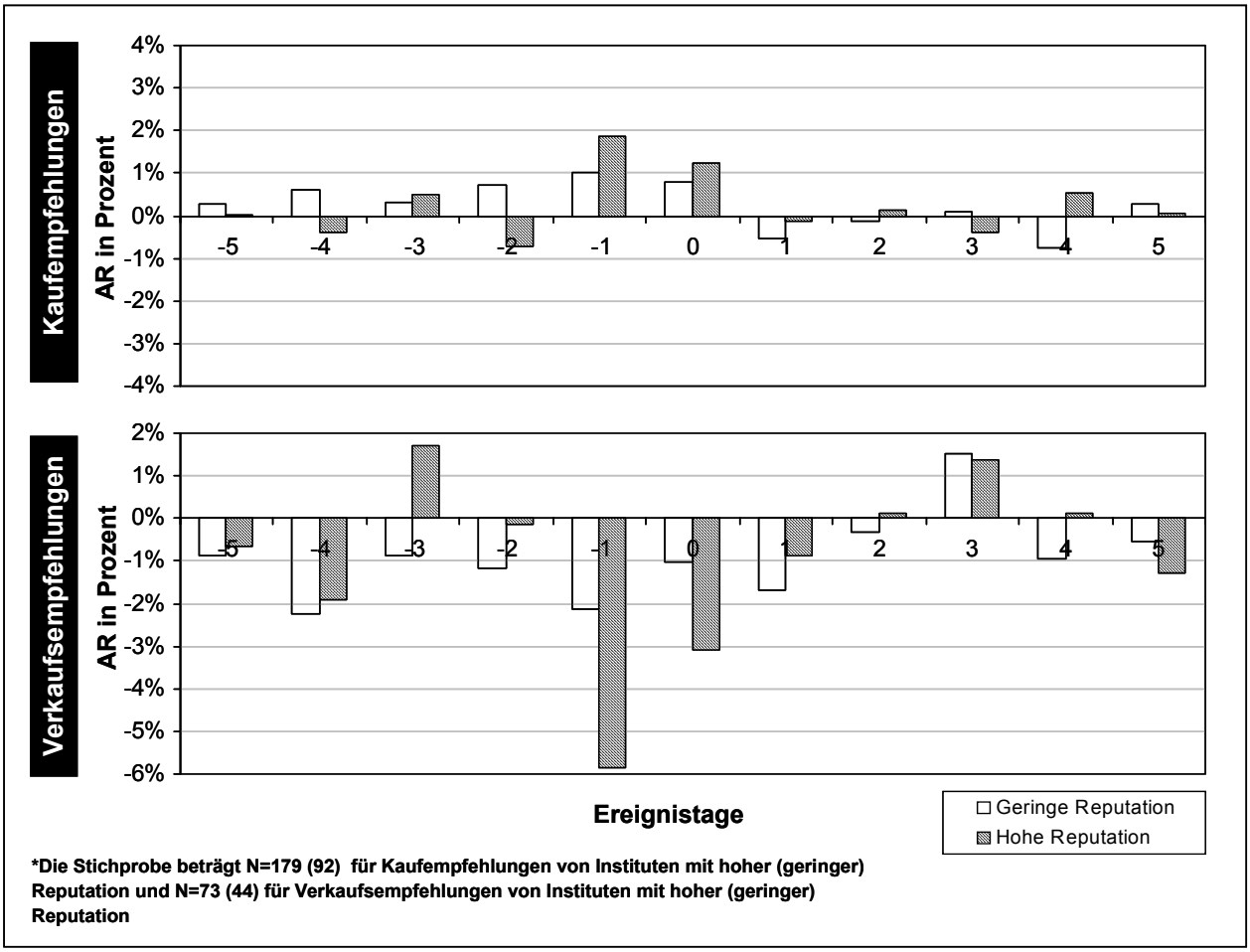


Abbildung 47: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Reputations-Klassen

Auch die Darstellung der kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen (CAR) über die Ereignisperiode hinweg in Tabelle 6-10 bestätigt die vorangegangenen Überlegungen. So wird deutlich, dass die CAR-Unterschiede bei Kaufempfehlungen nur sehr begrenzt sind; es ist eine überwiegend gleichgerichtete Entwicklung bei beiden Untergruppen der Kaufempfehlungen erkennbar. Demgegenüber bestehen bei Verkaufsempfehlungen deutliche Differenzen zwischen den Empfehlungen hoch reputabler und wenig reputabler Institute. So ist bei der erst-

genannten Untergruppe eine starke Kursreaktion von -18,4 Prozent über die Ereignisperiode hinweg festzustellen gegenüber -10,2 Prozent bei der Gruppe wenig reputabler Häuser.

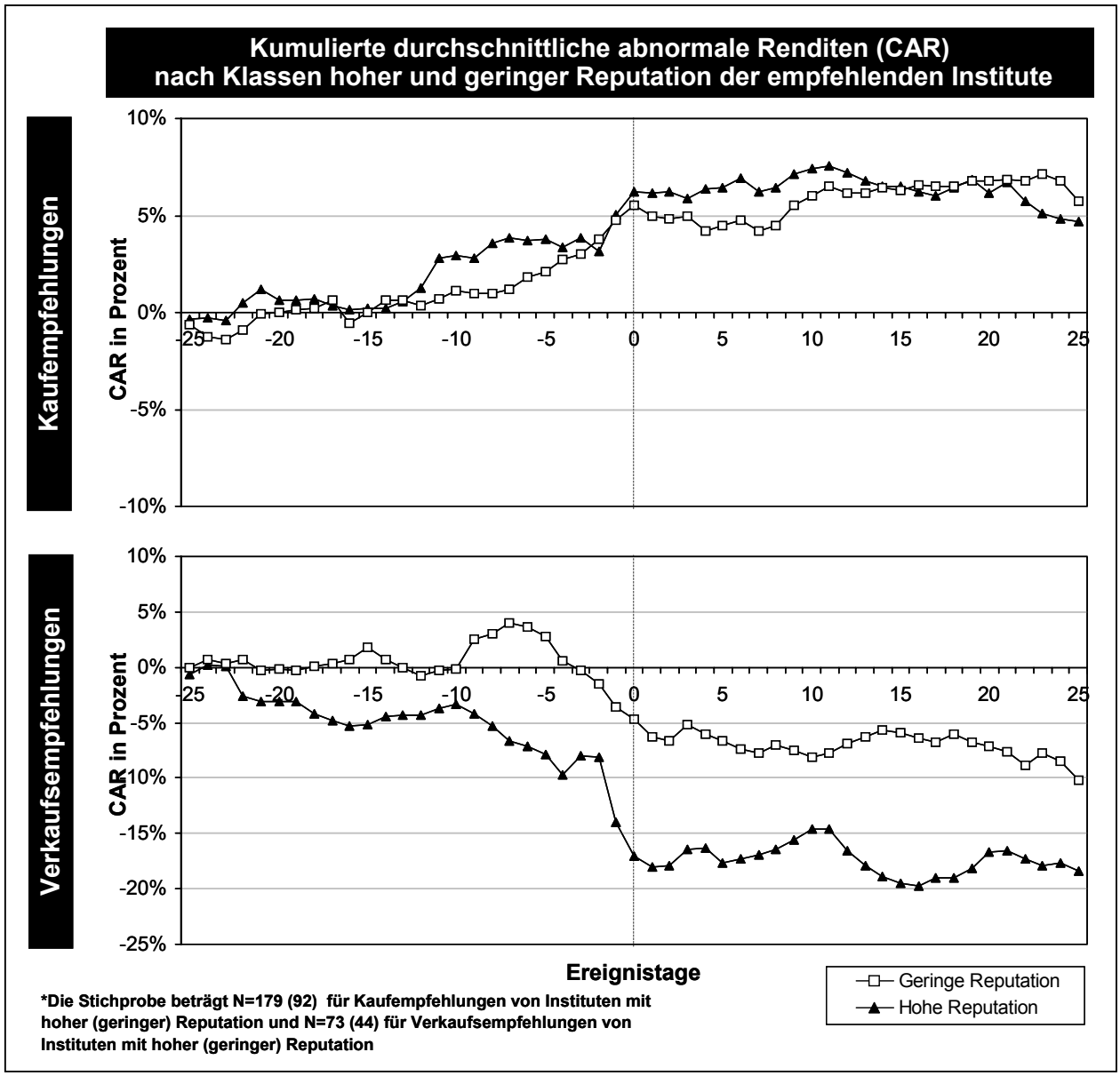


Abbildung 48: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Reputations-Klassen

Analog zur Studie von Kiymaz sollen ferner die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen der Untergruppen (Hohe Reputation/Geringe Reputation) in verschiedenen Zeitfenstern der Ereignisperiode untersucht werden, was einen Eindruck von der Entwicklung erlaubt.[1145] Hierzu werden die CARs beider Unter-

[1145] Vgl. Kiymaz (2002), S. 473.

gruppen sowie deren Mittelwertdifferenzen vor, nach und zum Publikationszeitpunkt sowie in kombinierten Zeitfenstern miteinander verglichen. Es zeigt sich, dass die Unterschiede bei Kaufempfehlungen mit Ausnahme des Publikationszeitpunktes selbst nur sehr gering sind. Nach der Publikation, insbesondere im Zeitraum [11,25], sind sogar negative CARs für die Untergruppe der Empfehlungen sehr reputabler Häuser beobachtbar.

	KAUFEMPFEHLUNGEN			VERKAUFSEMPFEHLUNGEN		
	Hohe Rep.	Geringe Rep.	Mittel-wertdiff.	Hohe Rep.	Geringe Rep.	Mittel-wertdiff.
Zeitfenster	**(n=179)**	**(n=92)**		**(n=73)**	**(n=44)**	
ZUM PUBLIKATIONSZEITPUNKT						
CAR (0;0)	1,25%	0,79%	0,46%	-3,08%	-1,01%	-2,08%
CAR (0;1)	1,11%	0,24%	0,87%	-3,97%	-2,70%	-1,27%
KOMBINIERTE ZEITFENSTER						
CAR (-1;1)	2,97%	1,26%	1,72%	-9,81%	-4,83%	-4,98%
CAR (-2;2)	2,39%	1,84%	0,55%	-9,84%	-6,31%	-3,53%
CAR (-5;5)	2,71%	2,64%	0,07%	-10,43%	-10,27%	-0,16%
CAR (-10;10)	4,64%	5,32%	-0,68%	-10,95%	-7,76%	-3,19%
CAR (-25;25)	4,69%	5,76%	-1,07%	-18,39%	-10,18%	-8,21%
VOR DER PUBLIKATION						
CAR (-5;-1)	1,27%	2,93%	-1,66%	-6,82%	-7,27%	0,45%
CAR (-10;-1)	2,22%	4,06%	-1,84%	-10,31%	-3,33%	-6,98%
CAR (-25;-1)	5,01%	4,76%	0,25%	-14,00%	-3,64%	-10,37%
NACH DER PUBLIKATION						
CAR (1;5)	0,19%	-1,08%	1,27%	-0,53%	-1,99%	1,46%
CAR (1;10)	1,18%	0,48%	0,70%	2,45%	-3,42%	5,87%
CAR (11;25)	-2,74%	-0,26%	-2,48%	-3,76%	-2,11%	-1,65%
CAR (1;25)	-1,56%	0,21%	-1,78%	-1,31%	-5,53%	4,23%

„t-Test“ CAR-Differenz: *, **, *** für ein Signifikanzniveau von 10%, 5%, 1%

Tabelle 6-10: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach Reputations-Klassen

Bei Verkaufsempfehlungen hingegen ist regelmäßig eine sehr viel stärker negative Aktienkursreaktion festzustellen bei Empfehlungen reputabler Institute. Dies gilt insbesondere für die kombinierten Zeitfenster, den Publikationszeitpunkt selbst sowie die Periode vor der Publikation. Nach der Publikation ergibt sich ein uneinheitliches Bild, wobei insbesondere in den ersten zehn Tagen nach der Publikation entgegen der Ursprungserwartung positive CAR für Empfehlungen reputabler Institute konstatiert werden können. Dieses Ergebnis mag möglicherweise auf eine Überreaktion in der Zeit davor hindeuten. Insgesamt überwiegt für die Verkaufs-

empfehlungen jedoch der Eindruck, dass eine sehr hohe Reputation die erwartete negative Aktienkursreaktion verstärkt.

Eine mögliche Erklärung für den unterschiedlichen Einfluss der Reputation auf Kauf- und Verkaufsempfehlung ist darin zu sehen, dass die als sehr reputabel eingestuften Analystenhäuser teilweise deutlich größer und internationaler sind und daher auch eine breitere Kundenbasis haben. Es ist daher möglich, dass die sich aus Kaufempfehlungen ergebenen Chancen bereits zu einem höheren Maße durch die eigene breitere Kundenbasis reputabler Institute ausgenutzt werden.[1146] Für Verkaufsempfehlungen mag dies aufgrund bekannter Short-Sale-Restriktionen nur in begrenztem Maße möglich sein.

Vor diesem Hintergrund kann für Verkaufsempfehlungen der Hypothese einer größeren Marktwirkung bei höherer Reputation des empfehlenden Institutes zugestimmt werden; bei Kaufempfehlungen ist dies allerdings nur eingeschränkt für den Publikationszeitpunkt selbst möglich.

6.5.2 Empirische Ergebnisse zum Ausmaß der Berichterstattung

Frühere Untersuchungen konnten bereits einen Einfluss der Empfehlungsformulierung[1147] oder auch der Schwerpunktbildung in den Artikeln[1148] auf die Aktienkursreaktion von Sekundärinformationen feststellen. Die vorliegende Untersuchung berücksichtigt diesen Aspekt, indem das „Ausmaß der Berichterstattung“ analysiert wird. Unter dem letztgenannten Begriff „Ausmaß der Berichterstattung“ wird dabei in der vorliegenden Untersuchung die Frage verstanden, ob mehr als eine gleichgerichtete Empfehlung innerhalb eines Zeitfensters von +/- 5 Tagen in den berücksichtigten Tageszeitungen Handelsblatt oder FAZ erschienen ist. Hierbei werden zwei Gruppierungen vorgenommen: zum einen die Gruppe von Ereignissen, welche jeweils nur eine einzige Empfehlung in einer Tageszeitung betrifft (Einzelempfehlung); zum anderen jene Gruppe, welche sich auf gleichgerichtete Ereignisse bezieht, die in verschiedenen Zeitungen publiziert oder durch verschiedene Banken ausgesprochen wurden (Vielfachempfehlung).[1149]

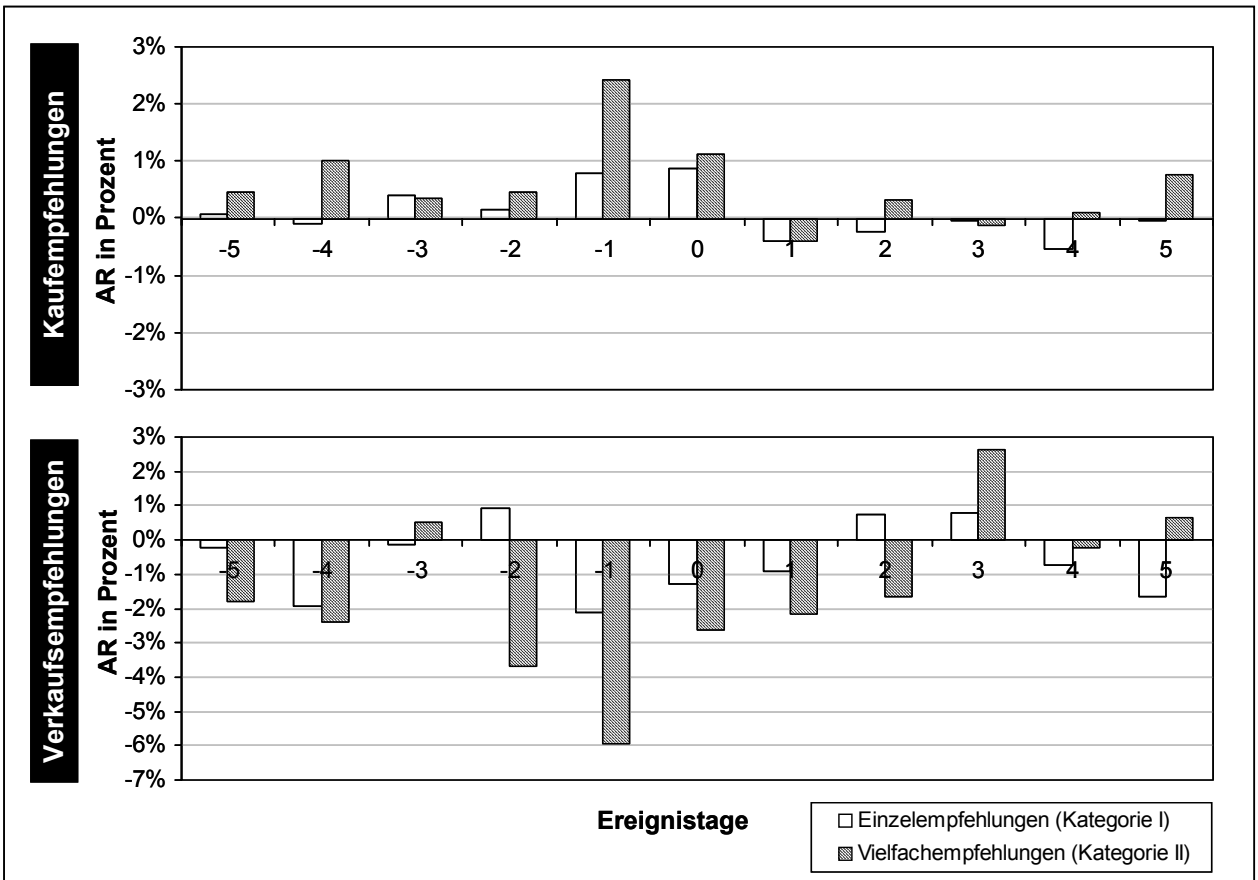
[1146] Ein negativer Einfluss der Größe des Analystenhauses auf die Kurswirkung von Kaufempfehlungen wird von Branson/Guffey/Pagach (1998), S. 119 festgestellt.

[1147] Vgl. Wijmenga (1990), S. 574-576.

[1148] Vgl. Liu/Smith/Syed (1990), S. 408; Beneish (1991), S. 409f.

[1149] Es sind dabei verschiedene Varianten möglich, die dieser Kategorie II zugeordnet werden: eine Empfehlung in beiden Zeitungen, mehrere Empfehlungen in einer Zeitung oder mehrere Empfeh-

Innerhalb der nachfolgenden Untersuchung sollen zunächst graphisch die Unterschiede zwischen den beiden Kategorien im Hinblick auf durchschnittliche abnormale Renditen und kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen illustriert werden. Dieser Untersuchung folgt eine Detailanalyse der CARs über verschiedene Zeitfenster. Die Entwicklung der durchschnittlichen abnormalen Renditen in den fünf Tagen vor und nach dem Publikationstag ist in Abbildung 49 graphisch dargestellt. Dabei zeigt sich, dass erwartungsgemäß für die Vielfachempfehlungen eine wesentlich höhere Marktwirkung an den Tagen t=-1 und t=0 konstatiert werden kann. Bei Verkaufsempfehlungen gilt dies auch noch an den zwei darauffolgenden Tagen. Die Ergebnisse zum unmittelbaren Publikationszeitpunkt bestätigen damit die vermutete Hypothese zum Ausmaß der Empfehlung.[1150]



***Die Stichprobe beträgt N=185 für einzelne Kaufempfehlungen durch eine Bank ausgesprochen und in einer Zeitung publiziert (Kategorie I) und N= 86 für Ereignisbündelungen, welche zwei oder mehr gleichgerichtete Kaufempfehlungen durch mehrere Banken bzw. in mehreren Zeitungen enthalten (Kategorie II). Für Verkaufsempfehlungen der Kategorie I (II) beträgt die Stichprobe N= 74 (43).**

Abbildung 49: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des Empfehlungsausmaßes[1151]

lungen in beiden Zeitungen. Auf eine weitere Differenzierung wurde aufgrund der dann geringen Stichprobe verzichtet.

1150 Vgl. Abbildung 49.

1151 Quelle: Eigene Darstellung.

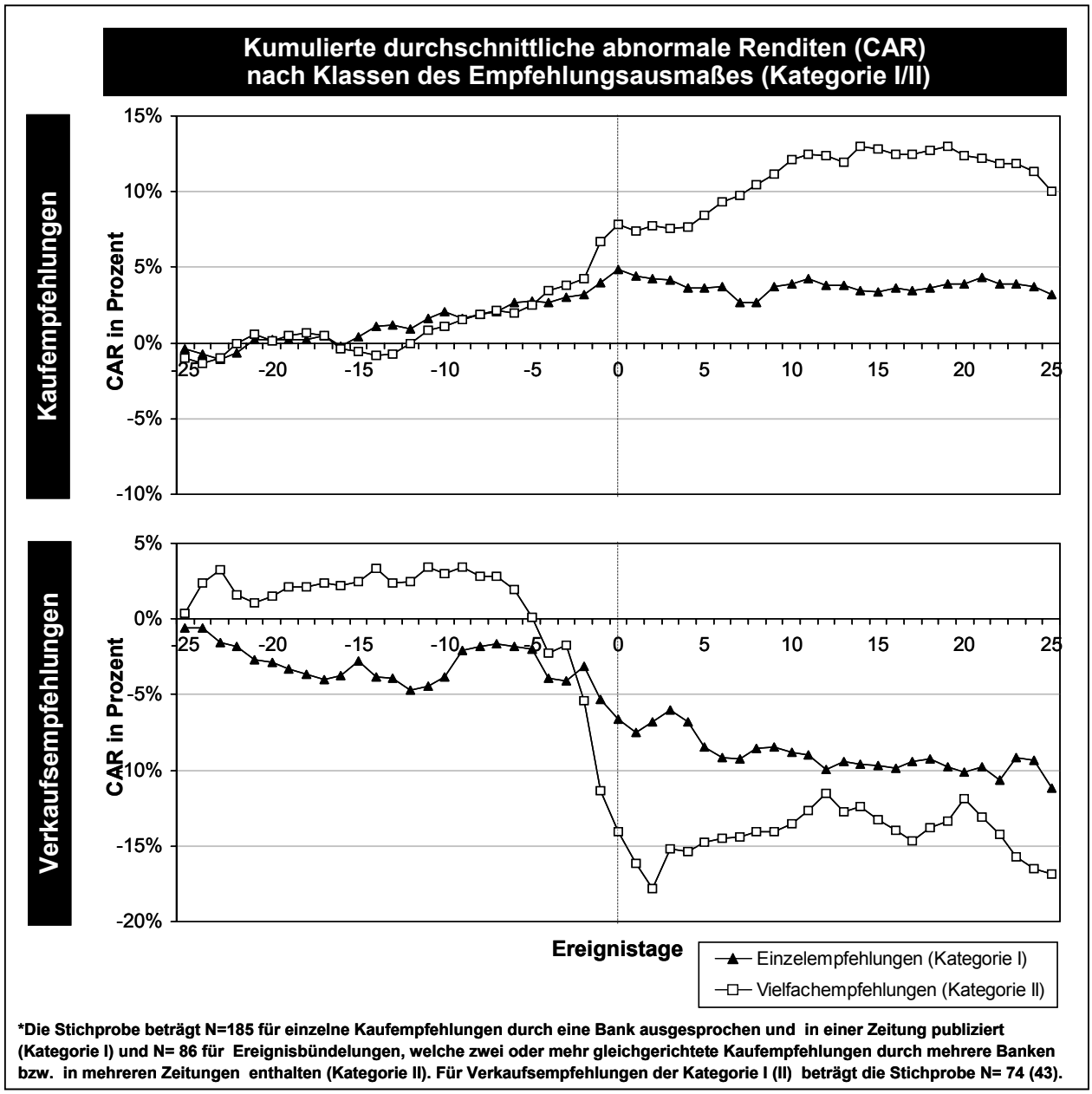


Abbildung 50: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des Empfehlungsausmaßes

Auch bei der Betrachtung des gesamten Ereigniszeitraums zeigt sich, dass Vielfachempfehlungen mit absolut höheren kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen verbunden sind (vgl. Abbildung 50). So erreicht der entsprechende CAR-Wert (-25;25) im Hinblick auf Kauf- (Verkaufs-)empfehlungen eine Höhe von 3,2 (-10,0) Prozent bei Einzelempfehlungen; diesem steht ein Betrag von 10,0 (-16,8) Prozent bei Vielfachempfehlungen gegenüber.[1152] Ferner wird deutlich, dass sich

[1152] Vgl. Abbildung 50.

bei Kauf- und Verkaufsempfehlungen in unterschiedlichen Zeitfenstern durchaus eine differenzierte Entwicklung der CARs beobachten lässt. Einen größeren Aufschluss geben diesbezüglich die in Tabelle 6-11 dargestellten CARs über verschiedene Zeitfenster. Deren Ergebnisse bestätigen dabei die auf graphischer Grundlage getroffenen Vorstellungen. So ist im Zeitfenster um den Publikationszeitpunkt als auch in den kombinierten Zeitfenstern jeweils eine deutlichere Kursreaktion bei Vielfachempfehlungen festzustellen. Dies gilt sowohl für Kauf- als auch für Verkaufsempfehlungen. Wird das Zeitfenster vor der Publikation separat betrachtet, so zeigt sich nur für die zehn Tage vor der Publikation [-10;-1]eine deutlichere Marktwirkung der Vielfachempfehlungen, dies ist in der Zeit davor [-25;-11] jedoch nicht feststellbar.

	KAUFEMPFEHLUNGEN			VERKAUFSEMPFEHLUNGEN		
	Kat. I (Einzel.)	**Kat. II (Vielf.)**	**Mittelwertdiff.**	**Kat. I (Einzel.)**	**Kat. II (Vielf.)**	**Mittelwertdiff.**
Zeitfenster	**(n=179)**	**(n=92)**		**(n=73)**	**(n=44)**	
ZUM PUBLIKATIONSZEITPUNKT						
CAR (0;0)	0,86%	1,12%	-0,26%	-1,29%	-2,64%	1,35%
CAR (0;1)	0,45%	0,72%	-0,27%	-2,23%	-4,81%	2,58%
KOMBINIERTE ZEITFENSTER						
CAR (-1;1)	1,24%	3,13%	-1,89%	-4,36%	-10,75%	6,38%*
CAR (-2;2)	1,15%	3,90%	-2,74%	-2,73%	-16,08%	13,35%***
CAR (-5;5)	0,90%	6,46%	-5,56%**	-6,64%	-16,67%	10,03%
CAR (-10;10)	2,24%	11,23%	-8,99%***	-4,31%	-16,96%	12,65%
CAR (-25;25)	3,24%	10,04%	-6,80%*	-11,20%	-16,83%	5,63%
VOR DER PUBLIKATION						
CAR (-5;-1)	1,29%	4,67%	-3,37%*	-3,50%	-13,28%	9,78%
CAR (-10;-1)	2,33%	5,81%	-3,48%	-0,82%	-14,79%	13,97%*
CAR (-25;-11)	1,67%	0,85%	0,81%	-4,48%	3,41%	-7,89%
CAR (-25;-1)	4,00%	6,67%	-2,67%	-5,30%	-11,38%	6,08%
NACH DER PUBLIKATION						
CAR (1;5)	-1,26%	0,67%	-1,93%	-1,84%	-0,75%	-1,09%
CAR (1;10)	-0,95%	4,29%	-5,25%**	-2,19%	0,47%	-2,66%
CAR (11;25)	-0,67%	-2,04%	1,38%	-2,41%	-3,28%	0,87%
CAR (1;25)	-1,62%	2,25%	-3,87%	-4,60%	-2,81%	-1,79%

„t-Test“ CAR-Differenz: *, **, *** für ein Signifikanzniveau von 10%, 5%, 1%

Tabelle 6-11: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach Klassen des Empfehlungsausmaßes[1153]

Im Zeitfenster nach der Publikation ergibt sich für Kauf- und Verkaufsempfehlungen eine unterschiedliche Entwicklung. So kann bei Kaufempfehlungen der Kate-

[1153] Quelle: Eigene Darstellung.

gorie II im Vergleich zur Kategorie I eine höhere Marktwirkung in der erwarteten Richtung ausgemacht werden.

Bei Verkaufsempfehlungen ist das Bild hingegen differenzierter. Bei Vielfachempfehlungen ist hier von t=3 bis t=11 an Stelle der bis dahin deutlich negativen Kurseffekte eine Gegenbewegung mit stark positiven abnormalen Renditen festzustellen. Diese schwächen sich zwar anschließend wieder etwas ab, führen jedoch insgesamt zu einer positiven kumulierten durchschnittlichen abnormalen Rendite im gesamten Zeitfenster nach der Publikation. Diese Gegenreaktion bei Vielfachempfehlungen mag als Anzeichen für einen Preisdruck-Effekt interpretiert werden. Beachtenswert scheint auch die Tatsache, dass für Vielfachempfehlungen bereits vor der Publikation höhere Aktienkurseffekte beobachtbar sind. Ein möglicher Erklärungsansatz für diese Tatsache mag darin liegen, dass Empfehlungen, die bereits eine starke Aktienkursreaktion hervorgerufen haben, von den Zeitungen besonders gerne aufgegriffen und somit publiziert werden.

Insgesamt bestätigen insbesondere die Ergebnisse im Hinblick auf das Zeitfenster um den Publikationszeitpunkt sowie in den kombinierten Zeitfenstern die Hypothese einer höheren Marktwirkung der Vielfachempfehlungen. Mit Ausnahme der Periode nach dem Publikationszeitpunkt kann daher der Hypothese H 6 zugestimmt werden. Als Ursache für die höhere Marktwirkung der Vielfachempfehlungen ist die höhere Aufmerksamkeit und verbesserte Wahrnehmung unter Investoren bei einer doppelten Publikation vorstellbar; denkbar ist auch, dass mehrere gleichgerichtete Analystenempfehlungen dazu beitragen, das Vertrauen in diese Analyse zu festigen und somit verstärkt eine Handlung nach sich ziehen.

6.5.3 Empirische Ergebnisse zu spezifischen Unternehmensaspekten

Neben Gesichtspunkten zur empfehlenden Investmentbank und zum Ausmaß der Berichterstattung sollen auch spezielle Unternehmensaspekte hinsichtlich ihres Einflusses auf die Marktwirkung untersucht werden. Hierzu gehört auch die Marktkapitalisierung.

6.5.3.1 Marktkapitalisierung

Für die Unternehmensgröße, approximiert durch die Marktkapitalisierung, wird ein inverser Zusammenhang zur Aktienkursreaktion erwartet.[1154] In der folgenden ver-

[1154] In der Literatur wird der Einfluss der Marktkapitalisierung (als Approximation der Unternehmensgröße) auf die Aktienkursreaktion unter anderem von Albert/Smaby (1996), S. 66ff., Huth/Maris

gleichenden Analyse wurde die Kursreaktion in eine Gruppe mit geringer (Klein) und eine Gruppe mit hoher Marktkapitalisierung (Groß) unterteilt.

Wie in Abbildung 51 ersichtlich, ergeben sich für Kaufempfehlungen zum Publikationszeitpunkt [-1;0] jeweils leicht höhere Reaktionen bei der Gruppe kleinerer Unternehmen. Für Verkaufsempfehlungen kann hingegen keine eindeutige Aussage getroffen werden. Denn während für die Gruppe kleiner Unternehmen an den Tagen t= -1 und t=+1 erhöhte Kursreaktionen konstatiert werden können, sind diese am Tag t=0 von geringerer Höhe.

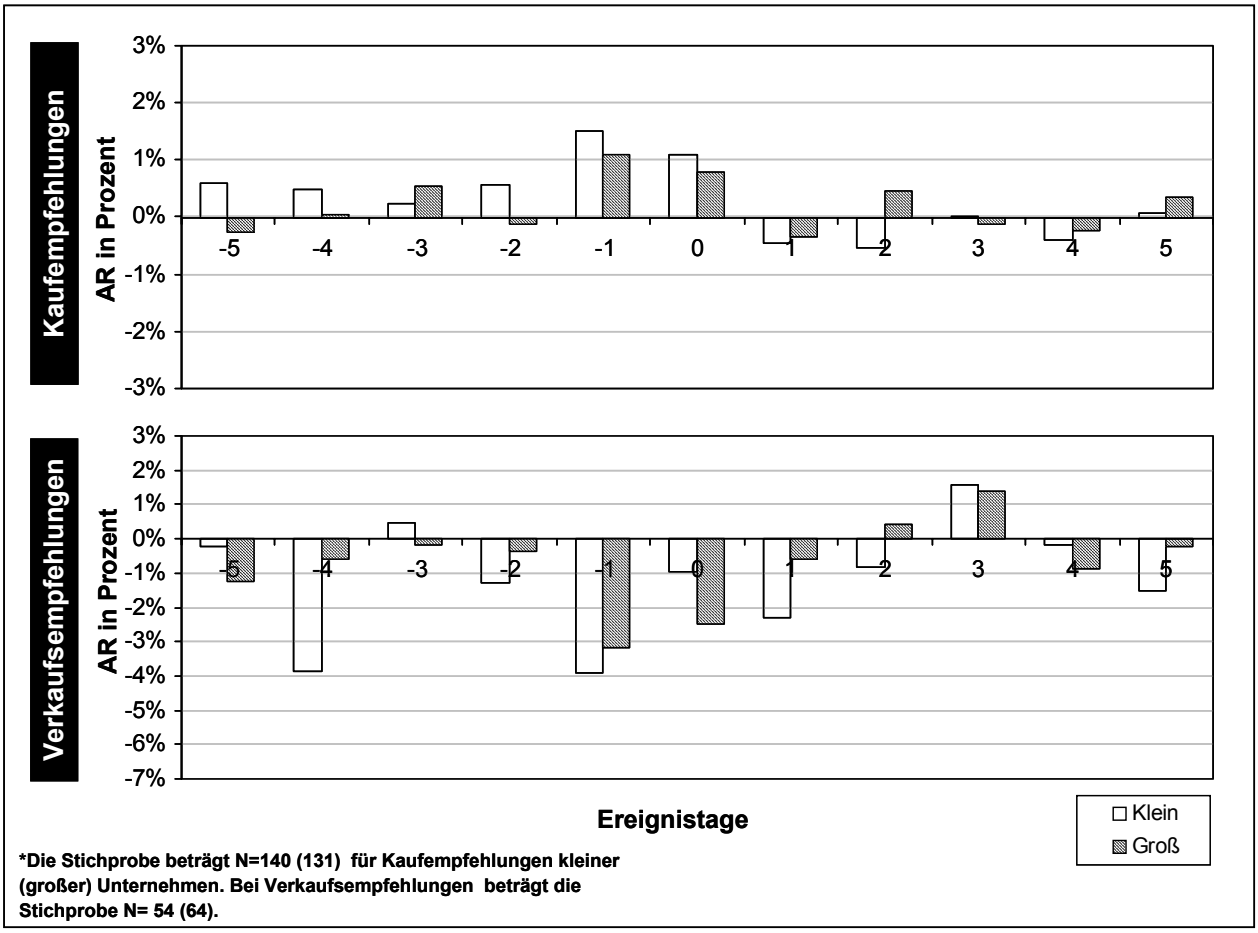


Abbildung 51: Durchschnittliche abnormale Renditen nach der Unternehmensgröße[1155]

Die Entwicklung der kumulierten abnormalen Renditen innerhalb der Ereignisperiode ist in Abbildung 52 dargestellt. Dabei zeigt sich, dass die CARs beider Gruppen im Fall von Kauf- und Verkaufsempfehlungen durchaus unterschiedliche Entwicklungen aufweisen. Bei Kaufempfehlungen ist insbesondere in der Zeit vor

(1992), S. 27ff., Bolster/Trahan (2000), S. 2f., Liang (1996), S. 20, Barber/Loeffler (1993), S. 281 beleuchtet.

1155 Quelle: Eigene Darstellung.

der Publikation ein stärkerer Anstieg der abnormalen Renditen kleinerer Unternehmen zu beobachten. Nach dem Publikationszeitpunkt bis zum Ende der Ereignisperiode gleichen sich die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen beider Gruppen jedoch zusehens an. Dies hat zur Konsequenz, dass die Unterschiede zwischen beiden Gruppen über die gesamte Ereignisperiode hinweg vernachlässigbar sind.

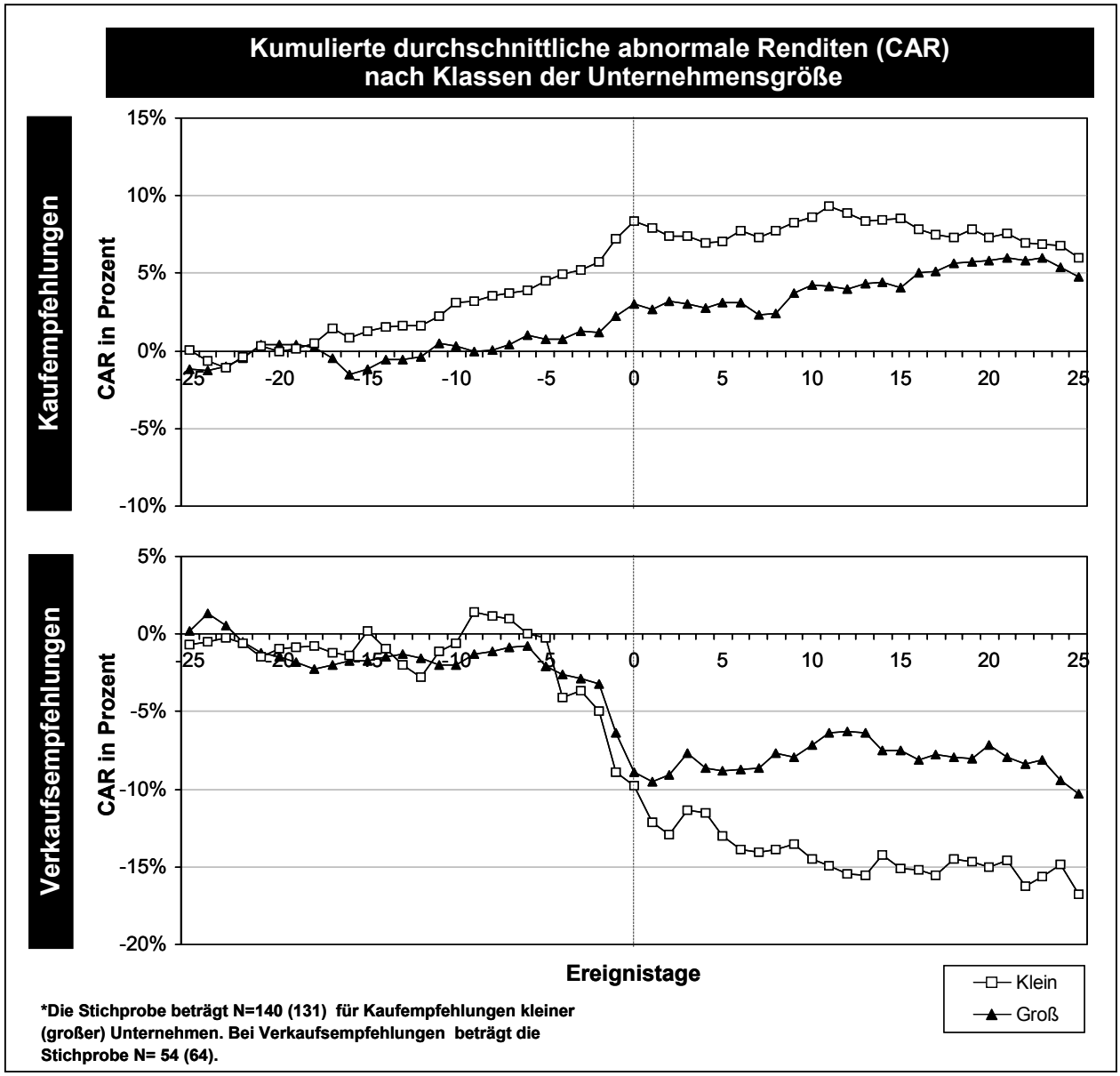


Abbildung 52: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen der Unternehmensgröße[1156]

[1156] Quelle: Eigene Darstellung.

Bei Verkaufsempfehlungen kann demgegenüber eine relativ parallele Entwicklung bis zum Publikationszeitpunkt konstatiert werden; danach lässt sich eine steigende Differenz zwischen den CARs kleiner und großer Unternehmen beobachten.

Ergänzend zu den zuvor dargestellten Abbildungen werden in Tabelle 6-12 zusätzlich die kumulierten abnormalen Renditen in verschiedenen Zeitfenstern aufgeführt. Hierbei bestätigt sich der Eindruck aus der graphischen Analyse: Zum Publikationszeitpunkt selbst sind im Hinblick auf Kaufempfehlungen leicht höhere Werte für die Untergruppe der kleinen Unternehmen zu beobachten; bei Verkaufsempfehlungen hingegen ist keine eindeutige Richtung erkennbar. Dem stehen die Ergebnisse der kombinierten Zeitfenster entgegen: Hier kann für Kauf- als auch für Verkaufsempfehlungen eine höhere Marktwirkung in der Untergruppe kleinerer Unternehmen festgestellt werden.

	KAUFEMPFEHLUNGEN			**VERKAUFSEMPFEHLUNGEN**		
	Klein	**Groß**	**Mittel-wertdiff.**	**Klein**	**Groß**	**Mittel-wertdiff.**
Zeitfenster	**(n=140)**	**(n=131)**		**(n=54)**	**(n=64)**	
ZUM PUBLIKATIONSZEITPUNKT						
CAR (0;0)	1,09%	0,79%	0,30%	-0,95%	-2,51%	1,55%
CAR (0;1)	0,63%	0,43%	0,20%	-3,25%	-3,10%	-0,15%
KOMBINIERTE ZEITFENSTER						
CAR (-1;1)	2,13%	1,53%	0,61%	-7,18%	-6,30%	-0,88%
CAR (-2;2)	2,17%	1,87%	0,30%	-9,27%	-6,24%	-3,03%
CAR (-5;5)	3,14%	2,15%	0,99%	-13,03%	-8,01%	-5,01%
CAR (-10;10)	6,32%	3,78%	2,54%	-13,41%	-5,14%	-8,27%
CAR (-25;25)	5,99%	4,77%	1,22%	-16,78%	-10,25%	-6,53%
VOR DER PUBLIKATION						
CAR (-5;-1)	3,37%	1,29%	2,08%	-8,83%	-5,61%	-3,22%
CAR (-10;-1)	4,99%	1,77%	3,22%	-7,74%	-4,43%	-3,32%
CAR (-25;-11)	2,27%	0,49%	1,78%	-1,11%	-1,98%	0,86%
CAR (-25;-1)	7,26%	2,26%	**5,00%***	-8,86%	-6,40%	-2,45%
NACH DER PUBLIKATION						
CAR (1;5)	-1,32%	0,08%	-1,40%	-3,24%	0,10%	-3,35%
CAR (1;10)	0,24%	1,22%	-0,98%	-4,72%	1,79%	**-6,51%***
CAR (11;25)	-2,60%	0,50%	-3,10%	-2,26%	-3,13%	0,88%
CAR (1;25)	-2,37%	1,72%	-4,08%	-6,98%	-1,34%	-5,63%

„t-Test“ CAR-Differenz: *, **, *** für ein Signifikanzniveau von 10%, 5%, 1%

Tabelle 6-12: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach der Unternehmensgröße

Für Kaufempfehlungen ergibt sich für die Gruppe kleinerer Unternehmen im Zeitfenster vor der Publikation eine höhere Marktwirkung; im Zeitfenster nach der

Publikation hingegen eine geringere Marktwirkung der Analystenempfehlungen.[1157] Der Eindruck aus der graphischen Analyse wird damit bestätigt. Für Verkaufsempfehlungen sind die Unterschiede in den zeitlich vom Publikationszeitpunkt entfernteren Perioden [-25;-11] und [+11;+25] vernachlässigbar. Im Zeitraum von zehn Tagen um den Publikationstag herum weist die Gruppe kleinerer Unternehmen jeweils deutlich negativere Werte und damit eine höhere Marktwirkung auf als die Gruppe größerer Unternehmen. Diese Entwicklung ist vergleichsweise ausgeprägter in dem Zeitfenster nach der Publikation.[1158]

Vor dem Hintergrund der insgesamt nicht immer eindeutigen Ergebnisse kann nur die eingeschränkte Aussage getroffen werden, dass eine geringere Unternehmensgröße in der Tendenz mit einer höheren Marktwirkung einhergeht. Abweichungen von dieser Tendenz bestehen bei Verkaufsempfehlungen insbesondere für den direkten Publikationszeitpunkt und die zeitlich vom Publikationszeitpunkt entfernten Perioden sowie bei Kaufempfehlungen im Zeitfenster nach der Publikation. Der Hypothese 7 wird mithin auch nur unter den obigen Einschränkungen gefolgt. Die Vorstellung, dass Analystenempfehlungen kleinerer Unternehmen einen höheren Stellenwert einnehmen und damit einen höheren Informationsgehalt haben, bestätigt sich damit auch nur teilweise.

6.5.3.2 Sekundärmarktliquidität

Im Hinblick auf den Einflussfaktor der Sekundärmarktliquidität wurde eine höhere Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen bei Unternehmen mit geringerem Handelsvolumen vermutet.[1159]

Bei Betrachtung des Zeitfensters von fünf Tagen um den Publikationszeitpunkt herum lässt sich diese Vermutung nicht bestätigen (vgl. Abbildung 53). So ist für Kaufempfehlungen von Unternehmen mit geringer Sekundärmarktliquidität am Tag t=-1 und t=0 jeweils eine deutlich niedrigere Marktwirkung festzustellen. Diese ist im letztgenannten Fall auch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau. Im Hinblick auf die Marktwirkung von Verkaufsempfehlungen um den unmittelbaren

---

[1157] Dies ist zu sehen an den negativen Mittelwertdifferenzen bei Kaufempfehlungen nach dem Publikationszeitpunkt.

[1158] Die Unterschiede im Hinblick auf die CAR (1;10) zwischen der Gruppe großer und kleiner Unternehmen sind statistisch signifikant auf dem 10-Prozent-Niveau gemäß dem t-Test.

[1159] Vgl. Abschnitt 6.3.5.2 dieser Arbeit zur Hypothesenbildung im Bezug auf die Sekundärmarktliquidität

Publikationszeitpunkt herum lässt sich insgesamt eine gemischte Situation konstatieren. So ergibt sich zwar für die Gruppe von Unternehmen mit geringer Sekundärmarktliquidität am Tag vor und nach der Publikation eine höhere Marktwirkung in der erwarteten Richtung, am Publikationstag selbst kehrt sich diese Sitution allerdings um.

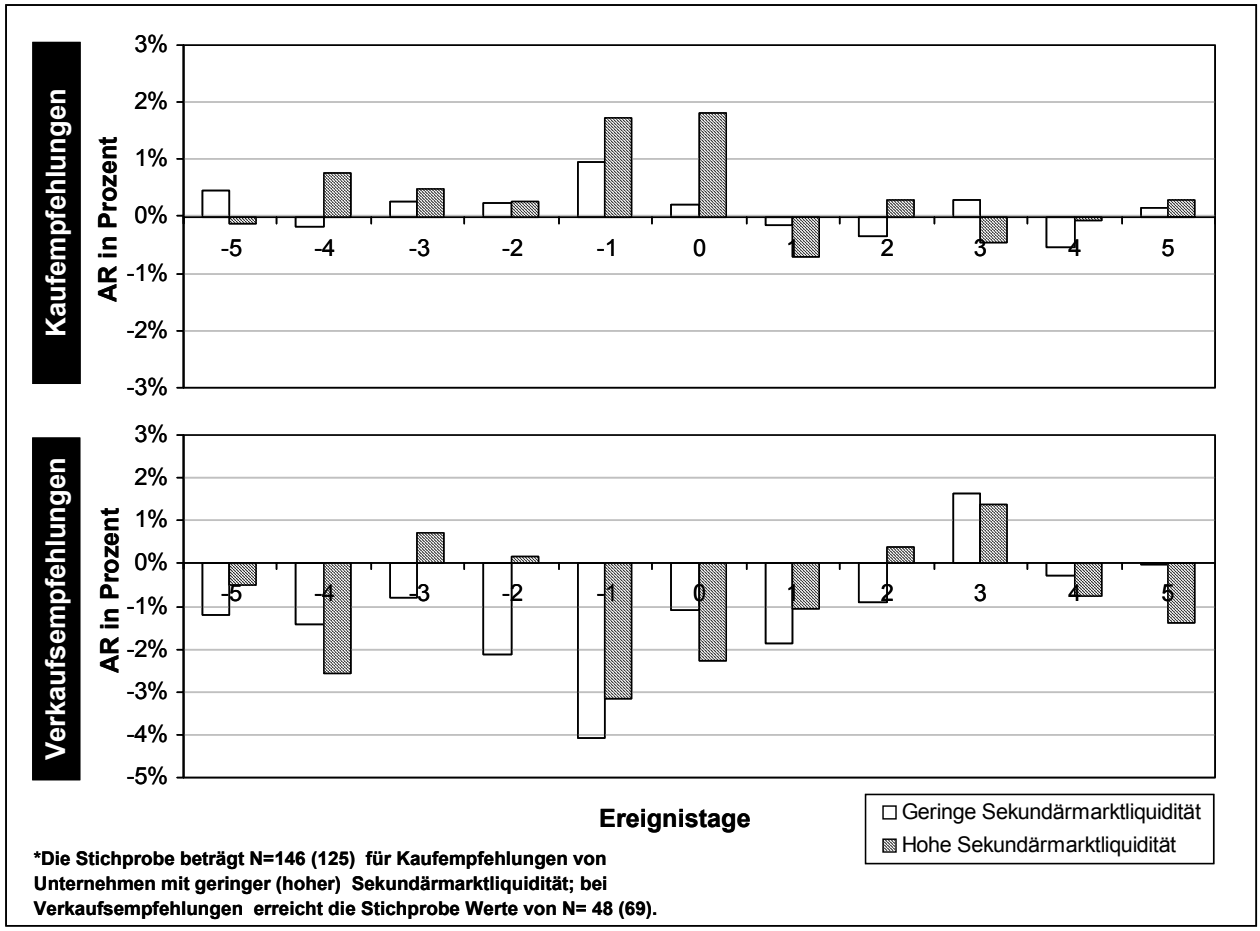


Abbildung 53: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen der Sekundärmarktliquidität[1160]

Werden die kumulierten durchschnittlichen Renditen über die gesamte Ereignisperiode hinweg betrachtet, so können keine signifikanten Unterschiede bei Kaufempfehlungen erkannt werden. Bei Verkaufsempfehlungen ergeben sich hingegen für die Klassifizierung „Geringe Sekundärmarktliquidität“ deutlich negativere kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen, was auf eine insgesamt höhere Marktwirkung in dieser Gruppe schließen lässt.

[1160] Quelle: Eigene Darstellung.

Eine differenziertere Betrachtung erlaubt die Analyse der CARs verschiedener Zeitfenster in Tabelle 6-13. Dabei zeigt sich, dass die Ausgangshypothese für Kaufempfehlungen nicht bestätigt werden kann bzw. verworfen werden muss. Der Vergleich der beiden Gruppen mit hoher und niedriger Sekundärmarktliquidität im Zeitfenster um den Publikationszeitpunkt herum als auch in den kombinierten Zeitfenstern widerspricht deutlich dem angenommenen Verlauf.

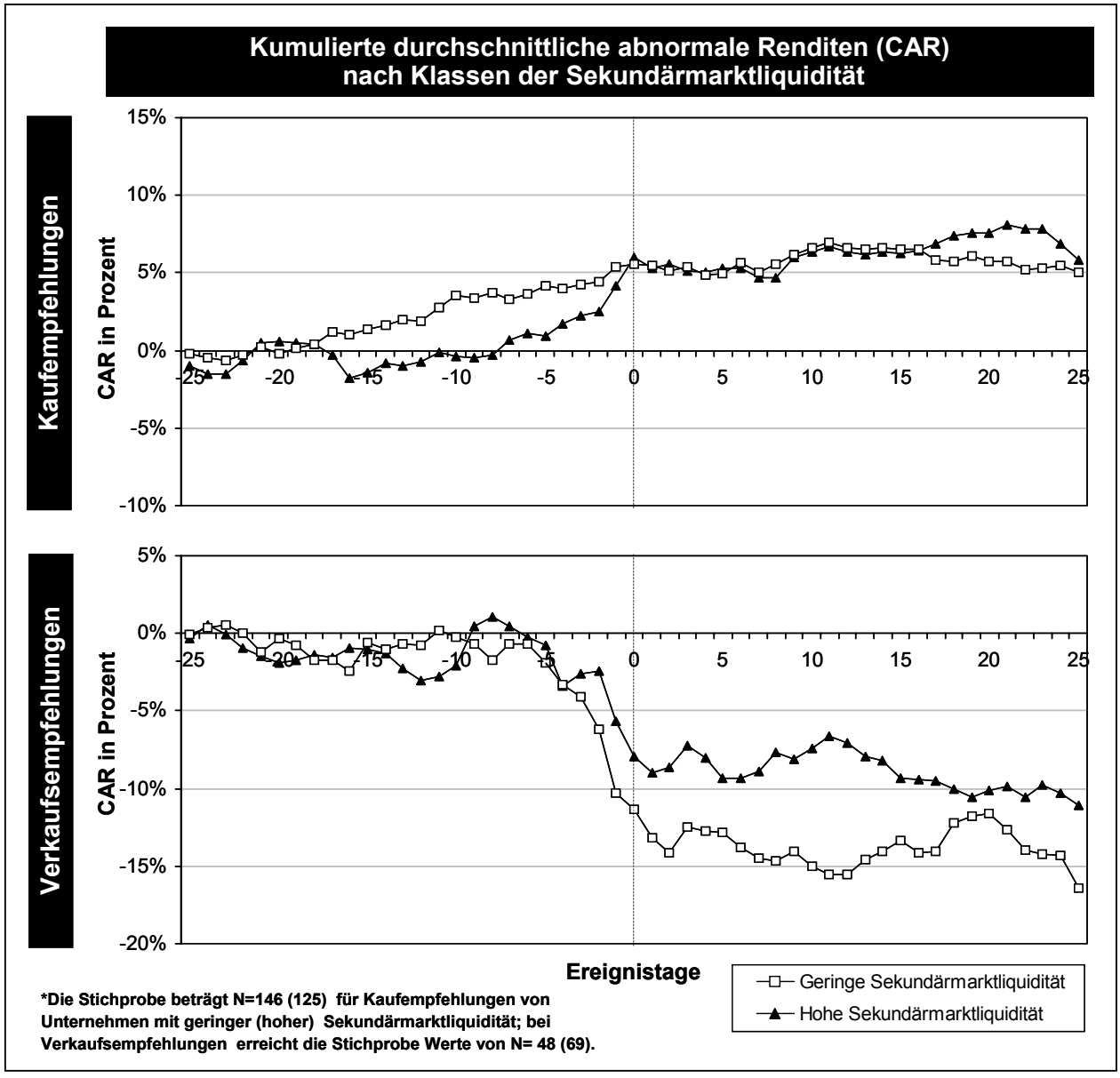


Abbildung 54: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen der Sekundärmarktliquidität[1161]

Auch für die Zeitfenster direkt vor der Publikation sind die entsprechenden CAR (-5;-1) und CAR (-10;-1) größer im Fall hoher Sekundärmarktliquidität. Nach dem

[1161] Quelle: Eigene Darstellung.

Publikationsdatum sind für die Gruppe von Kaufempfehlungen mit niedriger Sekundärmarktliqudität zwar leicht höhere Aktienkursreaktionen festzustellen; diese beobachteten Mittelwertdifferenzen sind jedoch vergleichsweise gering. Während sich somit die ursprüngliche Auffassung für Kaufempfehlungen nicht bestätigt, bestehen gemischte Belege für Verkaufsempfehlungen. Unmittelbar zum Publikationszeitpunkt als auch in den zeitlich entfernteren Perioden vor und nach der Publikation ist für Empfehlungen von Unternehmen mit geringerer Sekundärmarktliquidität eine leicht geringere Aktienkursreaktion zu beobachten;[1162] in den zeitlich näher am Publikationstag liegenden Zeitfenstern hingegen eine deutlich höhere Reaktion. Über die gesamte Ereignisperiode hinweg überwiegt der letztgenannte Effekt. In der Konsequenz ergibt sich für das gesamte Ereignisfenster eine der Ausgangsvermutung entsprechende größere Marktwirkung bei Unternehmen mit geringerer Sekundärmarktliquidität.

	KAUFEMPFEHLUNGEN			**VERKAUFSEMPFEHLUNGEN**		
	Geringe Sek.liqu.	**Hohe Sek.liqu.**	**Mittel-wertdiff.**	**Geringe Sek.liqu.**	**Hohe Sek.liqu.**	**Mittel-wertdiff.**
Zeitfenster	**(n=140)**	**(n=131)**		**(n=54)**	**(n=64)**	
ZUM PUBLIKATIONSZEITPUNKT						
CAR (0;0)	0,20%	1,81%	**-1,61%****	-1,08%	-2,28%	1,20%
CAR (0;1)	0,04%	1,11%	-1,07%	-2,94%	-3,34%	0,40%
KOMBINIERTE ZEITFENSTER						
CAR (-1;1)	0,99%	2,83%	-1,84%	-7,00%	-6,50%	-0,50%
CAR (-2;2)	0,86%	3,38%	-2,52%	-10,03%	-5,97%	-4,05%
CAR (-5;5)	1,30%	4,25%	-2,96%	-12,13%	-9,07%	-3,06%
CAR (-10;10)	3,88%	6,51%	-2,63%	-15,14%	-4,66%	-10,48%
CAR (-25;25)	5,01%	5,85%	-0,84%	-16,45%	-11,05%	-5,40%
VOR DER PUBLIKATION						
CAR (-5;-1)	1,72%	3,12%	-1,40%	-9,61%	-5,35%	-4,25%
CAR (-10;-1)	2,68%	4,32%	-1,65%	-10,43%	-2,84%	-7,59%
CAR (-25;-11)	2,72%	-0,13%	2,85%	0,16%	-2,79%	2,95%
CAR (-25;-1)	5,40%	4,20%	1,20%	-10,27%	-5,63%	-4,64%
NACH DER PUBLIKATION						
CAR (1;5)	-0,62%	-0,67%	0,05%	-1,44%	-1,44%	-0,01%
CAR (1;10)	1,00%	0,38%	0,62%	-3,63%	0,47%	-4,09%
CAR (11;25)	-1,59%	-0,53%	-1,06%	-1,47%	-3,60%	2,13%
CAR (1;25)	-0,59%	-0,16%	-0,43%	-5,10%	-3,14%	-1,96%

„t-Test" CAR-Differenz: *, **, *** für ein Signifikanzniveau von 10%, 5%, 1%

Tabelle 6-13: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach der Sekundärmarktliquidität[1163]

[1162] Hiermit sind die CAR [-25;-11] und [+11;+25] angesprochen.

[1163] Quelle: Eigene Darstellung.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Ausgangshypothese für Kaufempfehlungen insgesamt nicht zugestimmt werden kann. Die Vorstellung, dass Analystenempfehlungen für Unternehmen mit hoher Sekundärmarktliquidität einen geringeren Informationsgehalt besitzen, erhielt damit für Kaufempfehlungen keinerlei Beleg. Lediglich Hinweise auf unterschiedliche Reaktionsgeschwindigkeiten bzw. eine unterschiedliche Verarbeitungseffizienz im Hinblick auf die neuen bewertungsrelevanten Informationen ist in der Zeit vor der Publikation erkennbar (vgl. Abbildung 54).

Für Verkaufsempfehlungen kristallisiert sich hingegen zumindest in der Gesamtbetrachtung sowie in den der Publikation direkt vorangehenden und folgenden Zeitfenstern eine Bestätigung der Hypothese 8 heraus, wenngleich ein zweifelsfreier Beleg für einen Zusammenhang von Sekundärmarktliquidität des empfohlenen Unternehmens und der Stärke der Aktienkursreaktion damit nicht erbracht werden konnte. Nichtsdestotrotz deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass möglicherweise der Informationsgehalt von Verkaufsempfehlungen bei geringer Sekundärmarktliquidität höher ist als dies bei entsprechenden Kaufempfehlungen der Fall sein mag. Als mögliche Ursache hierfür sind Short-Sale-Restriktionen denkbar, die insbesondere bei sehr illiquiden Werten in einer Abschwungphase möglich sind. Im Fall solcher Restriktionen könnten Investoren möglicherweise nicht oder nur sehr verzögert reagieren, was einen höheren Informationsgehalt der Verkaufsempfehlung eines Analysten mit sich brächte.

6.5.3.3 Analystenabdeckung

Einer genauen Untersuchung wird darüber hinaus auch der Einfluss der Analystenabdeckung unterzogen. Dabei ist zu prüfen, ob das mit einer hohen Analystenabdeckung assoziierte adaptivere Informationsumfeld eine geringere Marktwirkung sekundär publizierter Analystenempfehlungen bewirkt.[1164]

Abbildung 55 stellt die Entwicklung der durchschnittlichen abnormalen Renditen in dem Zeitfenster kurz vor und nach der Publikation dar. Dabei ist am Tag vor der Publikation (t=-1) sowohl für Kauf- als auch für Verkaufsempfehlungen eine leicht höhere Aktienkursreaktion für Unternehmen mit geringer Analystenabdeckung zu beobachten. Am Publikationstag selbst ist demgegenüber für Unternehmen mit ge-

[1164] Vgl. Pietzsch (2004), S. 123.

ringerer Analystenabdeckung eine nur unterdurchschnittliche Aktienkursreaktion bei Verkaufsempfehlungen festzustellen; an den sonstigen Tagen ergibt sich keine einheitliche Tendenz.[1165]

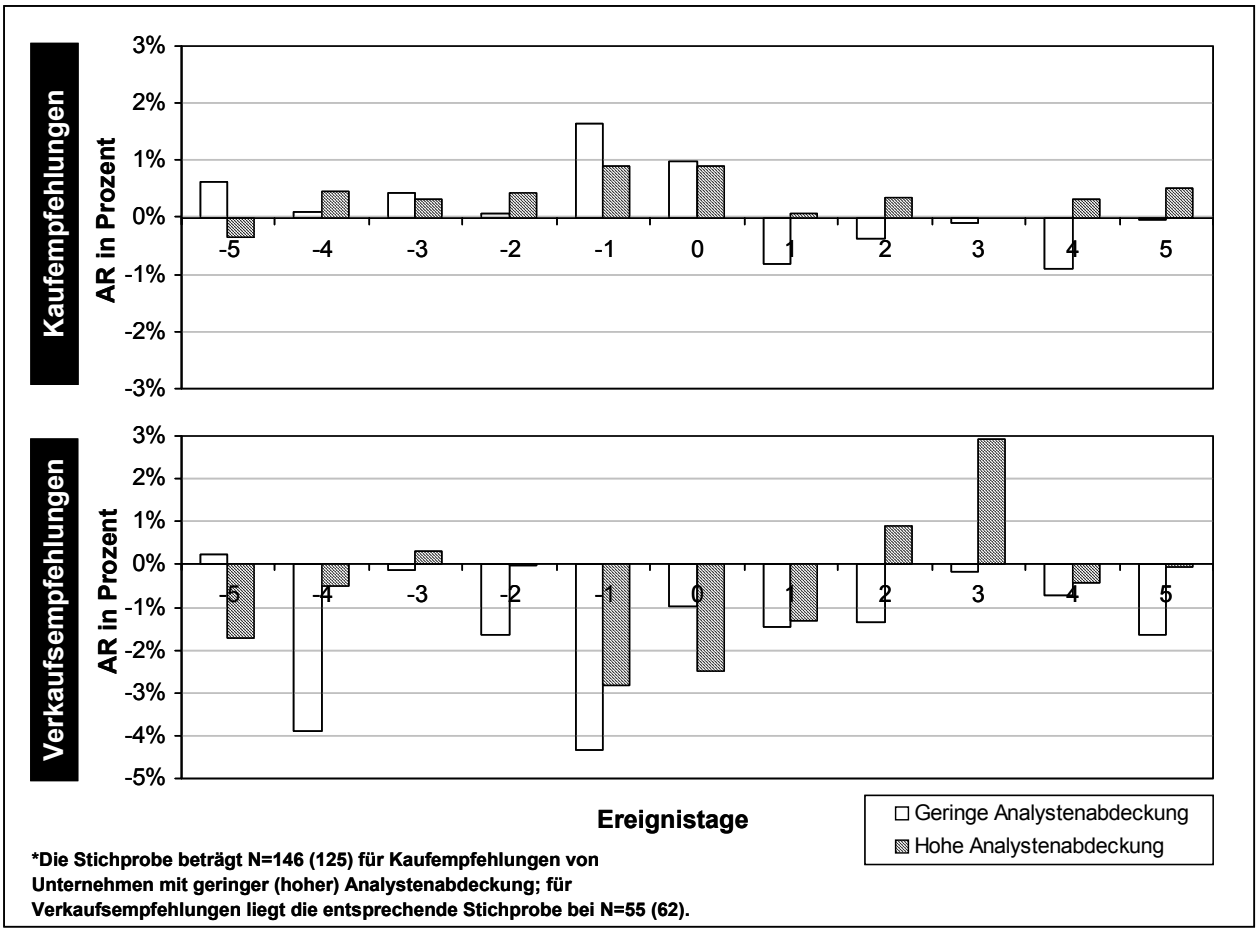


Abbildung 55: Durchschnittliche abnormale Rendite nach Klassen der Analystenabdeckung

Eine graphische Darstellung der CARs für die Untergruppen mit hoher und niedriger Analystenabdeckung ist ferner in Abbildung 56 zu sehen. Es zeigt sich dabei für Kaufempfehlungen eine gleichgerichtete Entwicklung bis zum Publikationszeitpunkt; mit Beginn der Publikation ist bei Unternehmen mit hoher Analystenabdeckung jedoch eine im Vergleich wesentlich positivere Entwicklung zu beobachten, die sich bis zum Ende der Ereignisperiode fortsetzt. Auch bei den Verkaufsempfehlungen zeigen sich deutliche CAR-Unterschiede im Hinblick auf die Analystenabdeckung. So entwickelt sich die kumulierte durchschnittliche Ren-

[1165] Vgl. Abbildung 59.

dite (CAR) von Unternehmen mit geringer Analystenabdeckung sehr viel negativer als dies bei Unternehmen mit hoher Analystenabdeckung der Fall ist.

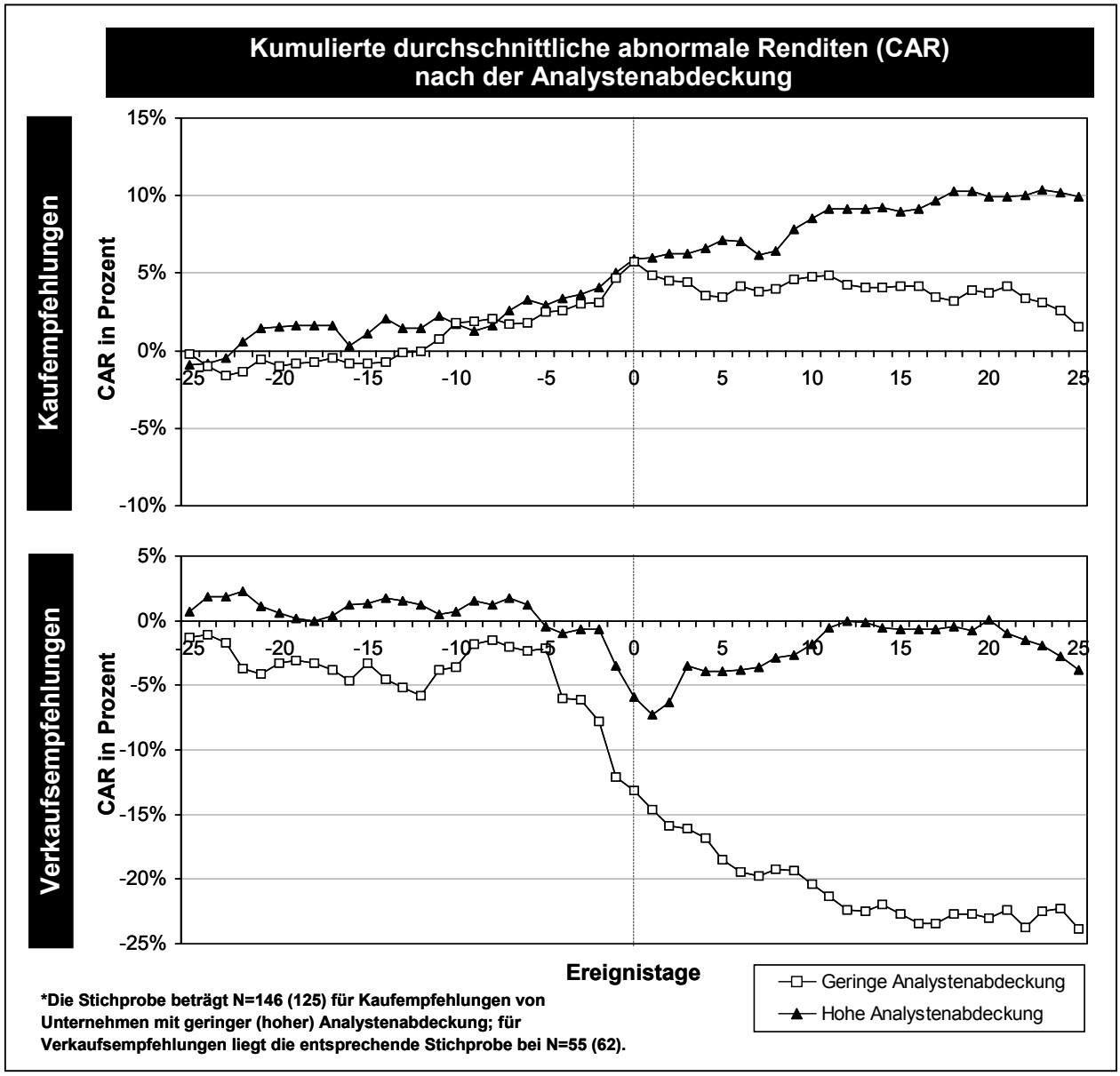


Abbildung 56: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen der Analystenabdeckung

Die bisherigen Analysen auf Basis der graphischen Darstellungen zeigen sich auch in der Tabelle 6-14, welche die CAR bzw. CAR-Differenzen über verschiedene Zeitfenster wiedergibt. So sind zum Publikationszeitpunkt zwischen den Gruppen mit hoher und geringer Analystenabdeckung insgesamt eher niedrige Differenzen

mit teilweise wechselnden Vorzeichen festzustellen.[1166] Bei der Betrachtung der kombinierten Zeitfenster hingegen wird deutlich, dass für die gesamte Ereignisperiode [-25;+25] statistisch signifikante Mittelwertdifferenzen bestehen.[1167] Wobei hinzuzufügen ist, dass die Mittelwertdifferenzen bei Verkaufsempfehlungen ein deutlich höheres Niveau einnehmen. Unabhängig von der Empfehlungsrichtung ist dabei die Untergruppe mit geringer Analystenabdeckung durch eine jeweils deutlich negativere CAR-Entwicklung gekennzeichnet. Die weitere Analyse zeigt zudem, dass der größte Teil dieser unterschiedlichen Entwicklung erst nach der Publikation entsteht.

	KAUFEMPFEHLUNGEN			**VERKAUFSEMPFEHLUNGEN**		
	Geringe Abdkg..	**Hohe Abdkg.**	**Mittel-wertdiff.**	**Geringe Abdkg.**	**Hohe Abdkg.**	**Mittel-wertdiff.**
Zeitfenster	**(n=140)**	**(n=131)**		**(n=54)**	**(n=64)**	
ZUM PUBLIKATIONSZEITPUNKT						
CAR (0;0)	0,99%	0,89%	0,09%	-0,99%	-2,50%	1,51%
CAR (0;1)	0,17%	0,96%	-0,79%	-2,45%	-3,82%	1,37%
KOMBINIERTE ZEITFENSTER						
CAR (-1;1)	1,81%	1,87%	-0,06%	-6,78%	-6,64%	-0,14%
CAR (-2;2)	1,51%	2,63%	-1,12%	-9,76%	-5,75%	-4,01%
CAR (-5;5)	1,65%	3,85%	-2,20%	-16,09%	-5,22%	**-10,87%***
CAR (-10;10)	4,06%	6,30%	-2,24%	-16,54%	-2,23%	**-14,31%***
CAR (-25;25)	1,53%	9,91%	**-8,38%****	-23,89%	-3,85%	**-20,04%****
VOR DER PUBLIKATION						
CAR (-5;-1)	2,89%	1,75%	1,15%	-9,77%	-4,73%	-5,03%
CAR (-10;-1)	4,01%	2,77%	1,24%	-8,27%	-3,90%	-4,37%
CAR (-25;-11)	0,71%	2,23%	-1,52%	-3,86%	0,44%	-4,30%
CAR (-25;-1)	4,72%	4,99%	-0,28%	-12,13%	-3,46%	-8,68%
NACH DER PUBLIKATION						
CAR (1;5)	-2,23%	1,21%	**-3,44%****	-5,33%	2,01%	**-7,34%****
CAR (1;10)	-0,94%	2,64%	**-3,57%***	-7,28%	4,17%	**-11,44%*****
CAR (11;25)	-3,23%	1,38%	**-4,62%****	-3,49%	-2,06%	-1,43%
CAR (1;25)	-4,17%	4,02%	**-8,19%*****	-10,76%	2,11%	**-12,87%****

„t-Test“ CAR-Differenz: *, **, *** für ein Signifikanzniveau von 10%, 5%, 1%

Tabelle 6-14: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeiträume nach der Analystenabdeckung (Analystencoverage)

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass für Empfehlungen von Unternehmen mit geringer Analystenabdeckung mehrheitlich jeweils deutlich niedrigere

[1166] Dieser Eindruck wird verstärkt, wenn die CAR [-1;+1] hinzugezogen wird; alle Mittelwertdifferenzen zum Publikationszeitpunkt sind statistisch insignifikant auf dem 10-Prozent-Niveau.

[1167] Dies gilt bei Verkaufsempfehlungen auch für die CAR [-5;5] und CAR [-10;10].

kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen zu verzeichnen sind. Für den Fall von geringer Analystenabdeckung ist mithin die Marktwirkung der Kaufempfehlungen insgesamt niedriger, die der Verkaufsempfehlungen höher. Damit legen die aufgezeigten Ergebnisse der univariaten Analyse den Schluss nahe, dass die Hypothese 9 für Kaufempfehlungen abzulehnen ist, während die Belege auf eine Annahme der Hypothese für Verkaufsempfehlungen hindeuten.

Die Ursachen für den unterschiedlichen Einfluss der Analystenabdeckung bei Kauf- und Verkaufsempfehlungen können vielfältiger Natur sein. Zum Ersten können Wechselwirkungen der Analystenabdeckung zu hoch korrelierten anderen Einflussfaktoren wie der Unternehmensgröße, der Sekundärmarktliquidität oder dem Ausmaß der Berichterstattung nicht ausgeschlossen werden. Zum Zweiten ist auch vorstellbar, dass Investoren in einem Bärenmarkt wie im Jahr 2001 verstärkt die Meinung mehrerer Finanzanalysten benötigen, um Aktien zu kaufen. Bei den insgesamt wesentlich selteneren Verkaufsempfehlungen mögen hingegen bereits wichtige Argumente einer einzigen Empfehlung zum Verkauf veranlassen; dies gilt insbesondere für eine Phase sinkender Kurse und schlechter Stimmung, wie sie im Jahr 2001 vorherrschte. Zum Dritten eröffnet sich ein weiterer Erklärungsansatz, wenn die Höhe der Analystenabdeckung gleichzeitig auch als Qualitätssignal aufgefasst wird. So erklären O'Brien/Bhushan und Moyer/Chatfield/Sisneros, dass institutionelle Investoren Analystenempfehlungen bereits verwendet haben, um ihrer treuhänderischen Verantwortung gerecht zu werden.[1168] Auch äußert Chung in diesem Zusammenhang die Erwartung, dass Broker dazu neigen würden, insbesonderere die Aktien von höchster Qualität abzudecken, da diese einfacher bei den Investoren zu vermarkten sind; damit könne, so Chung, das Handelsergebnis der Broker maximiert werden.[1169] Gemäß dieser Sichtweise würde eine geringe Analystenabdeckung ein negatives Qualitätssignal des Unternehmens darstellen. Dies mag erklären, warum für Empfehlungen von Unternehmen mit geringer Analystenabdeckung jeweils eine deutlich schlechtere Performance festzustellen war.

[1168] Vgl. O'Brien/Bhushan (1990), S. 56: Analystenbeiträge wurden auch bereits in US-amerikanischen Gerichten eingesetzt, um die Sorgfalt der institutionellen Investoren zu demonstrieren. Vgl. auch Moyer/Chatfield/Sisneros (1989), S. 506.

[1169] Vgl. Chung (2000), S. 38.

6.5.3.4 Operativer Cashflow

Auch für den operativen Cashflow wird ein Einfluss auf die Stärke der Marktwirkung vermutet. Den Hintergrund bildet dabei die Idee, dass die Glaubwürdigkeit einer Investitionsempfehlung höher ist, sofern das empfohlene Unternehmen einen operativen Cashflow aufweist, der die Empfehlung inhaltlich unterstützt. Für Kaufempfehlungen von Unternehmen mit positiven operativen Cashflows und für Verkaufsempfehlungen von Unternehmen mit negativen operativen Cashflows kann in diesem Zusammenhang eine höhere Glaubwürdigkeit vermutet werden. Ob damit auch ensprechend höhere Aktienkursreaktionen verbunden sind, gilt es nachfolgend zu untersuchen.

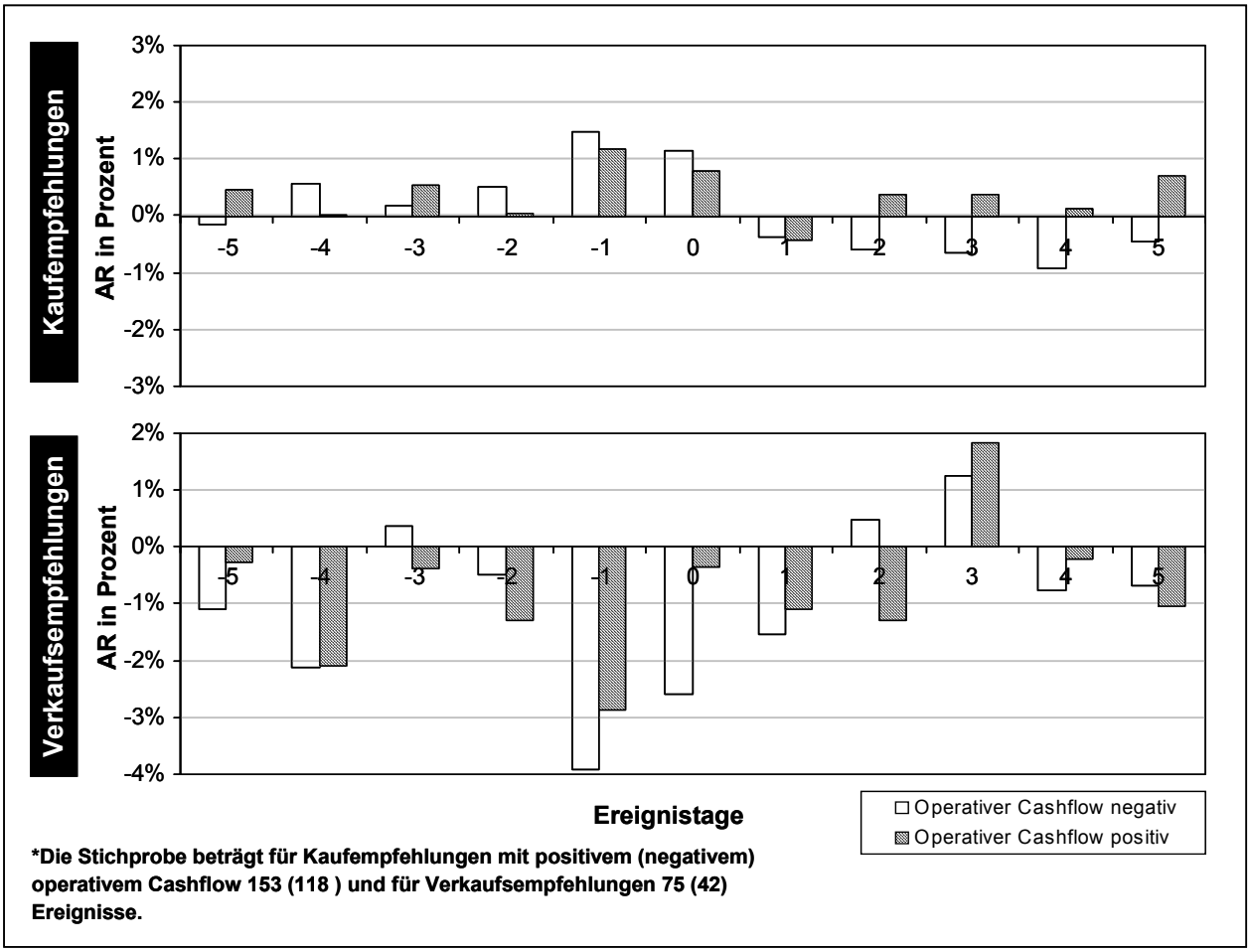


Abbildung 57: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des operativen Cashflows[1170]

Zur vergleichenden Analyse werden die Ergebnisse zunächst nach Klassen von positiven und negativen operativen Cashflows geordnet. Untersucht werden die durchschnittlichen abnormalen Renditen dabei in Abbildung 57 um den unmittel-

[1170] Quelle: Eigene Darstellung.

baren Publikationszeitpunkt herum.[1171] Für Analystenempfehlungen von Unternehmen mit operativ positiven Cashflow ist dabei erwartungsgemäß für Verkaufsempfehlungen eine geringere Reaktion zum Publikationstag festzustellen. Abweichend von den Erwartungen kann auch für Kaufempfehlungen bei operativ positiven Cashflow eine geringere Kursreaktion am Publikationtag selbst beobachtet werden. Ab t=2 zeigt sich hingegen für Kaufsempfehlungen eine stärkere Reaktion der Empfehlungsgruppe mit positiven operativen Cashflows.

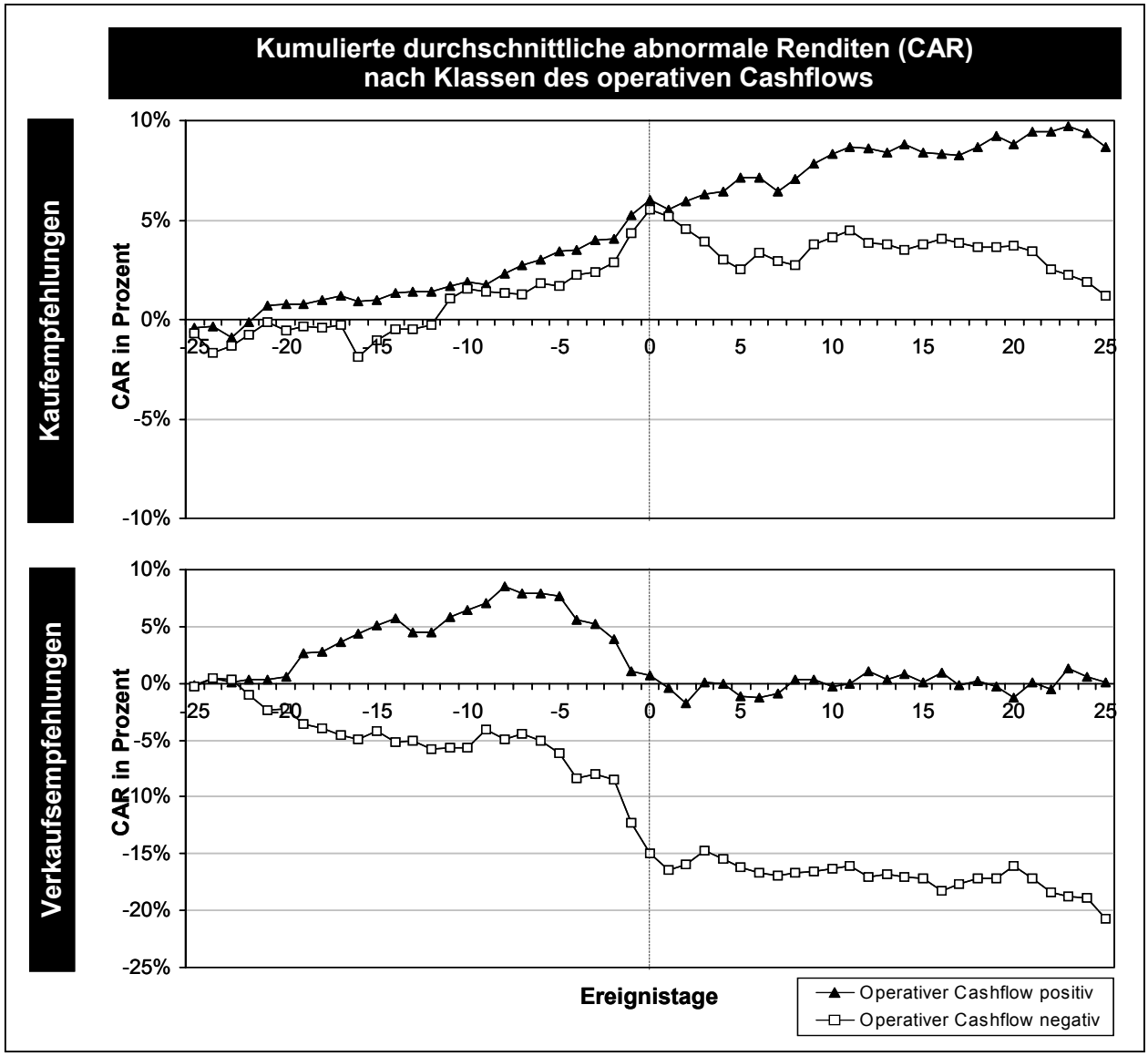


Abbildung 58: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des operativen Cashflows

[1171] In der Folge werden der Publikationstag (t=0) sowie der Tag davor (t=-1) und danach (t=+1) gesondert betrachtet.

In Abbildung 58 werden die CARs über die gesamte Ereignisperiode dargestellt und in Klassen mit positiven und negativen Cashflows eingeteilt. Dabei ist zu beobachten, dass sich die Unterschiede zwischen den Cashflow-Klassen für Kauf- und Verkaufsempfehlungen sowohl zeitlich als auch in der Wirkungsrichtung verschieden entwickeln. So ist für Kaufempfehlungen bis zum Publikationszeitpunkt eine relativ parallele Entwicklung der kumulierten abnormalen Renditen beider Klassen festzustellen. Erst ab dem Publikationszeitpunkt ist für die Empfehlungsklasse positiver operativer Cashflows ein deutlich höherer CAR-Verlauf erkennbar.

Im Gegensatz hierzu bilden sich bei Verkaufsempfehlungen bereits vor der Publikation deutliche Unterschiede zwischen den beiden Cashflow-Klassen heraus. Während dabei für Ereignisse der Klasse positiver Cashflows über den gesamten Ereigniszeitraum hinweg kaum Untersschiede zum Referenzpunkt Null identifiziert werden können, nehmen die CAR-Werte bei der Klasse negativer Cashflows über 20 Prozent ein.[1172]

Die Beobachtungen aus der graphischen Analyse der abnormalen Renditen spiegeln sich auch in der Tabelle 6-15 wider. Beachtenswert ist dabei die Tatsache, dass in Bezug auf den gesamten Ereigniszeitraum die CAR-Mittelwertdifferenzen beider Cashflow-Gruppen sowohl bei Kauf- als auch bei Verkaufsempfehlungen signifikant unterschiedlich auf dem 5-Prozent-Niveau sind. In Einklang mit den graphischen Betrachtungen erweisen sich darüber hinaus bei Kaufempfehlungen die CAR-Mittelwertdifferenzen nach dem Publikationszeitpunkt als signifikant unterschiedlich gemäß dem t-Test. Bei Verkaufsempfehlungen sind auch für das gesamte Zeitfenster vor der Publikation [-25;-1] sowie am Publikationstag [0;0] signifikante Unterschiede zwischen den Cashflow-Klassen zu beobachten.

[1172] Für Verkaufsempfehlungen beträgt die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite [-25;25] minus 20,74 Prozent bei der Klasse negativer Cashflows und 0,07 Prozent bei der Klasse positiver Cashflows.

	KAUFEMPFEHLUNGEN			VERKAUFSEMPFEHLUNGEN		
	OCF neg.	OCF pos.	Mittel-wertdiff.	OCF neg.	OCF pos.	Mittel-wertdiff.
Zeitfenster	**(n=118)**	**(n=153)**		**(n=75)**	**(n=42)**	
ZUM PUBLIKATIONSZEITPUNKT						
CAR (0;0)	1,16%	0,78%	0,39%	-2,60%	-0,35%	-2,25%*
CAR (0;1)	0,78%	0,34%	0,44%	-4,14%	-1,45%	-2,68%
KOMBINIERTE ZEITFENSTER						
CAR (-1;1)	2,26%	1,52%	0,74%	-8,04%	-4,32%	-3,73%
CAR (-2;2)	2,16%	1,92%	0,25%	-8,06%	-6,88%	-1,19%
CAR (-5;5)	0,74%	4,15%	-3,41%*	-11,05%	-9,03%	-2,02%
CAR (-10;10)	3,07%	6,65%	-3,59%	-10,60%	-6,03%	-4,56%
CAR (-25;25)	1,19%	8,64%	-7,45%**	-20,74%	0,07%	-20,81%**
VOR DER PUBLIKATION						
CAR (-5;-1)	2,56%	2,21%	0,35%	-7,22%	-6,88%	-0,34%
CAR (-10;-1)	3,32%	3,52%	-0,20%	-6,62%	-4,77%	-1,85%
CAR (-25;-1)	4,37%	5,21%	-0,84%	-12,33%	1,03%	-13,36%*
NACH DER PUBLIKATION						
CAR (1;5)	-2,99%	1,16%	-4,15%***	-1,24%	-1,80%	0,57%
CAR (1;10)	-1,42%	2,36%	-3,78%**	-1,38%	-0,92%	-0,46%
CAR (11;25)	-2,92%	0,30%	-3,21%*	-4,43%	0,31%	-4,74%
CAR (1;25)	-4,34%	2,65%	-6,99%**	-5,81%	-0,61%	-5,20%

„t-Test“ CAR-Differenz: *, **, *** für ein Signifikanzniveau von 10%, 5%, 1%

Tabelle 6-15 Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach Cashflow-Klassen[1173]

Insgesamt ist somit für Verkaufsempfehlungen mit negativen operativen Cashflows eine erhöhte Aktienkursreaktion festzustellen. Für Kaufempfehlungen mit positiven operativem Cashflow zeigt sich am Publikationstag selbst eine geringere und in der Folgezeit eine deutlich stärkere Reaktion. Mit der Ausnahme der leicht schwächeren Reaktion am Publikationstag selbst auf Kaufempfehlungen von operativ positiven Unternehmen entsprechen diese Beobachtungen den zuvor in Hypothese 9 aufgestellten Erwartungen.

6.5.3.5 Institutionelles Engagement

Bei institutionellen Investoren handelt es sich um eine Anlegergruppe, die sich in professioneller Weise mit der Kapitalanlage beschäftigt. Typischerweise werden institutionelle Investoren dabei sehr frühzeitig von Analystenempfehlungen erfah-

[1173] Es wurden die Klassen „operativer Cashflow positiv“ (OCF pos.) und „operativer Cashflow negativ“ (OCF neg.) gebildet.

ren und hierauf schnell reagieren können.[1174] Vor diesem Hintergrund wird auch für diese zentrale Kundengruppe der Finanzanalysten ein Einfluss auf die Marktwirkung vermutet. Im Besonderen soll untersucht werden, ob ein positiver (negativer) Zusammenhang zwischen institutionellem Anteilsbesitz und der Aktienkursreaktion bei der ersten (zweiten) Veröffentlichung besteht.[1175] Analysiert wird somit die Kursreaktion zur ersten und zweiten Veröffentlichung der Analystenempfehlung. Das Datum der ersten Bekanntgabe ist dabei aufgrund der Datenlage nicht genau bestimmbar; wobei allerdings anzunehmen ist, dass dieser Zeitpunkt regelmäßig einige Tage vor der sekundären Veröffentlichung im Handelsblatt und der FAZ (t=0) zu datieren ist.[1176] Für die Analyse der Marktwirkung zum Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung werden daher auch die vier Tage vor dem Publikationszeitpunkt berücksichtigt.[1177]

In Abbildung 59 werden die durchschnittlichen abnormalen Renditen in den fünf Tagen vor und nach der Publikation einer Analystenempfehlung aufgezeigt. Differenziert werden die Ergebnisse dabei nach hohem und niedrigem institutionellem Anteilsbesitz. Bei Verkaufsempfehlungen kann für Klassen mit geringem institutionellem Anteil in den fünf Tagen vor der Publikation eine stärkere Marktwirkung[1178] festgestellt werden. Am Publikationstag selbst und den darauf folgenden Tagen fällt die Aktienkursreaktion hingegen jeweils deutlich negativer aus für die Klasse mit hohem institutionellem Anteilsbesitz. In diesem kurzen Zeitfenster entspricht die Reaktion bei Verkaufsempfehlungen den Erwartungen. Entgegengesetzte Beobachtungen können hingegen für die Reaktion auf Kaufempfehlungen gemacht werden. Hier ist für die Gruppe mit geringem institutionellem Anteilsbesitz eine etwas höhere Aktienkursreaktion vor und eine etwas niedrigere nach bzw. zur Publikation erkennbar.

1174 Vgl. Gerke/Oerke (1998), S. 195.

1175 Mit institutionellem Anteilsbesitz, auch kurz „institutioneller Anteil“ genannt, wird der Anteil institutioneller Investoren am Eigenkapital eines Unternehmens bezeichnet. Dabei wird eine Einteilung in eine erste Gruppe mit niedrigem und eine zweite Gruppe mit hohem institutionellem Anteil am Eigenkapital vorgenommen.

1176 Vgl. für die Annahme, dass die besten Kunden sehr frühzeitig, einige Tage vor der Veröffentlichung informiert werden Sant/Zaman (1996), S. 619f.

1177 Damit wird ein besondes Augenmerk auf die CAR [-5;-1] gelegt.

1178 Die stärkere Marktwirkung bedeutet im Fall von Verkaufsempfehlungen, dass die abnormalen Renditen eine negativere Reaktion für Empfehlungen mit geringem institutionellem Anteil aufweisen.

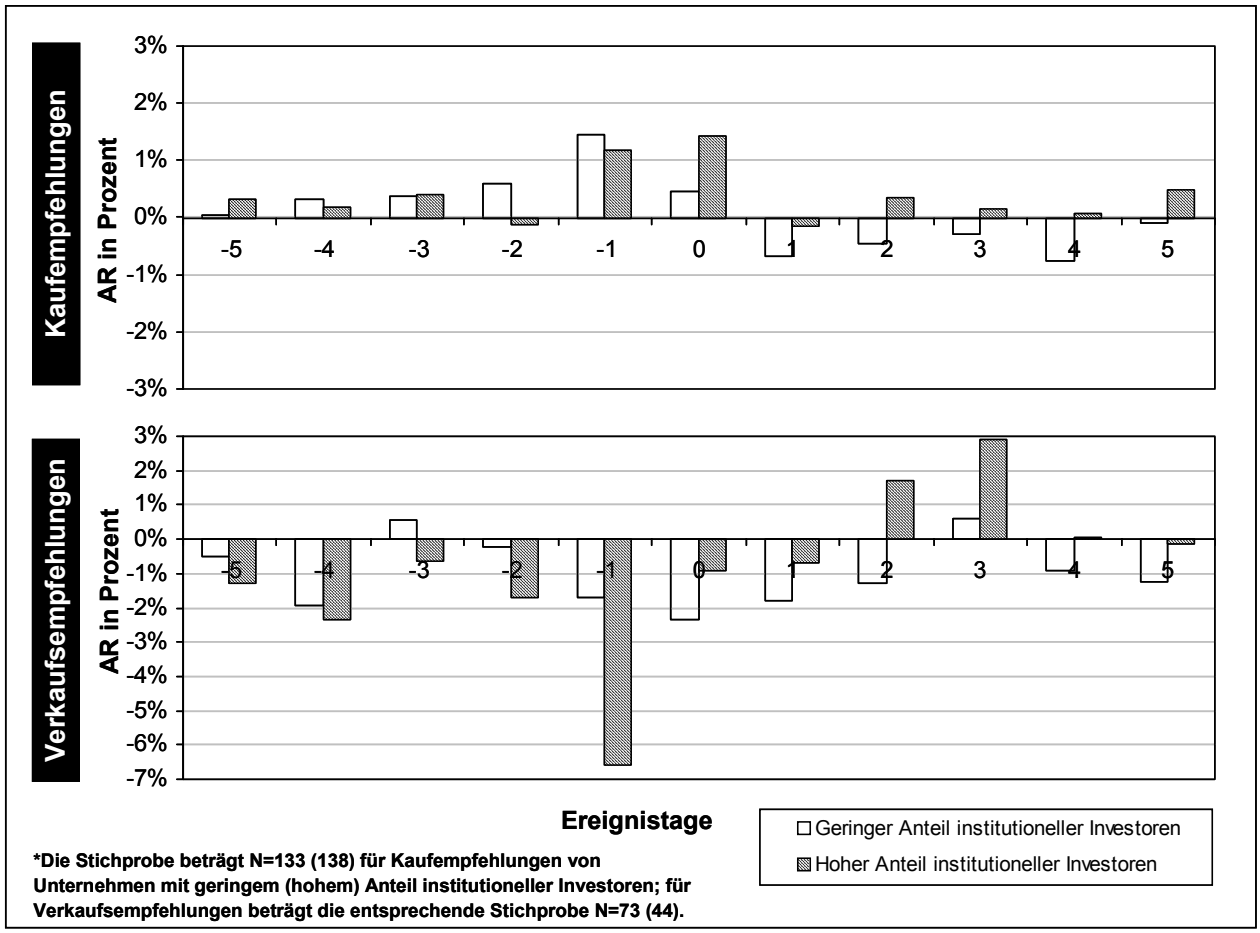


Abbildung 59: Durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des institutionellen Anteils

Die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen (CAR) der Ereignisperiode werden in Abbildung 60 dargestellt. Es zeigt sich dabei, dass über das gesamte Ereignisfenster hinweg die Marktwirkung bei hohem institutionellem Anteilsbesitz im Fall von Kaufempfehlungen vergleichsweise geringfügig erhöht ist und im Fall von Verkaufsempfehlungen stark erhöht ausfällt.

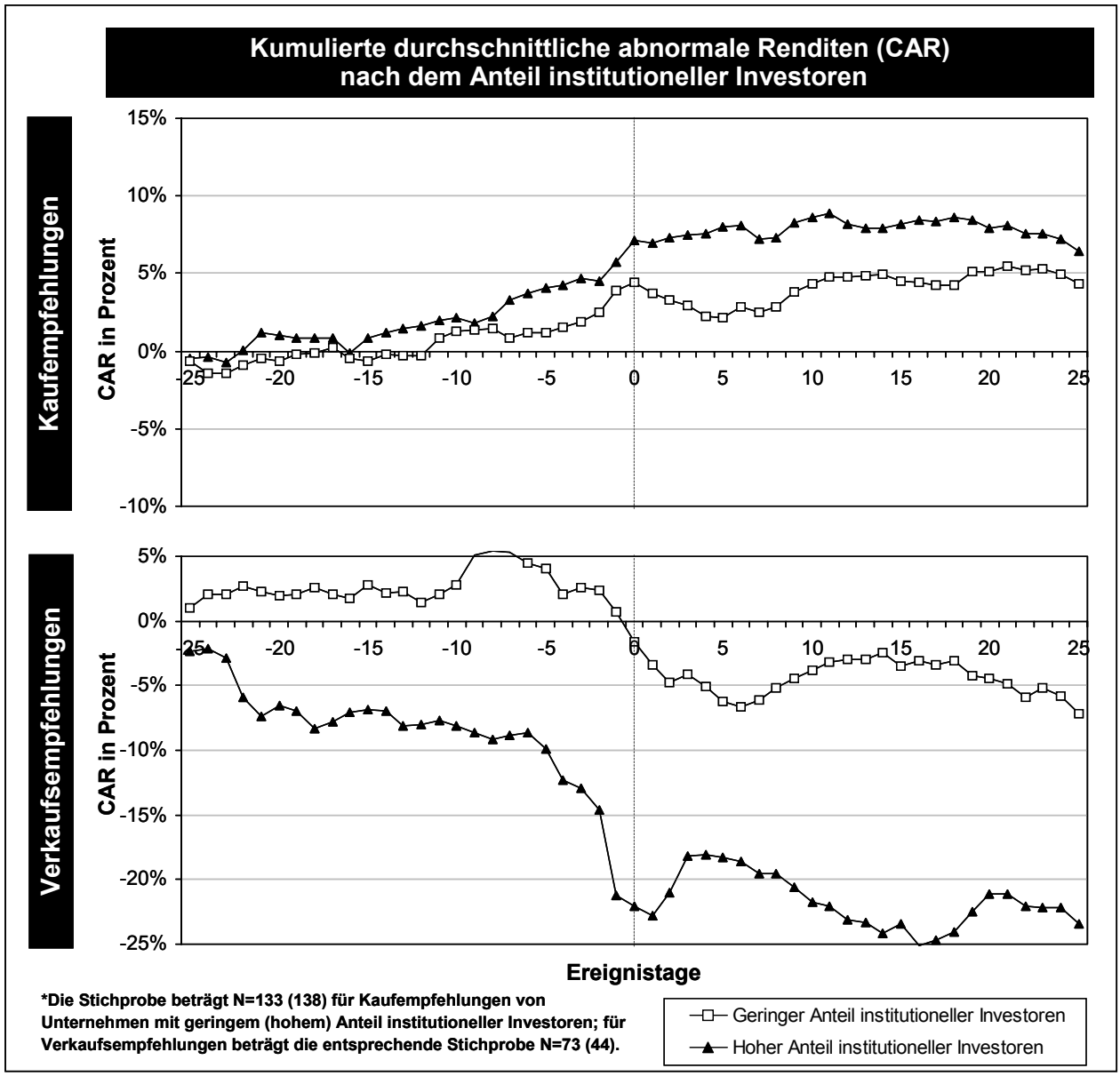


Abbildung 60: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen nach Klassen des institutionellen Anteils

Eine Unterteilung der CARs nach unterschiedlichen Zeitfenstern in Tabelle 6-5 ermöglicht darüber hinaus eine differenziertere Analyse des institutionellen Einflusses. Insgesamt bestätigen sich dabei die Beobachtungen, die zuvor auf graphischer Basis gemacht wurden. In der Zeit vor der Publikation ist im Fall von Verkaufsempfehlungen bei hohem institutionellem Anteilsbesitz eine gesteigerte Marktwirkung zu beobachten; im Fall von Kaufempfehlungen eine eher etwas niedrigere Marktwirkung.[1179] Exemplarisch sei dies an dieser Stelle mittels der

[1179] So ist die Marktwirkung niedriger für die relevante CAR [-5;-1]; jedoch leicht höher für die CAR [-10;-1].

CAR [-5;-1] demonstriert, welche bei Kaufempfehlungen im Fall von geringem institutionellen Anteilsbesitz mit einer positiven Aktienkursreaktion von 2,77 Prozent, im Fall von hohem institutionellem Anteilsbesitz mit einer Reaktion von nur 1,97 Prozent verbunden sind. Umgekehrt sind für Verkaufsempfehlungen entsprechende Werte von -3,80 und -12,57 Prozent bei geringem (hohem) institutionellen Anteilsbesitz feststellbar. Wie eingangs erläutert, beinhaltet das direkt vor der Publikation gelegene Zeitfenster [-5;-1] den vermuteten Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung. Wird dieser Auffassung gefolgt, so kristallisiert sich heraus, dass der Hypothese 11 nur eingeschränkt für die Verkaufsempfehlungen gefolgt werden kann.[1180]

	KAUFEMPFEHLUNGEN			VERKAUFSEMPFEHLUNGEN		
	Geringer inst. Anteil	Hoher inst. Anteil	Mittelwertdiff.	Geringer inst. Anteil	Hoher inst. Anteil	Mittelwertdiff.
Zeitfenster	**(n=133)**	**(n=138)**		**(n=73)**	**(n=44)**	
ZUM PUBLIKATIONSZEITPUNKT						
CAR (0;0)	0,45%	1,42%	-0,97%	-2,33%	-0,90%	-1,43%
CAR (0;1)	-0,22%	1,26%	-1,48%*	-4,12%	-1,60%	-2,53%
KOMBINIERTE ZEITFENSTER						
CAR (-1;1)	1,23%	2,43%	-1,20%	-5,81%	-8,19%	2,37%
CAR (-2;2)	1,37%	2,66%	-1,29%	-7,34%	-8,14%	0,80%
CAR (-5;5)	0,98%	4,29%	-3,31%[1181]	-10,74%	-9,64%	-1,10%
CAR (-10;10)	3,49%	6,64%	-3,15%	-5,85%	-14,12%	8,27%
CAR (-25;25)	4,32%	6,43%	-2,11%	-7,13%	-23,45%	16,33%*
VOR DER PUBLIKATION						
CAR (-5;-1)	2,77%	1,97%	0,81%	-3,80%	-12,57%	8,77%*
CAR (-10;-1)	3,13%	3,73%	-0,60%	-1,40%	-13,51%	12,11%*
CAR (-25;-11)	0,80%	1,99%	-1,19%	2,09%	-7,67%	9,76%*
CAR (-25;-1)	3,94%	5,72%	-1,79%	0,69%	-21,18%	21,87%***
NACH DER PUBLIKATION						
CAR (1;5)	-2,25%	0,90%	-3,15%**	-4,61%	3,82%	-8,44%***
CAR (1;10)	-0,09%	1,49%	-1,58%	-2,12%	0,29%	-2,42%
CAR (11;25)	0,03%	-2,20%	2,23%	-3,37%	-1,67%	-1,70%
CAR (1;25)	-0,06%	-0,71%	0,64%	-5,49%	-1,38%	-4,11%

„t-Test“ CAR-Differenz: *, **, *** für ein Signifikanzniveau von 10%, 5%, 1%

Tabelle 6-16: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen über verschiedene Zeitfenster nach Klassen des institutionellen Anteils am empfohlenen Unternehmen

[1180] Hypothese 11 vermutete eine höhere Aktienkursreaktion auf die erste Veröffentlichung einer Analystempfehlung bei Unternehmen mit hohem Anteil institutioneller Investoren.

[1181] Das Signifikanzniveau lag hier mit rund 11 Prozent nur knapp über dem 10-Prozent-Niveau.

Wird der Publikationstag in Handelsblatt und FAZ und damit der Zeitpunkt der sekundären Veröffentlichung gesondert analysiert, so kann für die Ereignisklasse von geringem institutionellem Anteilsbesitz eine erhöhte Aktienkursreaktion bei Verkaufsempfehlungen sowie eine etwas niedrigere bei Kaufempfehlungen identifiziert werden. Auch bei der Untersuchung von Zeitfenstern, welche dem Publikationstag folgen, ändert sich an dieser grundsätzlichen Feststellung wenig. So sind bei Unternehmen mit niedrigem institutionellem Anteil auch für die Zeitfenster [1;5] und [1;10] jeweils CAR-Werte zu erkennen, die bei Verkaufsempfehlungen eine geringere und bei Kaufempfehlungen eine erhöhte Marktwirkung erkennen lassen. Damit wird die Hypothese 12 wiederum ausschließlich für Verkaufsempfehlungen bestätigt.[1182]

6.6 Korrelationsanalyse

Die Korrelationsanalyse, dargestellt in Tabelle 6-17, gestattet einen Eindruck von den Zusammenhängen zwischen den einzelnen unabhängigen Variablen. Selektiv soll an dieser Stelle auf Korrelationen von besonderem Interesse hingewiesen werden. So steht die Variable Marktkapitalisierung in einem stark signifikanten, positiven Zusammenhang zu den Variablen Sekundärmarktliquidität (tvol) und Analystenabdeckung (acov). Auch zwischen der Sekundärmarktliquidität und der Analystenabdeckung zeichnet sich eine hohe Korrelation ab. Für die Analystenabdeckung kann ein stark signifikant positiver Zusammenhang zu allen übrigen Variablen festgestellt werden; besonders ausgeprägt ist dieser allerdings bei der Variable Marktkapitalisierung. Dieses Ergebnis unterstützt die bereits von Achleitner/Groth/Pietzsch und Pietzsch dargelegte Vorstellung, dass die Höhe der Analystenabdeckung in großem Maße durch die Unternehmensgröße, die Sekundärmarktliquidität und möglicherweise auch Profitabilitätskennzahlen beeinflusst wird.[1183]

[1182] Signifikante Unterschiede im Hinblick auf das institutionelle Engagement ergeben sich insbesondere im Zeitpunkt direkt nach der Publikation [1;5] sowie für Verkaufsempfehlungen vor der Publikation und im Gesamtzeitfenster [-25;25].

[1183] Vgl. Achleitner/Groth/Pietzsch (2004), S. 12f, 20; Pietzsch (2004), S. 178-186, 277f.

	Research-Reputation	Empfehlungsausmaß	Marktkapitalisierung	Sekundärmarktliquidität	Analystenabdeckung	Operativer Cashflow
Research-Reputation		0,066 (388)	0,094* (388)	0,057 (388)	0,132*** (388)	-0,015 (388)
Empfehlungsausmaß	0,066 (388)		0,056 (388)	0,122** (388)	0,118** (388)	0,057 (388)
Marktkapitalisierung	0,093 (388)	0,094 (388)		0,507*** (388)	0,782*** (388)	0,204*** (388)
Sekundärmarktliqu.	0,117** (388)	0,157*** (388)	0,710*** (388)		0,489*** (388)	0,088 (388)
Analystenabdeckung	0,133*** (388)	0,124** (388)	0,834*** (388)	0,715*** (388)		0,293*** (388)
Operativer Cashflow	-0,015 (388)	0,057 (388)	0,117** (388)	0,072 (388)	0,257*** (388)	

Anmerkungen:

[a] Die Pearson (Spearman-Rho) Korrelationen befinden sich im rechten oberen (linken unteren) Bereich. Die Stichprobengröße ist unterhalb der jeweiligen Korrelationskoeffizienten in Klammern angegeben.

[b] *** = 0,01 Signifikanzniveau (zweiseitig); ** = 0,05 Signifikanzniveau (zweiseitig); * = 0,10 Signifikanzniveau (zweiseitig)

Tabelle 6-17: Pearson/Spearman Korrelationsmatrix der erklärenden Variablen[1184]

Grundsätzlich sensibilisieren die eher hohen Korrelationen, insbesondere der Marktkapitalisierung, für die Gefahr der Multikollinearität zwischen den unabhängigen Variablen.[1185] In der vorliegenden Arbeit wird daher zur Quantifizierung der Multikolinearität der Variance-Inflation-Faktor eingesetzt. Dieser berechnet sich wie folgt:[1186]

$$VIF = \frac{1}{1 - R^2} = \frac{1}{Tolerance}$$

Als problamatisch wird in der Literatur ein Variance-Inflation-Factor oberhalb von zehn angesehen. Nachdem diese Werte im vorliegenden Fall nicht erreicht bzw.

[1184] Quelle: Eigene Darstellung.

[1185] Vgl. Poddig/Dichtl/Petersmeier (2001), S. 368, 373 gehen ab einer Korrelation zweier Werte von höher als dem Betrag von 0,8 von einer nicht unkritischen Multikolinearität aus.

[1186] Vgl. Eckey/Kosfeld/Dreger (2001), S. 88-92; Pietzsch (2004), S. 202; R^2 stellt dabei das Bestimmtheitsmaß dar, welches durch die Regression des untersuchten Faktors mit jedem anderen erklärenden Faktor berechnet wird.

zumeist deutlich unterschritten wurden, erscheint die Gefahr der Multikolinearität allerdings begrenzt.[1187]

6.7 Multivariate Analysen

Die bislang vorgestellten Analysen wurden jeweils auf Basis der Einzelfaktoren durchgeführt; so konnte der Einfluss jeweils eines unternehmensspezifischen Faktors auf die Informationsverarbeitung durchleuchtet werden. Interdependenzen zwischen den einzelnen Variablen bleiben bei dieser Vorgehensweise jedoch unberücksichtigt.

Um mithin auch die kombinierte Wirkung der verschiedenen Einflussfaktoren zu untersuchen, wird die vorliegende Arbeit durch eine multiple Regressionsanalyse nach der Kleinstquadratmethode (OLS) ergänzt.[1188] Die letztgenannte multiple Regressionsanalyse stellt dabei ein Instrumentarium dar, welches den funktionalen Zusammenhang zwischen endogener Variable (Regressand) und den exogenen Variablen (Regressoren) analysiert,[1189] wobei die durchschnittlichen kumulierten abnormalen Renditen über verschiedene Zeiträume als abhängige Variable und die einzelnen unternehmensspezifischen Faktoren als unabhängige Variablen verwandt werden. Formal lässt sich der oben beschriebene Zusammenhang wie folgt darstellen:

$$y_i = \beta_0 + \sum_{j=1}^{J} \beta_{E\,\mathrm{inf}\,luss_j} * EINFLUSS_{j,i} + \varepsilon_i \qquad \text{mit i} = 1,\ldots,\text{n}$$

Es gilt:

y_i = abhängige Variable (je nach Regression $CAR(-5;5)$, $CAR(-25;25)$ bzw. $|CAR(-5;5)|$)

$EINFLUSS_{j,i}$ = Ausprägung des j-ten Einflussfaktors, welcher die abhän-

---

[1187] Vgl. zur Multikolinearität: Backhaus et al. (2000), S. 17ff, 41-44. Vgl. auch Eckey/Kosfeld/Dreger (2001), S. 91f oder Pietzsch (2004), S. 202. Der durchschnittliche Variance-Inflation-Factor wurde jeweils für jede Regression angegeben; bei den einzelnen unabhängigen Variablen befindet sich der VIF jeweils deutlich unter der als problematisch angesehenen Marke von 10.

[1188] Vgl. exemplarisch zur Methodik Eckey/Kosfeld/Dreger (2001), S. 24-40; die Kleinstquadratmethode minimiert die Summe der quadrierten Residuen: vgl. hierzu Assenmacher (2002), S. 81ff.

[1189] Vgl. für eine detaillierte statistische Aufarbeitung Winer/Brown/Michels (1991), S. 912-942; vgl. auch Hartung/Elpelt (1995), S. 77f, 81f.

		gige Variablen erklärt
$ß_0$	=	Regressionskonstante
ßj	=	Regressionskoeffizient des Einflussfaktors j
ε_i	=	Residuen des Unternehmens i

Die Durchführung linearer Regressionsmodelle ist von der Erfüllung bestimmter Prämissen abhängig.[1190] Hierzu gehört u.a. die Annahme der Homoskedastizität, die Normalverteilungsannahme sowie die Annahme, dass die Regressoren nicht exakt linear abhängig sind. Eine hohe lineare Abhängigkeit von zwei oder mehreren unabhängigen Variablen würde dabei die Gefahr fehlerhafter Schätzungen über die Signifikanz einzelner Variablen bergen.[1191] Um den Grad der linearen Abhängigkeit, auch Multikolinearität genannt, zu quantifizieren, wird der so genannte Variance Inflation Factor (VIF) berechnet.[1192] Dieser wird für jede einzelne unabhängige Variable berechnet und als Durchschnittswert beim jeweiligen Regressionsmodell angegeben. Der Gefahr einer Annahmeverletzung der Homoskedastizität wird darüber hinaus durch eine entsprechende Modelladjustierung nach White Rechnung getragen.[1193]

Bei der Auswahl der Einflussfaktoren im Regressionsmodell standen insbesondere zwei wesentliche Überlegungen im Vordergrund. Zum Ersten sollte mit der Variablenauswahl eine ansatzweise Vergleichbarkeit zu bestehenden empirischen Studien hergestellt werden,[1194] zum Zweiten sollten auch die bereits in der Einzelanalyse betrachteten Variablen untersucht werden. Bedingung hierfür ist allerdings, dass eine für den gesamten Zeitraum gültige Wirkungshypothese aufgestellt werden kann. Da insbesondere für das „institutionelle Engagement“ zuvor unterschiedliche Wirkungsrichtungen vor und zum Publikationszeitpunkt vermutet wurden, findet diese Variable in der multivariaten Analyse keine Berücksichti-

---

1190 Vgl. für die Prämissen Gujarati (2003), S. 65-75; Gruber (1997), S. 140-171. Eine eine gute Diskussion der Annahmen linearer Regressionsmodelle findet sich auch in Backhaus et al. (2000), S. 33-44.

1191 Vgl. Harrell (2001), S. 81f.; Eckey/Kosfeld/Dreger (2001), S. 88.

1192 Formal berechnet sich der Variance Inflation Factor wie folgt: $VIF_j = \frac{1}{Tolerance} = \frac{1}{1 - R_j^2}$; R_j^2 stellt dabei das Bestimmtheitsmaß dar, das sich aufgrund einer Regression der j-ten unabhängigen Variable auf alle anderen erklärenden Variablen ergibt. Vgl. auch Schulze (1994), S. 147f.

1193 Vgl. auch Poddig/Dichtl/Petersmeier (2001), S. 318-323; die Berechnung erfolgte mittels des Statistikprogramms EViews.

1194 Vgl. exemplarisch Sant/Zaman (1996), S. 639.

gung. Die erwarteten und in der multivariaten Analyse berücksichtigten Wirkungshypothesen werden zusammenfassend in Tabelle 6-18 dargestellt.

	Hypothese	Erwarteter Einfluss Kauf-empfehlungen	Erwarteter Einfluss Verkaufs-empfehlungen
H5	Research-Reputation	+	-
H6	Empfehlungsausmaß	+	-
H7	Marktkapitalisierung	-	+
H8	Sekundärmarktliquidität	-	+
H9	Analystenabdeckung	-	+
H10	Operativer Cashflow	+	+

Tabelle 6-18: Erwartete Hypothesen der multivariaten Analyse

Eine Erklärung der einzelnen Variablen dieser multivariaten Analyse ist in Tabelle 6-19 zu finden. Dargestellt sind hier weiterhin auch deren mögliche Ausprägungen. Dabei sollte nicht unerwähnt bleiben, dass speziell die Variablen zur Research-Reputation, zum Empfehlungsausmaß und zum operativen Cashflow in der Form so genannter Indikatorvariablen verwendet werden; diese auch „Dummy-Variablen“ genannten Variablentypen können nur den Wert 0 oder 1 annehmen. Für einige Variablen wie beispielsweise den „operativen Cashflow“ erleichtert dieses Vorgehen die Interpretation stark. Bei allen übrigen zuvor nicht erwähnten Variablen handelt es sich um reelle Zahlen.

Variable	Beschreibung	Typ
acov	Anzahl der Analystenempfehlungen laut Bloomberg im Jahr 2001	Reell, ≤ 0
mktcap	Marktkapitalisierung (in Mio. €) Anfang 2001	Reell, ≤ 0
researchrep	Indikatorvariable, die ausdrückt, ob sich das empfehlende Institut unter den Top-Ten im Research-Reputationranking von Thompson-Financial oder dem Institutional Investor Magazin befindet	Binär (1-Top; 0-Nicht Top)
ocf	Indikatorvariable, die ausdrückt, ob der operative Cashflow des Geschäftsjahres 2000 positiv war[1195]	Binär (1-positiv; 0-negativ)
ausmaß	Indikatorvariable, die danach fragt, ob zwei oder mehr gleichgerichtete Empfehlungen (durch mehrere Banken bzw. in mehren Zeitungen) (= Kategorie II) existieren[1196]	Binär (1-Ja; 0-Nein)
tvol	Kumuliertes Handelsvolumen (in Mio. Aktien) aller deutscher Börsen (inkl. Xetra) im Jahr 2001	Reell, ≤ 0

Tabelle 6-19: Ausprägung und Erklärung der Variablen der multivariaten Analysen

Die Ergebnisse der multiplen linearen Regression über $CAR(-5;5)$ werden in Tabelle 6-20 präsentiert.[1197] Dabei deutet ein durchschnittlicher VIF von 2,011 bzw. 1,654 darauf hin, dass von keiner wesentlichen Beeinträchtigung durch Multikolinearität auszugehen ist.[1198] Es zeigt sich allerdings, dass die Regressionsmodelle mit R^2-Werten von 0,039 bzw. 0,068 sowohl bei Kauf- als auch bei Verkaufsempfehlungen einen nur sehr geringen Anteil der Varianz der endogenen Variable erklären.[1199] Die Betrachtung der F-Werte macht darüber hinaus deutlich, dass die Regressionsbeziehungen lediglich bei Kaufempfehlungen eine gewisse

[1195] Auch für die Variable operativer Cashflow wurde eine Indikatorvariable gewählt, da sich ansonsten die Interpretation als sehr schwierig erweisen würde.

[1196] Vgl. hierzu Abbildung 31 dieser Arbeit.

[1197] Auch eine logistische Regression wurde durchgeführt, was jedoch keine neuen Erkenntnisse hervorbrachte. Auf eine Präsentation dieser Regression wird daher verzichtet.

[1198] Für die einzelnen Koeffizienten liegt der VIF zwischen 1,0 und 3,3.

[1199] Vgl. Bamberg/Baur (2001), S. 45.

Signifikanz aufweisen. Zumindest die geringen Bestimmtheitswerte sind allerdings durchaus mit einigen in der Literatur präsentierten Werten vergleichbar.[1200]

Modell-parameter[a]	Erwarteter Einfluss	Kauf-empfehlungen[a,b,c]	Erwarteter Einfluss	Verkaufs-empfehlungen[a,b,c]
Konstante		-1,088%		-13,669%
		(-0,442)		(-1,899*)
researchrep	+	0,045%	-	2,589%
		(0,020)		(0,388)
ausmaß	+	5,185%	-	-14,473%
		(2,321***)		(-2,108**)
mktcap	-	-0,001%	+	0,000%
		(-1,051)		(0,174)
tvol	-	0,015%	+	0,017%
		(1,509)		(1,808*)
acov	-	0,002%	+	0,135%
		(0,016)		(0,344)
ocf	+	2,737%	+	-0,936%
		(1,229)		(-0,140)
Modellzusammenfassung[1201]				
R^2		0,039		0,068
F-Wert		1,797*		1,339
N		270		116
∅ VIF		2,011		1,654

a ***= 0,01 Signifikanzniveau, **= 0,05 Signifikanzniveau, *= 0,1 Signifikanzniveau.

b Koeffizientenschätzungen in Prozentwerten; T-Werte in Klammern

c Adjustierung nach White (1980)

Tabelle 6-20: Ergebnisse der linearen Regression über $CAR(-5;5)$

Werden die einzelnen Regressionskoeffizienten untersucht, so erweist sich insbesondere die Variable Ausmaß als stark signifikant in der erwarteten Richtung bei Kauf- als auch bei Verkaufsempfehlungen. Damit scheint sich ein hoher Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Berichterstattung und der Aktienkursreaktion

[1200] Auch Ferreira/Smith (1999), S. 386 geben einen R^2 von 0,024 für die Regression der AR_{-1} an; vgl. auch Sant/Zaman (1996), S. 639. Vgl. auch Ho/Harris (2000), S. 458 mit einem R^2 von 0,2 bis 3,1 Prozent.

[1201] Die Durbon-Watson-Statistik erreicht Werte von 1,914 bzw. 2,179 bei Kauf- bzw. Verkaufsempfehlungen.

anzudeuten. Weitere Vorzeichen in der erwarteten Richtung finden sich darüber hinaus bei den Variablen Marktkapitalisierung; hier stimmen sowohl bei Kauf- als auch bei Verkaufsempfehlungen die beobachteten Vorzeichen mit den Erwartungen überein. Bei Kaufempfehlungen kann darüber hinaus eine Übereinstimmung der Vorzeichen für die Research-Reputation und operativer Cashflow konstatiert werden; für Verkaufsempfehlungen ist eine Kongruenz der Vorzeichen bei der Analystenabdeckung und der Sekundärmarktliquidität festzustellen. Für die letztgenannte Variable ist der Einfluss dabei signifikant auf dem 10-Prozent-Niveau.

Um zu überprüfen, ob sich die Ergebnisse der multiplen Regression über das gesamte Ereignisfenster hinweg als stabil erweisen, wurde neben der CAR (-5;5) auch die CAR (-25;25) als abhängige Variable in der Regressionsgleichung verwandt. Die Resultate der letztgenannten multiplen Regression sind in Tabelle 6-21 festgehalten. Es zeigt sich hierbei, dass die F-Werte sowohl bei Kauf- als auch bei Verkaufsempfehlungen höher ausfallen als in der ersten Regression und in beiden Fällen ein signifikantes Niveau erreichen. Auch das Bestimmungsmaß ist jeweils deutlich angestiegen. Werden die Regressionskoeffizienten analysiert, so ist erkennbar, dass die Variable Sekundärmarktliquidität einen signifikanten Einfluss in den erwarteten Richtungen ausübt. Dies gilt für Kauf- als auch für Verkaufsempfehlungen. Der positive Einfluss der Variable operativer Cashflow bestätigt ebenso die vorherigen Erwartungen, wobei nur für den Fall von Verkaufsempfehlungen ein vertretbares Signifikanzniveau angezeigt wird. Weiterhin ist im Modell ein signifikant positiver Einfluss der Analystenabdeckung im Fall von Kaufempfehlungen festzustellen. Diese Beobachtung entspricht nicht der ursprünglichen Hypothese, korrespondiert aber gleichwohl mit den Erkenntnissen aus der univariaten Analyse.[1202] Für alle übrigen Faktoren konnte kein signifikanter Einfluss ermittelt werden. Es ist darüber hinaus festzuhalten, dass die Vorzeichen der Variable Ausmaß jeweils dem erwarteten Einfluss entsprechen; bei den Variablen Research-Reputation und Marktkapitalisierung gilt dies hingegen nur für den Fall von Verkaufsempfehlungen.

[1202] Auch in der univariaten Analyse konnten im Fall von positiven operativen Cashflows jeweils wertmäßig höhere CARs beobachtet werden; dies entspricht auch den Feststellungen im Hinblick auf die Analystenabdeckung.

Modell-parameter[a]	Erwarteter Einfluss	Kauf-empfehlungen[a,b,c]	Erwarteter Einfluss	Verkaufs-empfehlungen[a,b,c]
Konstante		-3,821%		-21,458%
		(-0,903)		(-2,205**)
researchrep	+	-1,012%	-	-6,747%
		(-0,268)		(-0,748)
ausmaß	+	5,920%	-	-7,388%
		(1,541[1203])		(-0,796)
mktcap	-	0,003%	+	0,002%
		(1,462)		(0,656)
tvol	-	-0,074%	+	0,020%
		(-4,344***)		(1,619*)
acov	-	0,519%	+	-0,042%
		(1,988**)		(-0,080)
ocf	+	5,331%	+	16,188%
		(1,392)		(1,794*)
Modellzusammenfassung[1204]				
R^2		0,091		0,095
F-Wert		4,399***		1,931*
N		270		116
∅ VIF		2,011		1,654

[a] ***= 0,01 Signifikanzniveau, **= 0,05 Signifikanzniveau, *= 0,1 Signifikanzniveau.

[b] Koeffizientenschätzungen in Prozentwerten; T-Werte in Klammern

[c] Adjustierung nach White (1980)

Tabelle 6-21: Ergebnisse der linearen Regression über CAR (-25;25)

Abschließend soll die Aktienkursreaktion in unmittelbarer zeitlicher Nähe zum Publikationszeitpunkt analysiert werden. Zu diesem Zweck präsentiert die Tabelle 8-7 die Ergebnisse der linearen Regression über CAR (-1;1). Ein signifikant negativer Einfluss wurde dabei lediglich im Fall von Verkaufsempfehlungen für die Variable Ausmaß bestätigt; ein signifikant positiver Einfluss ergab sich hier für die Variable Sekundärmarktliquidität. Beide Beobachtungen entsprechen den ursprünglich aufgestellten Erwartungen. Die übrigen Koeffizienten stellen sich als nicht signifikant heraus. In Tabelle 8-8 werden darüber die Resultate der linearen Regressionsanalyse mit $|CAR(-5;5)|$ als endogener Variable dargestellt. Bei allen

[1203] Der p-Wert liegt hier bei 12,5 Prozent.

[1204] Die Durbon-Watson-Statistik erreicht einen Wert von 1,839 bei Kauf- und Verkaufsempfehlungen.

methodischen Problemen, die die Verwendung von absoluten CARs als endogener Variable mit sich bringt,[1205] hat dieses Modell jedoch lediglich ergänzenden Charakter und soll daher auch nicht im Detail gewürdigt werden.

Entwickelt wurde ferner auch ein multiplikatives Regressionsmodell, das in der Literatur zuvor auch bereits von Hauser vorgeschlagen und durchgeführt wurde.[1206] Hierbei können für das Gesamtmodell jedoch keine gesteigerte Erklärungskraft und für die einzelnen Koeffizienten insgesamt keine höheren Signifikanzniveaus beobachtet werden, was zu der Vermutung Anlass gibt, dass es sich im vorliegenden Fall um keinen multiplikativen Zusammenhang handelt. Das letztgenannte Modell sowie alternativ evaluierte Untersuchungsmodelle wie Probit-Modelle werden daher nachfolgend nicht präsentiert.[1207]

Insgesamt zeigt sich über alle linearen Regressionsmodelle hinweg, dass dem Ausmaß der Berichterstattung eine relativ hohe Bedeutung bei der Erklärung der Aktienkursreaktion zukommt. Dabei bestätigt sich die vermutete höhere Marktwirkung der mehrfach publizierten Empfehlungen gegenüber Einzelempfehlungen. Gleichfalls wird im Fall von Verkaufsempfehlungen auch die Erwartung eines positiven Einflusses der Variablen Marktkapitalisierung und Sekundärmarktliquidität erfüllt.[1208] Ein in der Tendenz eher negativer Einfluss der Variable Research-Reputation ist für den Fall von Verkaufsempfehlungen auszumachen; ein tendenziell positiver Einfluss hingegen für die Variable operativer Cashflow. Gemischte Belege liegen im Hinblick auf den Einfluss der Analystenabdeckung vor.

Im Fall von Kaufempfehlungen ergibt sich folgende Situation: Neben dem deutlich positiven Einfluss der Variable Ausmaß sind auch die Variablen Analystenabdeckung und operativer Cashflow durch eine leicht positive Tendenz gekennzeichnet. Eine gemischte Evidenz liegt hingegen für die Variablen Research-Reputation, Marktkapitalisierung und Sekundärmarktliquidität vor.

[1205] Vgl. exemplarisch u.a. zur Kritik an der Verwendung absoluter Renditen im Rahmen von Ereignisstudien: Kaserer/Nowak (2001), S. 1353-1356; vgl. auch Röder (2000b), S. 567-593 sowie Röder (2001), S. 1357-1359 zur Replik/Verteidigung seines Vorgehens. Vgl. Röder (2002), S. 36 für allgemeine Hinweise zur Ad-hoc-Publizität. Vgl. hingegen Ho/Harris (2000), S. 458 für die Berücksichtigung von positiven und negativen Empfehlungen innerhalb einer multiplen Regression.

[1206] Vgl. Hauser (2003), S. 251f.

[1207] Vgl. Gujarati (2003), S. 608-615, 623; Eckey/Kosfeld/Dreger (2001), S. 184-190.

[1208] Der Einfluss der Variablen Marktkapitalisierung und Sekundärmarktliquidität auf die CAR (-25;25) ist allerdings nicht statistisch signifikant auf dem 10-Prozent-Niveau.

6.8 Grenzen der Untersuchung

Grenzen der Untersuchung ergeben sich zum einen durch die verwandte Methodik der Ereignisstudie; zum anderen durch das spezifisch in dieser Studie verfolgte Untersuchungsdesign. Hinsichtlich der erstgenannten potentiellen Problembereiche von Ereignisstudien soll nur kurz auf die wesentlichen Grenzen eingegangen werden. Diese Probleme wurden in der Literatur zuvor bereits unter anderem von Brown/Warner, Scholes/Williams sowie von Eichinger und Oerke eingehend beschrieben.[1209]

Die in der Literatur am häufigsten beschriebenen Grenzen von Ereignisstudien stellen seltene und unregelmäßige Börsenumsätze dar. Das auch unter dem Begriff „**Thin-Trading**“ oder auch „Infrequent-Trading“ bekannte Phänomen betrifft dabei insbesondere Unternehmen mit geringer Börsenkapitalisierung.[1210] Hier besteht die Gefahr, dass entweder aufgrund von mangelnden Umsätzen keine Kurse festzustellen sind oder größere Order sehr starke Kurssprünge verursachen. Damit kann ausbleibende oder nur geringe Handelsaktivität zu Renditen von null oder hohen Abweichungen davon führen.[1211] In diesem Fall entspricht auch die Verteilung der Renditen nicht mehr der Normalverteilung; ferner gibt es Anzeichen dafür, dass auch die Qualität der Parameterschätzung abnimmt.[1212] In der Literatur werden von Scholes/Williams und Dimson Ansätze zur Korrektur[1213] der Verzerrungen beschrieben.[1214] Allerdings haben Brown/Warner keinen exakten Vorteil dieses Verfahrens im Vergleich zur herkömmlichen OLS-Schätzung ermitteln können.[1215] Somit kann der Feststellung Eichingers gefolgt werden, dass es „[…] anscheinend keine befriedigende Lösung für die durch das „Thin-Trading“ hervorgerufenen Probleme […]“[1216] gibt. Abgesehen von der manuellen Feiertagsbereini-

---

1209 Vgl. Scholes/Williams (1977), S. 309-311; Dimson (1979), S. 197-200, 214; Eichinger (2001), S. 112-137; Oerke (1999), S. 75f, 87-90.

1210 Vgl. Eichinger (2001), S. 112f.

1211 Vgl. May (1991), S. 324; May (1993), S. 73; Oerke (1999), S. 75f.; Werner (1999), S. 23-25.

1212 Vgl. Dimson (1979), S. 197-226. Zeigt, dass die Betaschätzung von gering gehandelten Aktien zu niedrig ist.

1213 Vgl. zu den Ansätzen zur Korrektur der Verzerrungen Scholes/Williams (1977), S. 309; Dimson (1979), S. 205.

1214 Einen weiteren Ansatz stellt das von Dimson/Marsh (1983), S. 753-783 entwickelte Trade-to-trade-Verfahren dar, bei der Renditen jeweils von Handelstag zu Handelstag berechnet werden. Die daraus resultierenden unterschiedlichen Renditeintervalle und verschiedenen Renditehäufigkeiten wurden jedoch u.a. von Beiker (1993), S. 75 als sehr kritisch eingestuft.

1215 Vgl. Brown/Warner (1985), S. 18. Cowan/Sergant (1996), S. 1744 können keine Verbesserung der Testqualität durch das Scholes/William-Verfahren feststellen. Vgl. auch Atchison (1986), S. 343-348; McInish/Wood (1986), S. 285; Oerke (1999), S. 75f.

1216 Eichinger (2001), S. 115.

gung wird daher auch in der vorliegenden Arbeit keines der Korrekturverfahren angewandt.

Einen weiteren potentiellen Problembereich stellt das konzentrierte Auftreten von Ereignissen, das so genannte **Clustering**, dar. Hierbei kann zwischen verschiedenen Arten von Clustering unterschiedenen werden: Beim Zeit-Clustering treten Ereignisse gehäuft zu einem bzw. um einen bestimmten Zeitpunkt herum auf. Beim konzentrierten Auftreten von Ereignissen in bestimmten Branchen wird hingegen von einem Industrie-Clustering gesprochen. Korrespondierend bezeichnet Anomalien-Clustering die Häufung von Ereignissen an einem bestimmten Kalendermonat oder -tag. Im Ergebnis führt das Clustering zu einer steigenden Varianz der abnormalen Renditen, was sich auf die Power des Signifikanztests negativ auswirkt.[1217] Die vorliegende Arbeit berücksichtigt die Möglichkeit eines Clustering insofern, als dass im Rahmen der deskriptiven Analyse die Ereignishäufigkeit in einzelnen Kalendermonaten ausgewiesen wird.[1218] Darüber hinaus konnten bereits Brown/Warner zeigen, dass die im Rahmen dieser Arbeit verwendeten marktbasierten Verfahren für den Fall von Clustering den nicht-marktbasierten Verfahren (bspw. Mittelwertadjustierung) überlegen sind.[1219]

Auch die Annahme der **Beta-Stationarität** im Marktmodell stellt ein potenzielles Problemfeld der Untersuchung dar. Die Instabilität des Beta-Faktors kann verschiedene Ursachen haben.[1220] So kann beispielsweise das Ereignis selbst eine Veränderung des systematischen Risikos induzieren;[1221] verbunden hiermit wäre eine Erhöhung der Varianz der abnormalen Rendite um den Ereignistag herum sowie ein erschwerter Signifikanztest.[1222] Wie bereits in Abschnitt 5.3.3.2.2 und 5.3.3.2.3 beschrieben, mag darüber hinaus in sehr volatilen Märkten auch die genaue Spezifikation der Schätzperiode den Beta-Faktor beeinflussen. Die eigene Untersuchung wählt daher erstmalig eine für alle Ereignisse einheitliche Schätzperiode von einem Jahr. Diese ist dem Untersuchungszeitraum im engeren Sinne vorgelagert. Der relativ lange Schätzzeitraum lässt vor dem Hintergrund der Arbeit Dimsons eine er-

---

1217 Vgl. Peterson (1989), S. 53f.

1218 Vgl. Abbildung 41, in der eine breite Streuung der Ereignisse über die einzelnen Monate hinweg zu erkennen ist.

1219 Vgl. Brown/Warner (1980), S. 232-239, 246-248; Brown/Warner (1985), S. 15f. Vgl. auch Eichinger (2001), S. 115-120; Peterson (1989), S. 53.

1220 Vgl. Peters (1987), S. 73-75.

1221 In diesem Fall wird von einem „event induced variance increase/decrease“ gesprochen.

1222 Vgl. Eichinger (2001), S. 133-136 für Diskusion weiterer Verfahren zur Korrektur der Beta-Instabilität.

Dimsons eine erhöhte Erklärungskraft des Beta-Wertes erwarten.[1223] Zudem wird neben dem Marktmodell auch die vom Beta-Faktor unabhängige Methode der marktadjustierten Renditen eingesetzt, was einen Vergleich der Ergebnisse beider Verfahren gestattet.[1224]

Der so genannte **Kleinfirm-Effekt** besagt, dass Aktien kleinerer Unternehmen höhere risikobereinigte Renditen erzielen als Aktien größerer Unternehmen.[1225] Während der Kleinfirm-Effekt in den USA in den 80er-Jahren nachgewiesen wurde,[1226] existiert für Deutschland im Speziellen ein gemischtes Bild.[1227] Zur Berücksichtigung des Kleinfirm-Effekts werden in der Literatur von Dimson/Marsh sowie von Huberman/Kandel Modellanpassungen vorgeschlagen; diese bewirken jedoch Verzerrungen nach oben und unten.[1228] Da zudem die Auswirkungen des Kleinfirm-Effektes bei einem überschaubaren Ereignisfenster und bei der Verwendung von Tagesrenditen relativ gering einzuschätzen sind, kann auf weiterführende Anpassungen verzichtet werden.

Im Hinblick auf die weiteren, ebenfalls in der Literatur diskutierten möglichen Problembereiche Autokorrelation, Heteroskedastizität, Ausreißer und Nicht-Normalverteilung wird auf die Arbeiten von Eichinger, Brown/Warner und Peterson verwiesen.[1229]

Spezifische Grenzen des vorliegenden Untersuchungsdesigns ergeben sich darüber hinaus im Hinblick auf die Übertragbarkeit der anglo-amerikanischen Untersuchungen auf den deutschen Kapitalmarkt. So hat die amerikanische Tageszeitung Wall-Street-Journal eine wesentlich höhere Bedeutung, wenn nicht sogar Domi-

---

1223 Vgl. Dimson (1979), S. 197-226: fand für das Vereinigte Königreich, dass bei steigender Länge der Schätzperiode die Erklärungskraft von Beta-Wert und Marktmodell anstieg; vgl. auch Strong (1992), S. 543.

1224 Vgl. Werner (1999), S. 102f: setzt auch beide Methoden parallel ein.

1225 Vgl. Strong (1992), S. 548f.; Eichinger (2001), S. 124f.

1226 Vgl. unter anderem Banz (1981), S. 3-17: fand, dass das Quintil der kleinsten Unternehmen eine im Durchschnitt 19,8 Prozent höhere Rendite erzielten als das Quintil der größten Unternehmen. Spätere Untersuchungen u.a. von Keim (1983) und Reinganum (1983), S. 19-46 fanden, dass die Renditeunterschiede größtenteils im Januar auftreten (Small-firm-in-January-Effekt).

1227 Vgl. zum Kleinfirmeffekt in Deutschland: Beiker (1993), S. 468f: stellt keinen kontinuierlichen Kleinfirm-Effekt fest und findet, dass der Kleinfirm-Effekt u.a. vom Untersuchungszeitraum, den einbezogenen Börsensegmenten und der Portfoliogröße abhängig ist.

1228 Die Methode von Huberman/Kandel (1985) verzerrt nach oben; der Ansatz von Dimson/Marsh (1986) eher nach unten.

1229 Vgl. Peterson (1989), S. 49-56; Brown/Warner (1985), S. 25-29; Eichinger (2001), S. 120-133. Vgl. zudem Ghosh (1992), S. 277ff. für mögliche Korrekturmöglichkeiten.

nanz im Bereich der Wirtschaftsinformationen; dies drückt sich nicht zuletzt auch durch eine höhere Reichweite aus. Zudem erfährt die zumeist untersuchte Heard-on-the-Street-Kolumne eine zumeist weitaus prominentere Platzierung auf der Anfangsseite des Finanzteils. Auch wird dieser Kolumne ein größerer Raum eingeräumt, der auch investigative Elemente oder Expertenaussagen mit einschließt.[1230] Fraglich ist zuletzt auch, inwieweit die aufgedeckten Insider-Trading-Aktivitäten in den USA die dortigen Ergebnisse beeinflusst haben.[1231]

6.9 Zwischenfazit

Das sechste Kapitel beinhaltet die Darstellung und Auswertung der empirischen Untersuchung zur Marktwirkung von sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen. Zu diesem Zweck wurde zunächst die Stichprobe anhand zeitlicher und sachlicher Kriterien bestimmt. Ingesamt konnten so 388 Ereignisse identifiziert werden, wovon die Kaufempfehlungen deutlich überwiegen. Zu in etwa gleichen Teilen bezieht sich die Stichprobe hingegen auf Empfehlungen in Handelsblatt und Frankfurter Allgemeiner Zeitung. Ähnlich verhält sich die Indexzugehörigkeit: so sind die Ereignisse zu vergleichbaren Teilen dem Nemax 50 und den restlichen Nemax-All-Share-Werten zuzuordnen.[1232]

Bei der anschließenden Hypothesenbildung greift die Untersuchung auf die zuvor diskutierten Forschungsergebnisse und Erklärungsansätze zur Marktwirkung von sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen zurück. Diese Hypothesen beziehen sich sowohl auf die Aktienkursreaktion in der gesamten Stichprobe als auch auf einzelne Einflussfaktoren der Marktwirkung. Die letztgenannten Hypothesen werden innerhalb der univariaten und multivariaten Analysen diskutiert, während die erstgenannten in der Gesamtanalyse beleuchtet werden. Die Tabelle 6-22 zeigt in diesem Zusammenhang die Ergebnisse der Gesamtanalyse auf. Die hierfür vorgenommenen Berechnungen der abnormalen durchschnittlichen Renditen basieren auf der Grundlage des in Kapitel 5 beschriebenen Untersuchungsdesigns. Prinzipiell wird mithin die Methode marktadjustierter Renditen verwendet; nichtsdestotrotz werden die Renditen auf Basis der Marktmethode im Anhang angegeben. Im

---

[1230] Die Debatte um den Anteil des investigativen Journalismus (beispielsweise das Verfolgen eigener Spuren im Hinblick auf Ereignisse wie Gewinnänderungen, Fusionen etc.) an der HTS-Kolumne birgt zusätzliche Unsicherheit bezüglich der Klassifizierung als Sekundärmarktinformation.

[1231] Vgl. Chang/Suk (1998), S. 115-128; Liu/Smith/Syed (1992), S. 181-188.

[1232] Die „restlichen Nemax-All-Share-Werte“ bezeichnet alle Aktien des Nemax-All-Share-Indizes die nach Abzug der Aktien des Nemax 50 verbleiben.

Hinblick auf die Gesamtreaktion wird beim Abgleich mit den Ergebnissen deutlich, dass den Ausgangshypothesen (1 bis 4) zuzustimmen ist. So ist die Aktienkursreaktion zum Publikationszeitpunkt erwartungsgemäß bei Kaufempfehlungen positiv; bei Verkaufsempfehlungen hingegen negativ. Dabei ist eine geringere Aktienkursreaktion der sekundären Verbreitung im Vergleich zur primären Verbreitung festzustellen. Auch handelt es sich bei den Aktienkursreaktionen vorwiegend um lang andauernde Preiseffekte. Indem bei der sekundären Verbreitung noch eine statistisch signifikante Marktreaktion messbar ist, kristallisiert sich zudem heraus, dass die Informationen nicht im Sinne einer halbstrengen Informationseffizienzhypothese verarbeitet werden.

Hypothese	Beschreibung	Hypothesenkonform[a]
H1	Zum Zeitpunkt der Publikation einer Verkaufsempfehlung (Kaufempfehlung) in einer Tageszeitung ist die Aktienkursreaktion negativ (positiv)	✓
H2	Der mit der Publikation der Analystenempfehlung verbundene Preiseffekt hat über die Ereignisperiode hinweg Bestand	✓
H3	Am Neuen Markt werden Informationen nicht im Sinne einer halbstrengen Informationseffizienzhypothese verarbeitet	✓
H4	Die Aktienkursreaktion auf die sekundäre Verbreitung in einer Tageszeitung ist niedriger im Vergleich zur ersten Verbreitung	✓

Tabelle 6-22: Abgleich von Ergebnissen und Hypothesen zur Gesamtreaktion

Eine stark differenzierte Situation mit teilweise deutlichen Unterschieden zwischen Kauf- und Verkaufsempfehlungen ergibt sich hingegen beim Abgleich der Ergebnisse mit den faktorspezifischen Hypothesen in Tabelle 6-23. Hierzu werden die Ergebnisse der univariaten und multivariaten Analysen gemeinsam untersucht. Dabei zeigt sich, dass den Wirkungshypothesen im Fall von Verkaufsempfehlungen prinzipiell gefolgt werden kann, wenngleich in einigen Fällen auch nur eingeschränkt. Diese Einschränkung gilt für die Variablen Sekundärmarktliquidität und Marktkapitalisierung, welche sich zwar generell als hypothesenkonform erweisen, nicht jedoch in der univariaten Analyse zum Publikationstag selbst.

KAUFEMPFEHLUNGEN					
	Hypothese	**Erwarteter Einfluss**	**Ergebnis der univariaten Analyse**	**Ergebnis der multivariaten Analysen**	**Hypothesenkonform[a]**
H5	Research-Reputation des Bankinstitutes	+	Pos. Einfluss nur für Publikationszeitpunkt	Gemischte Evidenz	×
H6	Empfehlungs-ausmaß	+	Pos. Einfluss	Sign. Pos.	✓
H7	Marktkapitalisierung	-	Gemischte Evidenz (abhängig vom Zeitfenster)	Gemischte Evidenz	×
H8	Sekundärmarktliquidität	-	Kein Einfluss erkennbar	Gemischte Evidenz	×
H9	Analysten-abdeckung	-	Stark positiver Einfluss	Pos. Tendenz	×
H10	Operativer Cashflow	+	Gemischte Evidenz	Pos. Tendenz	(✓)
H11	Institutioneller Anteil (erste Veröffentlichg.)	+	Geringfügig negativer Einfluss	n.a.	×
H12	Institutioneller Anteil (sek. Veröffentlichg.)	-	Geringfügig positiver Einfluss	n.a.	×
VERKAUFSEMPFEHLUNGEN					
	Hypothese	**Erwarteter Einfluss**	**Ergebnis der Univariaten Analyse**	**Ergebnis der Multivariaten Analysen**	**Hypothesenkonform[a]**
H5	Research-Reputation des Bankinstitutes	-	Negativer Einfluss	Neg. Tendenz	✓
H6	Empfehlungs-ausmaß	-	Negativer Einfluss (Ausnahme: Periode nach d. Publ. Zeitpkt.)	Signifikant Neg.	✓
H7	Marktkapitalisierung	+	Positiver Einfluss (mit Ausnahme des direkten Publ. tages)	Positiv	(✓)
H8	Sekundärmarktliquidität	+	Positiver Einfluss (mit Ausnahme des direkten Publ. tages)	Positiv	(✓)
H9	Analysten-abdeckung	+	Stark positiver Einfluss	Gemischte Evidenz	(✓)
H10	Operativer Cashflow	+	Stark positiver Einfluss	Gemischte Evidenz	(✓)
H11	Institutioneller Anteil (erste Veröffentlichg.)	-	Stark negativer Einfluss	n.a.	✓
H12	Institutioneller Anteil (sek. Veröffentlichg.)	+	Stark positiver Einfluss	n.a.	✓

[a] ✓= hypothesenkonform, (✓) = mit Einschränkungen hypothesenkonform ×= nicht hypothesenkonform

Tabelle 6-23: Abgleich von Ergebnissen und faktorspezifischen Hypothesen

Weiterhin erweisen sich auch die Variablen operativer Cashflow und Analystenabdeckung nur mit Einschränkungen als hypothesenkonform. So entsprechen die Ergebnisse der univariaten Analysen für die beiden letztgenannten Variablen zwar deutlich der erwarteten Wirkung; innerhalb der multivariaten Analysen ergibt sich hingegen eine gemischte Evidenz. Die Ursache hierfür könnte am unterschiedlichen Einfluss der Variablen in den untersuchten Zeiträumen liegen oder auch mit der Möglichkeit zusammenhängen, dass die oben genannten Variablen in der multivariaten Analyse durch andere Variablen erklärt werden. Trotz insgesamt akzeptabler Werte des Variance Inflation Factors ist ferner nicht auszuschließen, dass ein gewisser Grad an Multikolinearität zwischen den Variablen die Ergebnisse beeinflusst.

Im Fall von Kaufempfehlungen können die Ausgangshypothesen hingegen nur für die Variable Empfehlungsausmaß und mit Einschränkungen auch für die Variable operativer Cashflow bestätigt werden. Die Ergebnisse für die übrigen Variablen erweisen sich als nicht hypothesenkonform. Dabei kann insgesamt für die Research-Reputation des empfehlenden Institutes, die Marktkapitalisierung und die Sekundärmarktliquidität kein klar identifizierbarer Einfluss erkannt werden. Für die Analystenabdeckung kristallisiert sich ein positiver Einfluss bei Kaufempfehlungen heraus, der allerdings der Ausgangshypothese widerspricht. Eine mögliche Ursache für dieses Phänomen mag darin liegen, dass eine hohe Analystenabdeckung gerade in sehr volatilen Märkten als eine Art Qualitätssignal aufgefasst wird; dieses Argument erlangt auch dadurch Gewicht, dass bei geringerer Analystenabdeckung oft die Emissionsbanken noch einen sehr hohen Anteil der Coverage ausmachen.[1233] Bei entsprechend höherer Analystenabdeckung ist demgegenüber die Chance auf ein aus Investorensicht unabhängigeres Analystenurteil größer.[1234] Es ist nahe liegend, dass Investoren einem solchem unter größerer Unabhängigkeit getroffenen Analystenurteil eine höhere Bedeutung beimessen, was den positiven Einfluss der Analystenabdeckung bei Kaufempfehlungen erklären kann.[1235] Wei-

[1233] Vgl. zu den Geschäftsbereichen einer Investment Bank: Groth (2003b), S. 342-343.

[1234] Aus Investorensicht unterliegen die Analystenempfehlungen von Emissionshäusern einer stärkeren Gefahr von Interessenkonflikten.

[1235] Vgl. Michaely/Womack (1999), S. 653, 683: finden, dass die Analystenempfehlungen von Emissionshäusern eine schlechtere Performance erreichen als die Kontrollgruppe; vgl. Dunbar/Hwang/Shastri (1999), S. 1, 17: finden in ihrer Untersuchung, dass die Reaktionen auf erste Kaufempfehlungen der Analysten von Emissionshäusern weniger positiv sind im Vergleich zur Kontrollgruppe der Nicht-Emissionshäuser. Positiv mag sich hingegen der bessere Informationszugang der Emissionshäuser auch zu unternehmensinternen Informationen auf die Aktienkursreaktion bei

terhin mag auch das bekannte Herdenverhalten von Analysten zu weiteren gleichgerichteten Empfehlungen anderer Analysten führen und damit den Aktienkurseffekt verstärken.[1236]

Resümierend konnte gezeigt werden, dass die Hypothesen bei Kauf- und Verkaufsempfehlungen in stark unterschiedlichem Maße erfüllt wurden. Eine Ursache hierfür mag darin liegen, dass Investoren Kauf- und Verkaufsempfehlungen unterschiedlich wahrnehmen und bewerten. So ist auf der einen Seite vorstellbar, dass angesichts der teilweise schlechten Stimmung gegenüber dem Neuer-Markt-Segment und vielfach enttäuschter Erwartungen gerade im Jahr 2001 den Verkaufsempfehlungen eine stärkere Bedeutung beigemessen wird. Die Tatsache, dass Kaufempfehlungen auch in einer Baissephase sehr viel häufiger ausgesprochen wurden, mag auf der anderen Seiten deren Glaubwürdigkeit eingeschränkt haben. Dieser Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Analystenempfehlungen mag noch verstärkt worden sein durch die sehr kritische und öffentlichkeitswirksame Auseinandersetzung hiermit.[1237] Nachdem die wesentlichen empirischen Ergebnisse der Ereignisstudie besprochen wurden, widmet sich das nachfolgende siebte Kapitel den Implikationen dieser Befunde.[1238]

Kaufempfehlungen auswirken. Vgl. auch Lin/McNichols (1998), S. 101.Fnden, dass Analysten von Emissionshäusern signifikant häufiger Kaufempfehlungen aussprechen.

[1236] Vgl. für Untersuchungen, welche die Existenz des Herding-Phänomens bei Analystenempfehlungen unterstützen: Graham (1999), S. 237-268; Desai/Liang/Singh (2000), S. 20f.; vgl. auch für Herding bei Gewinnschätzungen: Hong/Kubik/Salomon (2000), S. 121-144; Trueman (1994), S. 97ff.

[1237] Vgl. für zwei kritische deutsche Artikel: Hetzler/Palan/Seeger (2001), S. 149f.; Moerschen (2001b), S. 24; vgl. auch für die Ermittlungen des Generalstaatsanwalts Eliot Spitzer : Dunaief (2002), S. 1.

[1238] Vgl. zu den Grenzen der Untersuchung Abschnitt 6.8.

7 Implikationen der empirischen Ergebnisse

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurden zunächst die Ergebnisse der Erhebung zu „Analystenzitaten und -empfehlungen in der Wirtschaftspresse“ vorgestellt. Anschließend wurde die Marktwirkung publizierter Analystenempfehlungen sowohl aus theoretischer als auch – mittels einer eigenen Ereignisstudie – aus empirischer Sicht diskutiert. Für die beiden großen empirischen Untersuchungen dieser Arbeit lassen sich Implikationen für die Forschung und Praxis ableiten. Das folgende Kapitel zielt daher darauf ab, die wichtigsten Implikationen für Investoren, Unternehmen, Journalisten und Wirtschaftsmedien sowie für Analysten und den Gesetzgeber bzw. die Überwachungsorgane zu erörtern. Wo sinnvoll und möglich, werden diese Ausführungen durch geeignete Vorschläge bzw. Handlungsempfehlungen an die betreffenden Gruppen ergänzt.

7.1 Implikationen für Investoren

Unter den potenziellen Investorengruppen sind in besonderer Weise die Privatanleger (private Investoren) von den Ergebnissen der Arbeit betroffen. So informieren sich private Investoren im Gegensatz zur Gruppe professioneller institutioneller Investoren stärker durch Tageszeitungen und sonstigen Wirtschaftsmedien.[1239] Implikationen ergeben sich hieraus sowohl in Bezug auf den Umgang mit Informationen aus der Wirtschaftspresse als auch im Hinblick auf die Beurteilung von Analystenempfehlungen.

Den letztgenannten Punkt aufgreifend, zeigt die Ereignisstudie dieser Arbeit, dass nach Berücksichtigung von Transaktionskosten[1240] keine systematischen Überrenditen erzielt werden können, wenn ein Investor am Publikationstag jeweils die zum Kauf empfohlenen Aktien erwirbt.[1241] So beträgt die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite ab dem Publikationstag [0; 25] bei Kaufempfehlungen nur rund 0,5 Prozent. Werden darüber hinaus noch Transaktionskosten von ein bis zwei Prozent berücksichtigt,[1242] oder wird von einer verzögerten Reaktionsgeschwindig-

---

1239 Vgl. Pruitt/Van Ness/Van Ness (2000), S. 12f. Die Autoren finden Belege für Informationsassymetrien zwischen kleineren (privaten) und größeren (institutionellen) Anlegern.

1240 Vgl. für die Berücksichtigung von Transaktionskosten: Malkiel (1995), S. 553, 557.

1241 Vgl. in der Literatur unter anderem Huth/Maris (1992), S. 27, 39-43.

1242 Traditionell wurden rund 2 Prozent für den An- und Verkauf einer Aktie angesetzt; in jüngerer Zeit mag diese Zahl im Zuge der zunehmenden Bedeutung der Direktbanken allerdings etwas geringer ausfallen. Vgl. hierzu Huth/Maris (1992), S. 33. Gehen sogar von zwei bis vier Prozent für den An- und späteren Verkauf aus.

keit der privaten Investoren ausgegangen,[1243] so zeigt sich deutlich, dass im Vergleich zum Markt keine Überrendite erzielt werden kann. Bei Verkaufsempfehlungen, insbesondere in Verbindung mit bestimmten Unternehmenseigenschaften der empfohlenen Werte, mag hingegen eine profitable Handelsstrategie eher möglich sein. Allerdings setzt dies voraus, dass der Investor entweder bereits bestehende Positionen verkaufen oder Leerverkäufe tätigen kann, was für Privatanleger indes selten der Fall ist. Auch mag die Handelsstrategie durch eine höhere Illiquidität behindert werden.

Vor diesem Hintergrund scheint es insbesondere für Privatanleger angebracht, ein übereiltes Handeln aufgrund von publizierten Kaufempfehlungen zu vermeiden; das Verfolgen von Verkaufsempfehlungen unterliegt den oben beschriebenen Einschränkungen.[1244] Konsistent hierzu finden auch Walker/Hatfield in ihrer Untersuchung, dass die Empfehlungen der USA-Today-Börsenkolumne für Investoren zu einer niedrigeren Performance führt.[1245] Für viele Investoren stellt mithin das passive Halten des Marktportfolios die möglicherweise bessere Alternative dar.[1246]

Auch aus der Analystenbefragung im Rahmen dieser Arbeit lassen sich wichtige Implikationen für den Umgang mit Informationen aus der Wirtschaftspresse ableiten. So scheint den befragten Analysten gerade die Darstellung der Annahmen einer Empfehlung noch stark verbesserungswürdig. Für die Investoren bedeutet dies, dass sie verstärkt nicht nur die Empfehlung selbst beachten, sondern darüber hinausgehend auch selbstständig die Bewertungsgrundlagen der Empfehlungen untersuchen sollten.[1247] Vor dem Hintergrund, dass auch die Darstellung von Interessenkonflikten als nicht ausreichend beurteilt wird,[1248] erscheint es dementsprechend ratsam, die Empfehlungen auf mögliche nicht genannte Interessenkon-

---

1243 Am Publikationstag selbst (t=0) beträgt die durchschnittliche abnormale Rendite 0,9 Prozent, so dass bei einem Tag Reaktionsverzögerung die erwarteten CAR negativ würden.

1244 Vgl Jegadeesh/Kim/Krische/Lee (2002), S. 1ff., die zu dem Ergebnis kommen, dass das naive Verfolgen von Analystenempfehlungen für Investoren eine sehr kostenintensive Strategie darstellt; nur beim Vorliegen bestimmter quantitativer Charakteristika (hohe Marktkapitalisierung, positives Momentum) leisten Analystenempfehlungen einen positiven Wertbeitrag.

1245 Vgl. Walker/Hatfield (1996), S. 13-26.

1246 Vgl. Malkiel (1995), S. 571: zeigt, dass aktiv gemanagte Aktienfonds gegenüber passiven Indexfonds unterperformen; dabei wird in seinem Untersuchungsdesign explizit der so genannte „survivorship bias“ berücksichtigt.Vgl. auch zur passiven Anlage in Marktindizes: Bettscheider (2003), S. 1-10; Spremann (2000), S. 1097ff.

1247 Vgl. Abbildung 5.

1248 Vgl. Abbildung 5: die Hinweise zu Interessenkonflikten werden am schlechtesten unter den angegebenen Qualitätsmerkmalen der Berichterstattung beurteilt.

flikte hin zu überprüfen. Weiterhin wurde auch die Kompetenz und das Fachwissen der Journalisten als sehr verbesserungswürdig eingestuft sowie vielfach eine inkorrekte oder lückenhafte Darstellung der Analystenzitate befürchtet.[1249] Demzufolge scheint die Notwendigkeit gegeben, eine journalistische Meinung durch eine zweite Quelle zu verifizieren, sofern näheres Interesse an dem empfohlenen Wert besteht.[1250] Bewusst werden sollten sich Investoren zudem, dass die Kooperation von Journalisten und Analysten nicht nur altruistisch motiviert ist, sondern beide Parteien durchaus eigene Interessen verfolgen. So müssen sich manche Journalisten den Vorwurf gefallen lassen, Analystenzitate als ‚Kleeblatt' für die eigene Meinung zu verwenden.[1251] Analysten wiederum können die Medien gezielt nutzen, um die eigene Meinung zu lancieren oder auch die eigene Bekanntheit oder Reputation zu steigern.[1252]

Weiterhin sollten gerade private Investoren bei der Auswahl einer Tageszeitung darauf achten, wie vielfältig und ausgewogen die berücksichtigten Analystenempfehlungen bzw. -meinungen sind. Ein Warnsignal wäre es in diesem Zusammenhang, wenn die Präferenz des Journalisten die Auswahl an Analystenmeinungen zu stark beeinflusst und in der Folge beispielsweise ausschließlich oder zum überwiegenden Teil nur Analysten wenig reputabler Institute zitiert werden.[1253]

Insgesamt ist festzuhalten, dass es in der Regel für Investoren nicht empfehlenswert ist, nur aufgrund einer Analystenempfehlung in der Wirtschaftspresse zu handeln. Sofern Interesse an einem Wert besteht, sollten zumindest die Annahmen und der Hintergrund der Empfehlung durchleuchtet werden und möglichst auch eine zweite Quelle hinzugezogen werden. Ratsam erscheint es weiterhin, bei der Auswahl einer Tageszeitung auf eine angemessene Vielfalt an Analystenmeinungen zu achten. Zu fordern ist zudem, dass Investoren gerade bei den wirtschaftsaffinen Tageszeitungen aktiv Verbesserungen in der Berichterstattung einfordern und Veränderungspotenziale aufzeigen.

[1249] Vgl. Abbildung 17.
[1250] Vgl. Abbildung 8.
[1251] Vgl. Blohm (2000), S. 107.
[1252] Vgl. Abbildung 8.
[1253] Gemäß Abbildung 27 nimmt die Präferenz des Journalisten eine hohe Bedeutung bei der Berücksichtigung in der Wirtschaftspresse ein.

7.2 Implikationen für Journalisten

Auch für die Gruppe der Journalisten und deren Arbeitgeber ergeben sich verschiedene Implikationen aus den vorgestellten empirischen Ergebnissen dieser Arbeit. So wurde im Rahmen der Ereignisstudie deutlich, dass die Publikation von Analystenempfehlungen in weit verbreiteten Tageszeitungen den Aktienkurs beeinflussen kann. Der Grad der Aktienkursreaktion ist bei Kaufempfehlungen zwar nur moderat, kann aber insbesondere bei Verkaufsempfehlungen und beim Zusammentreffen verschiedener Unternehmenseigenschaften durchaus beachtliche Ausmaße annehmen. Dies ist umso erstaunlicher, als davon auszugehen ist, dass die Analystenempfehlungen zuvor bereits den besten Kunden der Analysten bekannt gemacht und über elektronische Informationssysteme veröffentlicht wurden. Bei Berücksichtigung von Transaktionskosten[1254] werden sich Informationen zu publizierten Kaufempfehlungen im Regelfall zwar nicht in profitable Handelsstrategien umwandeln lassen; für publizierte Verkaufsempfehlungen und Empfehlungen von Unternehmen, die klein und eher illiquide sind oder eine geringe Analystenabdeckung aufweisen, ist dies jedoch durchaus vorstellbar. Auch eine hohe Reputation des empfehlenden Institutes oder besonders ausgeprägte oder vielfach erwähnte Empfehlungen mögen dabei zusätzlich verstärkend wirken.

Vor diesem Hintergrund erscheint es notwendig, die betreffenden Wirtschaftsjournalisten dafür zu sensibilisieren, dass es speziell bei den oben genannten Empfehlungsarten ein Kursbeeinflussungspotenzial zu geben scheint. Dabei mögen neben den hier untersuchten Analystenempfehlungen im Finanzteil einer Zeitung auch journalistische Artikel oder Kommentare einen Einfluss ausüben.[1255] Auch ist anzunehmen, dass im Zuge einer stärkeren Medienpräsenz der Analysten verstärkt weitere Formate wie Börsensendungen im Fernsehen oder Rundfunk ein ähnliches Beeinflussungspotenzial entwickeln oder dieses sogar übertreffen.[1256] Mit dem Bewusstsein um die Möglichkeiten einer Aktienkursbeeinflussung durch die journalistische Tätigkeit und dem damit verbundenen Missbrauchspotenzial erscheint es daher sicherlich wünschenswert,[1257] wenn Redaktionskonferenzen dieser Tatsa-

---

1254 Vgl. für die Berücksichtigung von Transaktionskosten Malkiel (1995), S. 553, 557.

1255 Daneben ist vorstellbar, dass in veränderten Marktphasen auch Kaufempfehlungen wieder eine höhere Glaubwürdigkeit erreichen.

1256 Vgl. Kuperman/Athavale/Eisner (2003), S. 74f.

1257 Die Bedeutung der Wirtschaftspresse erstreckt sich dabei nicht nur auf die potenzielle Beeinflussung der Kurse sonder auch auf ihren Einfluss auf die öffentliche Meinung zu wirtschaftlichen Themen/Zusammenhängen. Vgl. hierzu Parsons (1989), S. 1ff.

che durch einen kritischen Diskurs und strenge freiwillige Selbstverpflichtungen Rechnung tragen.[1258]

Auch die Befragung von Finanzanalysten wirft sehr interessante Diskussionspunkte im Hinblick auf die Tätigkeit der Journalisten auf. So werden laut Einschätzung der befragten Finanzanalysten die zugrunde liegenden Annahmen von Empfehlungen und Hinweise zu Interessenkonflikten der Analysten in noch nicht ausreichendem Maße dargestellt. Um diesem Defizit zu begegnen, ist daher zu überlegen, ob speziell die wirtschaftsaffinen Tageszeitungen zukünftig den potenziellen Interessenkonflikten und Annahmen einen größeren Raum zur Verfügung stellen sollten.[1259] Denkbar wäre beispielsweise im Fall von Empfehlungsänderungen die Hauptursachen hierfür darzulegen.[1260] Den Investoren und Lesern würde so die Gelegenheit gegeben, die Plausibilität der Empfehlung besser zu beurteilen. Dieses setzt allerdings ein hohes Fachwissen und eine hohe Kompetenz der Journalisten voraus. Gerade aber bei Kompetenz und Fachwissen von Journalisten sehen Finanzanalysten ein weiteres Defizit.[1261] Generell bieten sich in diesem Zusammenhang eine Reihe von Maßnahmen an, um diesem zu begegnen.[1262] Ein Ansatz, wie er auch von Pfeifer gefordert wird, liegt darin, erhöhte Anforderungen an die Qualität der Ausbildung zu stellen.[1263] Dabei sollte sich der Journalist sowohl medienspezifisches Wissen und publizistische Kenntnisse als auch spezifisches Fachwissen zum Themengebiet des Interesses aneignen. Damit entspricht das Bild des Journalisten immer weniger dem eines Generalisten sondern vielmehr dem des Fachmanns auf seinem speziellen Gebiet.[1264] Die Einbindung und Anhörung dieses Fachmanns bei der journalistischen Recherche zu einem Themenkomplex wird zunehmend notwendiger für einen qualitativ hochstehenden Diskurs.

1258 Vgl. Gerke (2000), S. 151-170.

1259 Vgl. Kelly (2003), S. M5: in den USA werden Journalisten unter einer NYSE-Regel bereits verpflichtet, in Fernseh- oder Radiointerviews auf Interessenkonflikte der Analysten hinzuweisen. Eine Übertragung dieser Regelung auf Interviews in Printmedien wird diskutiert.

1260 Die Ursachen von Empfehlungsänderungen können vielfältiger Natur sein und beispielsweise auf Änderungen in den Umsatz-, Margen- oder Gewinnerwartungen bzw. Änderungen der Managementqualität oder der Absatz- und Produktionsmärkte zurückgehen. Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 169.

1261 Vgl. Abschnitt 3.6.1 dieser Arbeit. Vgl. auch zu möglichen Qualitätsinitiativen im Hinblick auf die journalistische Kompetenz Ludz (1993), S. 10ff. Aus Lesersicht ist zudem darauf hinzuweisen, dass eine höhere journalistische Fachkompetenz die kritische Beurteilung der Analystenaussagen erleichtern würde. Vgl. hierzu Döring (2000), S. 124.

1262 Vgl. Hippe (1993), S. 9f.; Klein/Pleitner (1993), S. 11.

1263 Vgl. Pfeifer (1994), S. 78-91.

1264 Vgl. Klein/Pleitner (1993), S. 11: verweisen auf die gestiegenen Anforderungen an das Fachwissen der Journalisten.

Als weitere Ansätze sind darüber hinaus auch eine Reihe von Maßnahmen der Qualitätssicherung denkbar. Dieses schließt die Qualitätssicherung in der Redaktion ein, beispielsweise durch die Bestellung von speziellen Qualitätsmanagern, die sich ausschließlich oder zum großen Teil dieser Funktion widmen. Auch die Institutionalisierung von Qualitätszirkeln und die entsprechend kritische Auseinandersetzung mit Qualitätsaspekten in der jeweiligen Redaktionskonferenz kann im Zuge von verstärkten Qualitätsanstrengungen eingesetzt werden. Im Idealfall findet zudem eine externe Qualitätskontrolle durch außenstehende Experten statt.[1265] Letztendlich bedeutet Qualitätssicherung auch die „immerwährende, anpassungsbereite Überwachung und Entwicklung journalistischer Regeln“[1266]. Im Einzelfall wird unter Kosten-Nutzen-Abwägung zu entscheiden sein, welche der vorgestellten Qualitätsmaßnahmen umgesetzt werden.

Befragt nach den Kriterien, die ihrer Meinung nach bei der Auswahl von Analystenempfehlungen angelegt werden, vertraten viele Finanzanalysten die Auffassung, dass die Präferenz der Journalisten eine sehr hohe Bedeutung einnimmt.[1267] Aus Sicht der Journalisten erscheint dieses Ergebnis wenig wünschenswert, da es auch als wenig strukturierte Auswahl, im schlimmsten Fall gar als willkürliche Auswahl ausgelegt werden könnte. Dieses Argument wiegt umso stärker, als den Journalisten von Praxisvertretern regelmäßig vorgehalten wird, Analystenmeinungen als Feigenblatt ihrer eigenen Meinung zu missbrauchen.[1268] Um diesem Eindruck entgegenzutreten, erscheint es angebracht, über transparente Auswahlkriterien im Hinblick auf Analystenempfehlungen und -zitate nachzudenken. Sofern diese Auswahlkriterien entwickelt werden, könnte zusätzliche Transparenz geschaffen werden, indem die Kriterien auch schriftlich in Redaktionsrichtlinien fixiert sowie den Lesern, Analysten und Investoren kommuniziert werden.

Die Befragung der Finanzanalysten hat zudem ergeben, dass die Befürchtung einer inkorrekten oder lückenhaften Darstellung in der Presse einer vertieften Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten entgegensteht.[1269] Insbesondere für unbe-

---

[1265] Vgl. Pfeifer (1994), S. 89.
[1266] Pfeifer (1994), S. 84.
[1267] Vgl. Abschnitt 3.6.5 dieser Arbeit.
[1268] Auch bei der Befragung unter Analysten im Rahmen dieser Arbeit wurde die stärkere Trennung von Journalisten- und Analystenmeinung als wichtiges Verbesserungspotenzial eingeschätzt. Vgl. hierzu Abschnitt 3.6.1 dieser Arbeit.
[1269] Vgl. für die Gründe gegen eine Zusammenarbeit: Abbildung 17 im Abschnitt 3.6.2.

kannte Journalisten kann es daher notwendig sein, besondere, vertrauensschaffende Maßnahmen zu entwickeln, die das Risiko unerwünschter Pressemitteilungen reduzieren. Denkbar ist in diesem Zusammenhang der konsequente Mitschnitt von Interviews oder auch die Zusicherung, dass jede Aussage vor ihrer Veröffentlichung abschließend im Kontext vorgelegt und durch den Analysten genehmigt werden muss.[1270]

Zusammenfassend konnten aus den empirischen Ergebnissen dieser Arbeit verschiedene Implikationen für Journalisten identifiziert werden. Die dabei beobachteten Defizite gebieten Verbesserungen im Hinblick auf eine stärkere Trennung von Journalisten- und Analystenmeinung, die abschließende Vorlage und Genehmigung von Zitaten sowie größere Erläuterungen zum Hintergrund von Empfehlungen. Auch eine stärkere Transparenz bei den Auswahlkriterien von Analystenempfehlungen und -zitaten, ein verbessertes Fachwissen der Journalisten durch Qualitätsmanagement und Ausbildungsmaßnahmen sowie eine stärkere Sensibilisierung im Hinblick auf das Kursbeeinflussungspotenzial bestimmter Empfehlungsarten gehören zu den umfangreichen Möglichkeiten, die Berichterstattungsqualität in diesem Bereich zu verbessern. Es bleibt zu hoffen, dass derartige Verbesserungen auch als Signal für die Qualität einer Publikation verstanden und entsprechend umgesetzt werden.

7.3 Implikationen für Analysten und ihre Arbeitgeber

Vor dem Hintergrund der empirischen Ergebnisse gilt es, bei Finanzanalysten und ihren Arbeitgebern ein neues Bewusstsein dafür zu schaffen, dass nicht nur primäre, sondern gerade auch sekundäre, über große Publikumsmedien verbreitete Empfehlungen eine Aktienkursreaktion hervorrufen können. Dies gilt insbesondere für Verkaufsempfehlungen und sehr marktenge Werte. Analysten sehen sich darüber hinaus in der Tendenz immer strengeren gesetzlichen Auflagen gegenüber, die zum Ziel haben, Kursmanipulationen mit Hilfe eines Veröffentlichungseffektes zu vermeiden.[1271] Mehr denn je scheint es daher auch für Analysten im eigenen Interesse geboten, ihre Empfehlungen in sehr populären Medien auf das Kursbeeinflus-

---

[1270] Vgl. Abschnitt 3.6.1 für weitere Verbesserungsempfehlungen.

[1271] Die gesetzlichen Auflagen beziehen sich auch auf die Kommunikation zwischen Analysten und Unternehmen; dabei sollte den Analysten in der Tendenz keine Präferenz beim Zugang auf Informationen eingeräumt werden; vgl. hierzu Zuckerman/Portanger (2004), S. A1, A5.

sungspotenzial hin zu überprüfen und jeden Anschein manipulativen Charakters zu vermeiden.

Derzeit bestehen bereits sehr strenge gesetzliche Regelungen in den USA, die verhindern, dass Analysten eine Präferenz beim Zugang zu Informationen eingeräumt wird;[1272] marktbewegende Informationen müssen darüber hinaus sehr breit veröffentlicht werden und dürfen nicht nur einer kleinen ausgewählten Gruppe zugänglich gemacht werden. Diese Regulierung zeigt bereits starke Auswirkungen auf die Art, in der Einzelgespräche (One-on-Ones) mit Investoren ausgestaltet werden.[1273] Nach der starken Kritik an den Verfehlungen und Exzessen vor allem US-amerikanischer Star-Analysten[1274] sind in den USA neue Research-Regeln entwickelt worden, die eine strikte organisatorische Trennung sowie separate Überwachungs- und Berichtsstrukturen von Research- und Investmentbanking-Aktivitäten vorsehen.[1275] Potenzielle Interessenkonflikte der US-Analysten sind ebenfalls offen zu legen. Diese Offenlegung gilt sowohl für die Research-Berichte selbst als auch für Interviews in den Massenmedien Fernsehen und Radio.[1276] Von der New York Stock Exchange (NYSE) wird darüber hinaus der Versuch unternommen, diese Offenlegung auch auf den Bereich der Printmedien zu übertragen. Im Gegensatz hierzu müssen in Deutschland Interessenkonflikte bislang lediglich auf dem Research-Bericht selbst vermerkt werden.[1277]

Im Rahmen der eigenen empirischen Befragung von Finanzanalysten wurde die Qualität der Offenlegung von Interessenkonflikten in Tageszeitungen sehr schlecht bewertet. Befragt nach Verbesserungspotenzialen in der Berichterstattung nahmen die „Hinweise zu Interessenkonflikten“ jedoch nur eine untergeordnete Bedeutung ein.[1278] Mithin scheinen verschärfte Regelungen zur Offenlegung von analystenseitigen Interessenkonflikten in den Medien keine Priorität bei Analysten einzunehmen. Dieses Ergebnis korrespondiert mit Beobachtungen von Zschäpitz, der feststellt, dass deutsche Banken den neuen US-amerikanischen Research-Regelungen nur in geringem Maße folgen; letztgenannter Autor macht in diesem

---

1272 Vgl. Zuckerman/Portanger (2004), S. A1, A5.
1273 Vgl. Zuckerman/Portanger (2004), S. A1.
1274 Vgl. zur Kritik an den Star-Analysten: Wiebe (2002), S. 37 und Vickers/Weiss (2000), S. 112-121. Vgl. beispielhaft für in Boomjahren anzutreffenden Analysten-Starkult Rudnitsky (1999), S. 87ff.
1275 Vgl. Zschäpitz (2003), S. 17.
1276 Vgl. Voss (1996) für eine Diskussion der Darstellung der Wirtschaft im Medium Fernsehen.
1277 Vgl. Kelly (2003), S. M5.
1278 Vgl. Abbildung 6 zur Qualität der Berichterstattung und Abbildung 8 zu Verbesserungspotenzialen.

Zusammenhang gar ein „Kartell des Schweigens“[1279] deutscher Banken aus. Es bleibt abzuwarten, ob diese Situation bestehen bleibt oder ob auch deutsche Research-Häuser zukünftig aus wettbewerblichen oder regulatorischen Gründen bei Veröffentlichung von Analysteninterviews oder -empfehlungen in den Medien verstärkt gezwungen sind, Interessenkonflikte offen zu legen.[1280]

Bislang ist es oftmals üblich, dass Analysten den Unternehmen die Research-Berichte zur Überprüfung der darin enthaltenen Fakten vor der Veröffentlichung zukommen lassen. Dieses führt in der Praxis unter dem Deckmantel der Faktenüberprüfung zu einem gewissen Einfluss der Unternehmen auf das Research-Ergebnis. Dieses Vorgehen ist daher verstärkter Kritik ausgesetzt, was Analysten in ihrer Prozessplanung entsprechend zu berücksichtigen haben.[1281] Vorstellbar ist weiterhin, dass zukünftig auch die teilweise ebenfalls praktizierte „Vorabinformation“ wichtiger Kunden zu ausstehenden Empfehlungen stärker in den Fokus der öffentlichen Diskussion rückt.[1282] Hinweise auf die „Vorabinformation“ wichtiger Kunden zeigen sich auch in der Ereignisstudie, indem abnormale Renditen in der erwarteten Richtung bereits bis zu einer Woche vor der Publikation beobachtbar sind.[1283]

Des Weiteren überwiegen in der vorliegenden wie auch in den meisten anderen bekannten Untersuchungen zahlenmäßig die Kauf- deutlich gegenüber den Verkaufsempfehlungen.[1284] Dabei ist zu überlegen, ob die Glaubwürdigkeit bei den Kunden erhöht werden kann, wenn Analysten zu einem ausgewogeneren Verhältnis von Kauf- und Verkaufsempfehlungen gelangten. Dies scheint insbesondere dann angebracht, wenn sich der Trend zu relativen Empfehlungsmaßen wie „out-

---

1279 Zschäpitz (2003), S. 17.

1280 Verschiedene US-amerikanische Investmentbanken haben bereits angekündigt, die US-Research-Regelungen auch in Deutschland anzuwenden, was weitere Banken zum Nachziehen veranlassen mag. Vgl. Abschnitt 7.4 dieser Arbeit für mögliche regulatorische Szenarien.

1281 Vgl. Dixon (2002), S. M10 zur Vorabinformation der Unternehmen.

1282 Vgl. Chang/Suk (1998), S. 116.

1283 Vgl. Tabelle 6-5 und Tabelle 6-6. Alternativ zu „Vorabinformation“ wichtiger Kunden kann jedoch auch ein paralleler Erkenntnisprozess von Investoren und Analysten nicht ausgeschlossen werden.

1284 Vgl. exemplarisch Palmon/Sun/Tang (1994) mit 280 Kauf- gegenüber 49 Verkaufempfehlungen oder Desai/Jain (1995) mit 1599 Kauf- gegenüber 152 Verkaufsempfehlungen.

perform“/„underperform“ verstärkt.[1285] Mit einem ausgewogeneren Verhältnis würden Analysten auch den Vorwurf der Einseitigkeit entkräften.[1286]

Die Befragung der Analysten lässt darüber hinaus die Vorstellung zu, dass verschiedene Verbesserungen in der Kommunikationsbeziehung zwischen Journalisten und Analysten möglich sind. Für Analysten gilt es dabei, die für sie wichtigen Elemente aktiv von den Journalisten einzufordern: hierzu gehört die abschließende Vorlage und Genehmigung von Zitaten, die Trennung von Journalisten- und Analystenmeinung wie auch die stärkere Berücksichtigung des Hintergrunds bzw. Kontexts von Empfehlungen oder Aussagen.[1287]

Subsumierend kann festgehalten werden, dass bei Finanzanalysten, auch vor dem Hintergrund bestehender oder potenzieller gesetzlicher Regulierungen, ein neues Bewusstsein für den Einfluss sekundärer Informationen notwendig erscheint. Mögliche Verbesserungen in der Kommunikationsbeziehung sollten von den betroffenen Analysten aktiv angegangen und eingefordert werden.

7.4 Implikationen für den Gesetzgeber und Überwachungsbehörden

Die Ergebnisse zeigen, dass die Marktwirkung von Analystenempfehlungen, welche in den Tageszeitungen FAZ und Handelsblatt publiziert werden, teilweise hinter der beobachteten Wirkung von Empfehlungen in der führenden US-amerikanischen Tageszeitung Wall Street Journal zurücktritt.[1288] Nichtsdestotrotz können unter bestimmten Bedingungen wie beim Zusammentreffen verschiedener wirkungsrelevanter Faktoren (bspw. geringes Handelsvolumen und Marktkapitalisierung, mehrere Nennungen in verschiedenen Zeitungen, Verkaufsempfehlung) auch in Handelsblatt und FAZ signifikante abnormale Renditen erzielt werden. Im Falle eines Zusammentreffens dieser wirkungsrelevanten Faktoren ist auch nach Abzug von Transaktionskosten noch ein Handelsprofit zu erwarten. Wachsamkeit

---

[1285] Relative Empfehlungsmaße beziehen sich immer auf die Performance eines Unternehmens im Vergleich zu der relevanten Branche; unter anderem verwendet CSFB bereits relative Empfehlungsmaße.

[1286] Vgl. Brown (2003), S. 29: vom Jahr 2001 zum Jahr 2002 konnte bereits ein Rückgang der Kaufempfehlungen und Anstieg der Verkaufempfehlungen beobachtet werden; vgl. auch McKay (2003), S. R1; Zuckerman/Portanger (2004), S. A5.

[1287] Vgl. Rehkugler (1993), S. 39: teilweise wird auch die Analystenqualität in Deutschland noch als stark verbesserungswürdig eingestuft.

[1288] Dies ist insbesondere bei den Kaufempfehlungen der Fall.

gegenüber der Möglichkeit des Missbrauchs ist daher den Überwachungsbehörden und dem Gesetzgeber anzuraten.[1289]

Bereits im Jahr 2000 hat Gerke auf den potentiellen Missbrauch der Medien zur Aktienkursbeeinflussung hingewiesen.[1290] Wie der Trend zu einer stärkeren Medienpräsenz der Analysten in Deutschland und den USA anzeigt,[1291] scheint mehr denn je geboten, alle Medien - nicht nur die öffentlichkeitswirksame und viel diskutierte 3Sat-Börsensendung - auf ihr Kursbeeinflussungspotential hin zu untersuchen. Gesetzliche Regelungen für beide Anspruchsgruppen, Analysten und Medienvertreter, erscheinen daher sinnvoll und notwendig.

Das zum 1. Juli 2002 in Kraft getretene Gesetz zur Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschlands (4. Finanzmarktförderungsgesetz) beabsichtigte, Kursmanipulationen und Insidervergehen effektiver als bisher zu unterbinden.[1292] Der vom Bundeswirtschaftsministerium beauftragte und von Von Rosen/Gerke entworfene „Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation“ wurde zu diesem Zweck in weiten Teilen in das 4. Finanzmarktförderungsgesetz integriert und damit gesetzlich verankert.[1293] Der Gesetzgeber hat mithin auch für Deutschland einen kontrollierten rechtsstaatlichen Rahmen für die Berufsgruppe der Finanzanalysten geschaffen, welcher gleichzeitig den EU-Richtlinienentwurf gegen Insiderhandel und Marktmanipulation in nationales Recht umsetzt.[1294] So regelt der neu eingefügte §34b WpHG unter anderem, dass Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse offen zu legen sind. Dieses gilt insbesondere dann, wenn der Wertpapieranalyst bzw. dessen Arbeitgeber eine Beteiligung[1295] am Unternehmen hat oder ein Betreuungs- oder Emissions-Mandat des empfohlenen Unternehmens wahrnimmt. Hinweise auf Interessenkonflikte sind direkt in den Research-Berichten der Analysten anzugeben. Leider wurde jedoch die ursprünglich geplante,[1296] breitere Ausdehnung der Wohlverhaltensregeln insbesondere auf Journalis-

---

1289 Vgl. RMS (2002), S. 3 zur besseren personellen Ausstattung der BAFin sowie zum verbesserten Handlungsrahmen durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz.

1290 Vgl. Gerke (2000), S. 151-170.

1291 Vgl. für starken Anstieg der Medienpräsenz der Analysten in den USA: Kuperman/Athavale/Eisner (2003), S. 74f.

1292 Vgl. zu den einzelnen Änderungen des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes: Bundesgesetzblatt, Jg. 2002, Teil 1, Nr. 39 vom 26. Juni 2002.

1293 Vgl. Von Rosen/Gerke (2001), S. 1-108.

1294 Vgl. Vision + Money (2002), S. 16-18.

1295 Eine Beteiligung von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.

1296 Vgl. „Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz)“ vom 18.01.2002.

ten – nach teils sehr starker Kritik – fallen gelassen.[1297] Es ist dem Deutsches Aktieninstitut zuzustimmen, dass dies umso bedauerlicher ist, da Finanzjournalisten eine zentrale Rolle bei der Wiedergewinnung des Anlegervertrauens einnehmen.[1298]

Die Berufsgruppe der Journalisten – wie auch die der Analysten – unterliegt nichtsdestotrotz weiterhin den freiwilligen berufsständischen Ehrenkodizes wie dem Pressekodex des Deutschen Presserates oder den (teilweise über das gesetzliche Maß hinausgehenden) Standesrichtlinien der DVFA oder der AIMR.[1299] Ob schließlich die Vorhersage von Vision + Money sich bewahrheitet, dass die letztgenannten Ehrenkodizes der Analystenverbände durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz gänzlich obsolet werden, bleibt abzuwarten.[1300]

Schließlich werden die gesetzlichen und berufsständischen Normen mittels spezieller, auf die einzelnen Belange des Unternehmens zugeschnittener Regelungen umgesetzt.[1301] Exemplarisch für Deutschland sei an dieser Stelle die entsprechende Richtlinie der Handelsblatt-Redaktion genannt, welche den Wertpapiererwerb für die Journalisten des Handelsblatts regelt. So wird beispielsweise bei der kontinuierlichen Berichterstattung über eine Branche der Aktienerwerb von Unternehmen dieser Branche untersagt bzw. bei der gelegentlichen Berichterstattung unter bestimmte Auflagen gestellt.[1302]

Zusammenfassend legen die Ergebnisse den Schluss nahe, dass mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz ein erster Schritt gegen Marktmanipulation und Insiderhandel gemacht wurde; diskussionswürdig bleibt weiterhin die Frage, ob die Regulierungen auch auf Journalisten ausgedehnt werden sollten. Zu überlegen ist

---

1297 Der Deutsche Presserat sah in der ursprünglichen Einbeziehung der Berufsgruppe der Journalisten einen Verstoß gegen das Pressegesetz. Vgl. auch Vision+Money (2002), S. 16.

1298 Vgl. DAI (2002), S. 19-21; vgl. auch Zschäpitz (2003), S. 17; in Deutschland sind mithin Hinweise auf Interessenkonflikte nur in den Research-Berichten der Analysten, nicht jedoch bei Interviews der Analysten in Medien verpflichtend.

1299 Sowohl die DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management) als auch AIMR (Association for Investment Management Research) haben einen strengen Analysten-Kodex für ihre Mitglieder aufgestellt. Dieser stellt allerdings nur eine freiwillige Selbstverpflichtung dar. Vgl. zum Inhalt: Von Rosen/Gerke (2001), S. 66-84, 94-97.

1300 Vgl. Vision+Money (2002), S. 13f, 16; vgl. 4. Finanzmarktförderungsgesetz.

1301 Vgl. Rosen/Gerke (2001), S. 15.

1302 Vgl. Richtlinie zur Wahrung der publizistischen Unabhängigkeit in der Redaktion der Handelsblattgruppe-Zeitung GmbH; die Handelsblatt Redakteure betrachten sich auch selbst als Primärinsider i.S.d. WpHG.

ferner, ob potenzielle Interessenkonflikte auch bei Empfehlungen, die medial übermittelt werden, genannt werden sollten. Vor dem Hintergrund der potenziellen Defizite bei den Fachkenntnissen der Journalisten ist darüber hinaus erwägenswert, ob der Gesetzgeber spezielle Fachabschlüsse der Wirtschaftsjournalisten in geeigneter Weise fördern sollte.[1303]

7.5 Implikationen für Unternehmen

Innerhalb der Analystenbefragung kristallisierte sich heraus, dass die Auswahl der Analystenzitate in Tageszeitungen derzeit (noch) zu einem hohen Grad von der Präferenz der Journalisten abhängt.[1304] Dies bedeutet, dass beispielsweise auch Analysten von Regionalbanken oder weniger bekannten Instituten, die aber über eine gute Beziehung zu den betreffenden Journalisten verfügen, häufig zu Unternehmensentscheidungen befragt und zitiert werden. Konsequenterweise stellt sich für die Unternehmen die Notwendigkeit, diesem Vorgehen im Rahmen ihrer Kommunikationsstrategie Rechnung zu tragen.

Da Unternehmen nicht beliebig ihre Investor-Relations-Kapazitäten ausweiten können, wird typischerweise eine Segmentierung der Analysten vorgenommen. Achleitner/Bassen/Pietzsch sowie Janssen (2001) schlagen in diesem Zusammenhang eine Klassifizierung in A, B, oder C-Analysten vor.[1305] Vor dem Hintergrund des jeweiligen unternehmensspezifischen Anforderungsprofils sollten für diese Segmentierung neben dem zu erwartenden Betreuungsaufwand auch das branchenspezifische Know-how, die Erfahrung und die Reputation des Analysten einbezogen werden.[1306] In der Folge würden typischerweise diejenigen Analysten, die im Hinblick auf die letztgenannten Kriterien nicht mit dem gesuchten Analystenprofil übereinstimmen, in die B- oder C-Kategorie eingeordnet und mit entsprechend weniger Zeit- und Ressourceneinsatz bedacht werden.[1307]

1303 Zu diskutieren ist weiterhin, ob auch die Vorabinformation der besten Reseachkunden über anstehende Analystenempfehlungen zu untersagen ist; vgl. § 15 WpHG sowie Loistl (1993), S. 124-126 für die bisherige Insider-Regelungen. Vgl. auch Sant/Zaman (1996), S. 619f für die Vermutung einer sehr frühen Information der besten Kunden von Analysten.

1304 Vgl. Abschnitt 3.6.5 und Abbildung 27.

1305 Vgl. Janssen (2001), S. 569; Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 182-185.

1306 Ferner können auch das Verhalten des Analysten sowie die Art der Bankbeziehung berücksichtigt werden; vgl. hierzu Achleitner/Bassen/Pietsch (2001), S. 186.

1307 Vgl. Achleitner/Bassen/Pietzsch (2001), S. 182-185.

Wird dieses Vorgehen strikt verfolgt, so würden auch Analysten vernachlässigt, die zwar weniger reputabel, aber infolge ihrer Medienpräsenz als durchaus meinungsbildend angesehen werden können. In diesem Zusammenhang wird von Praktikern oft die Vermutung geäußert, dass es gerade auch den Analysten lokaler Häuser gut gelingt, Beziehungen zu Medienvertretern aufzubauen und entsprechend zitiert zu werden. Vor diesem Hintergrund erscheint es ratsam, die bestehende Segmentierung insofern zu erweitern, als dass auch meinungsbildende Analysten aktiver in die Kommunikation einbezogen werden können. Alternativ kann es von Fall zu Fall auch sinnvoll sein, Journalisten auf Analysten mit besonderem Branchen-Know-how hinzuweisen.

7.6 Zwischenfazit

Aus den vorangegangenen Ausführungen kristallisiert sich heraus, dass die empirischen Ergebnissen dieser Arbeit Implikationen für die relevanten Anspruchsgruppen Analysten, Journalisten, Unternehmen, den Gesetzgeber und Investoren haben. Für die letztgenannte Gruppe der Investoren bestätigt sich die Vorstellung, dass es nach Berücksichtigung von Transaktionskosten nicht vorteilhaft ist, auf publizierte Kaufempfehlungen hin zu handeln. Beim Verfolgen von Verkaufsempfehlungen konnte hingegen im untersuchten Jahr eine Outperformance gegenüber dem Markt erzielt werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn Verkaufsempfehlungen mit bestimmten Charakteristika verfolgt wurden (geringe Unternehmensgröße, wenig Handelsumsatz, negativer Cashflow, mehrfach empfohlen). Auf diese Verkaufsempfehlungen zu reagieren, gestaltet sich allerdings für private Investoren schwieriger, da dies die Veräußerung von bestehenden Positionen oder Leerverkäufe voraussetzt. Zu prüfen ist ferner, ob die Outperformance der Verkaufsempfehlungen abhängig von der Börsenentwicklung ist oder auch in weiteren Jahren Bestand hat.

Im Hinblick auf das angesprochene Kursbeeinflussungspotenzial erscheint es empfehlenswert, auch Journalisten hierfür zu sensibilisieren. Ferner hat insbesondere die Analystenbefragung weitreichende Verbesserungsmöglichkeiten zur Arbeit der Journalisten offen gelegt. Hierzu gehören umfangreichere Erläuterungen zum Hintergrund von Empfehlungen, die stärkere Trennung von Journalisten- und Analystenmeinungen sowie die abschließende Vorlage und Genehmigung von Zitaten. Als weiteres Defizit wird zudem das Fachwissen der Journalisten angesehen, wel-

chem durch verstärkte Anstrengungen beim Qualitätsmanagement und durch Ausbildungsmaßnahmen begegnet werden kann.

Für Analysten gilt es, die vielfach bekannten Defizite in der Kommunikationsbeziehung mit Wirtschaftsjournalisten nicht nur zu konstatieren, sondern auch aktiv Verbesserungen einzufordern. Zudem sollten Analysten für den Einfluss gerade der sekundären Informationen sensibilisiert werden und vor dem Hintergrund eines tendenziell strengeren regulatorischen Rahmens jeden Anschein manipulativen Charakters vermeiden.

Während der Gesetzgeber mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz einen ersten Schritt gegen Marktmanipulation und Insiderhandel gemacht hat, der für die Berufsgruppe der Finanzanalysten einen rechtsstaatlichen Rahmen schafft, bleibt die Ausdehnung der gesetzlichen Regulierung auf Journalisten weiter offen.

Weiterhin konnte gezeigt werden, dass die Berücksichtigung von Analystenzitaten und -empfehlungen stark von der Präferenz des Journalisten abhängig ist. Gerade lokalen Analysten wird dabei typischerweise eine gute Beziehung zu Wirtschaftsjournalisten zugeschrieben. Unternehmen stellt sich vor diesem Hintergrund die Aufgabe, ggf. die Kriterien zur Segmentierung von Analysten zu erweitern, um beispielsweise sehr medienaffine, aber möglicherweise im sonstigen Profil weniger hervorstechende Analysten stärker einzubinden.

8 Schlussbetrachtung

8.1 Zusammenfassung

Ausgangspunkt für die vorliegende Untersuchung war die Beobachtung in der größtenteils US-amerikanischen Literatur, dass eine hohe Marktwirkung auch bei der sekundären Verbreitung von Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse festgestellt werden kann. Dieses ist auch deshalb erstaunlich, da eine Information gemäß der populären Vorstellung einer halbstrengen Form der Informationseffizienz bereits bei ihrer ersten Verbreitung in den Kursen reflektiert werden sollte. Vor diesem Hintergrund verfolgte die vorliegende Arbeit das Ziel, für den deutschen Kapitalmarkt die Marktwirkung von sekundär in Tageszeitungen verbreiteten Analystenempfehlungen zu untersuchen. Von besonderem Interesse war dabei die Frage, welche Einflussfaktoren die Marktwirkung bestimmen. Aufgrund deren besonderen Charakteristika fokussierte sich die Arbeit dabei auf die Perspektive von Wachstumsunternehmen des Neuen Marktes.

Das Subziel der Arbeit bestand darin, ein besseres Verständnis zur Berichterstattung über Analystenempfehlungen zu entwickeln. Damit wurde der Tatsache Rechnung getragen, dass Informationen aus der Wirtschaftspresse auch in Deutschland eine hohe Bedeutung für die Anlageentscheidung gerade privater Investoren einnehmen; Analystenzitate in der Wirtschaftspresse stellen zudem ein stark wachsendes, wenngleich bislang wenig erforschtes Segment der Wirtschaftsberichterstattung dar. Auf Basis der theoretischen und empirischen Untersuchungen konnten praxisrelevante Implikationen und Handlungsempfehlungen für die beteiligten Interessengruppen abgeleitet werden.

Das **Kapitel 2** legte hierzu die begriffliche und theoretische Basis der Arbeit. Zunächst wurde dabei der Begriff des Finanzanalysten im Hinblick auf seine funktionale und institutionelle Einordnung abgegrenzt. Dabei wurden Sell-Side-Analysten aufgrund der externen Distribution ihrer Research-Ergebnisse als Hauptuntersuchungsobjekte der Arbeit identifiziert. Neben dem Prozess der Wertpapieranalyse, dem Beitrag und den Funktionen von Finanzanalysten wurde zudem das Zielsystem und mögliche hieraus erwachsende Zielkonflikte diskutiert. Herausgearbeitet wurde, dass sich Primär- und Sekundärinformationen vornehmlich nach dem Kriterium der primären und sekundären Verbreitung abgrenzen lassen. Anschließend wurden die besonderen Charakteristika sowie das spezifische Risiko-Rendite-Profil

von börsennotierten Wachstumsunternehmen herausgestellt, welches der professionellen Bewertung durch Finanzanalysten eine hohe Bedeutung zukommen lässt. Ein Handelssegment, das sich innerhalb des Untersuchungszeitraums speziell an innovative Wachstumsunternehmen richtete, stellt der ehemalige Neue Markt dar. In der anschließenden Diskussion der verschiedenen modelltheoretischen Auffassungen zur Informationseffizienz wurde deutlich, dass eine Marktwirkung von Sekundärinformationen im Ergebnis unvereinbar mit der Famaschen Definition strenger und halbstrenger Informationseffizienz ist. Modifizierte Modelle der Informationseffizienz nach Hellwig und Neumann/Klein, die von einer kostenbehafteten Informationsbeschaffung und heterogenen Erwartungsbildung ausgehen, eröffnen hingegen Erklärungsspielräume für die Existenz einer Marktwirkung von Sekundärinformationen.

Das **Kapitel 3** untersuchte fünf Themenkomplexe zum Hintergrund von Analystenzitaten und -empfehlungen in der Wirtschaftspresse mittels einer standardisierten Befragung von Equity-Finanzanalysten. Die Befragung wurde dabei in Zusammenarbeit mit der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) und dem Deutschen Investor Relations Kreis (DIRK) durchgeführt. Insgesamt konnten 101 Rückantworten, darunter 23 Buy-Side und 78 Sell-Side-Analysten, erzielt werden. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 31,96 Prozent.[1308] Hierbei stellte sich heraus, dass die Initiative zu Analysteninterviews mehrheitlich auf Journalisten zurückgeht. Finanzanalysten werden dabei vor allem durch die Aussicht auf Reputations- und Bekanntheitssteigerung für eine Kooperation gewonnen, während die Befürchtung einer inkorrekten Darstellung der eigenen Meinung am stärksten gegen eine Kooperation spricht. Weiterhin zeigte sich, dass aus Analystensicht das Vorliegen besonderer Unternehmensereignisse, ein hohes öffentliches Interesse am Unternehmen und die Präferenzen von Journalisten die wichtigsten Auswahlkriterien von Empfehlungen darstellen. Mögliches Verbesserungspotenzial sehen Analysten vor allem bei der Darstellung der Empfehlungsannahmen, bei der Trennung von Analysten- und Journalistenmeinungen sowie beim Fachwissen der Journalisten.

Kapitel 4 zeigte zunächst das potenzielle Wirkungsspektrum der Analystentätigkeit auf und fokussierte sich anschließend auf die Untersuchung der Marktwirkung primär und sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen. Zur Bestimmung der

[1308] Vgl. Abschnitt 3.3.3 zur Berechnung der Rücklaufquote und den Annahmen der Berechnung.

Marktwirkung wird insbesondere in jüngeren Studien mehrheitlich die Methodik der Ereignisstudie verwandt. Es wurde deutlich, dass zum ersten Veröffentlichungszeitpunkt der Analystenempfehlungen mehrheitlich eine signifikant positive Kurswirkung im Fall von Kauf- und eine signifikant negative Kurswirkung im Fall von Verkaufsempfehlungen auftritt. Erstaunlicherweise stellt die Mehrheit der untersuchten Studien auch für den Zeitpunkt der zweiten Verbreitung noch eine signifikante Marktwirkung in positiver (negativer) Richtung für sekundär verbreitete Kauf- (Verkaufs-)empfehlungen fest. Untersucht wurden dabei bekannte Kolumnen in zumeist US-amerikanischen Zeitungen und Zeitschriften wie dem Wall Street Journal oder der Business Week. Herausgestellt wurde in diesem Kontext, dass die Höhe der Kurswirkung von einer Reihe von Einflussfaktoren abhängen kann. Der bisherige Erfolg eines Analysten und die Betonung einer Empfehlung wurden dabei mit einem positiven Einfluss auf die Höhe der Marktwirkung assoziiert, während unter anderem für die Größe, Sekundärmarktliquidität und Analystenabdeckung der empfohlenen Unternehmen ein negativer Einfluss auf die Höhe der Kurswirkung festgestellt wurde. Mögliche Erklärungsansätze für die Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen wurden durch die Publizitätsthese und den Veröffentlichungseffekt sowie durch die Preisdruck-, Wertvolle-Information-, Media-Coverage-Hypothese erbracht. Die letztgenannte Media-Coverage-Hypothese stellt dabei die Kosten der Informationsbeschaffung in den Mittelpunkt ihrer Diskussion.

In **Kapitel 5** wurde das Untersuchungsdesign zur Bestimmung der Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen diskutiert. Als geeignete Methodik zur Bestimmung der Marktwirkung wurden dabei die so genannten Ereignisstudien identifiziert. Hinsichtlich des Aufbaus orientierte sich das Kapitel prinzipiell an der von Bowman vorgeschlagenen Struktur einer Ereignisstudie, so dass in der Folge Aspekte zur Identifikation des Ereignisses und Ereignistages sowie zur Ermittlung, Aggregation und Analyse abnormaler Renditen erörtert wurden. Bei der Bestimmung der spezifischen Untersuchungsmethodik wurden neben grundsätzlichen Erwägungen auch Gesichtspunkte zur vorliegenden Ereignisstudie bzw. Stichprobe behandelt. Dabei zeigte sich, dass die Marktmodell-Annahme der Beta-Stationarität für den Neuen Markt durchaus kritisch zu beurteilen ist. Herausgearbeitet wurde vor diesem Hintergrund, dass die Renditeberechnung im Schwerpunkt mittels der Methode marktadjustierter Renditen erfolgt und die Ergebnisse des Marktmodells lediglich ergänzend im Anhang präsentiert werden.

In **Kapitel 6** wurde die Marktwirkung von sekundär verbreiteten Analystenempfehlungen erstmalig für den deutschen Kapitalmarkt untersucht. In Bezug auf das methodischen Vorgehens wurde dabei auf das in Kapitel 5 erläuterte Untersuchungsdesign zurückgegriffen. Anhand von zeitlichen und sachlichen Kriterien konnte insgesamt eine Stichprobe von 388 Ereignissen bestimmt werden. Diese beziehen sich zu etwa gleichen Teilen auf Empfehlungen in Handelsblatt und FAZ und sind ebenfalls zu etwa gleichen Teilen dem ehemaligen Nemax 50 und dem verbleibenden Nemax All Share[1309] zuzuordnen. Die insgesamt zwölf zu überprüfenden Hypothesen betreffen zum einen den Gesamteffekt und Informationsverarbeitungsprozess sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen, zum anderen die Einflussfaktoren der Marktwirkung. Im Hinblick auf den Gesamteffekt konnte gezeigt werden, dass sekundär verbreitete Kaufempfehlungen eine statistisch signifikant positive und sekundär verbreitete Verkaufsempfehlungen eine statistisch signifikant negative Aktienkursreaktion hervorrufen. Zu beobachten ist, dass die Preiseffekte einen langfristigen Charakter besitzen; die absolute Kursreaktion fällt dabei für Verkaufs- im Vergleich zu Kaufempfehlungen wesentlich stärker aus. Deutlich wurde auch, dass die Aktienkursreaktion zum Zeitpunkt der sekundären Verbreitung geringer ausfällt als zum angenommenen Zeitpunkt der primären Verbreitung.

Sehr differenziert stellt sich die Situation im Hinblick auf die faktorspezifischen Hypothesen dar, die mittels univariater und multivariater Analysen überprüft wurden. Dabei erwies sich im Fall von sekundär verbreiteten Kauf- (Verkaufs-) empfehlungen der positive (negative) Einfluss des Empfehlungsausmaßes auf die Höhe der Marktwirkung als hypothesenkonform. Als mit Einschränkungen hypothesenkonform ist der tendenziell positive Einfluss des operativen Cashflows sowohl bei Kauf- als auch bei Verkaufsempfehlungen zu werten. Von einem prinzipiell positiven Einfluss ist auch bei der Variable Analystenabdeckung auszugehen. Für Verkaufsempfehlungen wurde weiterhin festgestellt, dass die Marktkapitalisierung und Sekundärmarktliquidität einen tendenziell positiven sowie die Research-Reputation des empfehlenden Institutes einen negativen Einfluss auf die Höhe der Aktienkursreaktion ausüben. Demgegenüber ergibt sich für die letztgenannten Variablen im Fall von Kaufempfehlungen kein eindeutiges Ergebnis. Hinsichtlich des Anteils institutioneller Investoren konnte im Fall von Kaufempfehlungen keine eindeutige Tendenz ermittelt werden. Demgegenüber konnte für die letztgenannte Variable im

[1309] Nemax All Share ohne die Werte des Nemax 50.

Fall von Verkaufsempfehlungen bei der vermuteten primären Veröffentlichung ein stark negativer Einfluss und bei der sekundären Veröffentlichung ein stark positiver Einfluss bestätigt werden. Insgesamt erweisen sich die Ergebnisse der Verkaufsempfehlungen damit als deutlich stärker hypothesenkonform.

Im **Kapitel 7** wurden die wesentlichen Implikationen der Arbeit für die relevanten Anspruchsgruppen diskutiert. Dabei wurde deutlich, dass es für Investoren unter Berücksichtigung von Transaktionskosten nicht vorteilhaft ist, auf sekundär verbreitete Kaufempfehlungen zu reagieren. Die Reaktion auf Verkaufsempfehlungen kann insbesondere in Verbindung mit bestimmten Charakteristika eine kurzfristige Outperformance gegenüber dem Markt mit sich bringen, setzt allerdings die Möglichkeit von Leerverkäufen bzw. die Veräußerung bestehender Positionen voraus. Für das speziell bei publizierten Verkaufsempfehlungen denkbare Kursbeeinflussungspotenzial gilt es insbesondere Journalisten zu sensibilisieren. Vor dem Hintergrund dieses Beeinflussungspotenzials bleibt offen, ob der Gesetzgeber den Regulierungsrahmen zukünftig auch auf Journalisten ausdehnt. Darüber hinaus wurden verschiedene Verbesserungsmöglichkeiten in der Arbeit der Journalisten benannt. Hierzu zählen der Wunsch nach umfangreicheren Erläuterungen der Annahmen, der abschließenden Vorlage und Genehmigung von Zitaten sowie der stärkeren Trennung von Journalisten- und Analystenmeinungen. Für Analysten gilt es in diesem Zusammenhang, die Defizite in der Kommunikationsbeziehung mit Wirtschaftsjournalisten nicht nur zu konstatieren, sondern aktiv Verbesserungen einzufordern.

8.2 Ausblick

Ausgehend von der vorliegenden Untersuchung sind zahlreiche Erweiterungen und Differenzierungen denkbar. So könnte die Ereignisstudie zur Marktwirkung sekundär verbreiteter Analystenempfehlungen auf weitere Indizes und Zeitungen, möglicherweise auch Zeitschriften ausgedehnt werden, um die Ergebnisse so auf eine noch breitere Basis zu stellen. Vorstellbar ist auch, die Untersuchung auf einen längeren Zeitraum auszuweiten, um zu prüfen, ob sich die Ergebnisse als marktunabhängig, d.h. über die einzelnen Börsenphasen hinweg als stabil erweisen.

Eine sinnvolle Erweiterung ergibt sich zudem, indem bislang nicht berücksichtigte Einflussfaktoren der Marktwirkung wie beispielsweise die Reputation der Analysten selbst oder die Stärke der Empfehlungsänderung einbezogen werden. Weiterhin

könnte eine Analyse des abnormalen Handelsvolumens zu neuen Erkenntnissen hinsichtlich der Ursachen der Preisreaktionen führen.[1310] Erstrebenswert wäre es ebenso, die Reaktion derivativer Finanzinstrumente wie Call- und Put-Optionen auf sekundär verbreitete Analysenempfehlungen zu untersuchen.[1311] Intraday-Untersuchungen könnten in diesem Zusammenhang dazu beitragen, die Reaktionsgeschwindigkeit zu präzisieren und für Aktien und Derivate zu vergleichen.[1312]

Auch methodisch besteht Raum für Erweiterungen bzw. alternative Ansätze. So könnte zur Bestimmung der Einflussfaktoren der Marktwirkung auch die so genannte zweistufige Kleinstquadratmethode eingesetzt werden. Möglichen Wechselbeziehungen zwischen den unabhängigen Variablen wie beispielsweise dem institutionellen Engagement, der Marktkapitalisierung oder der Analystenabdeckung könnte zudem durch simultane Gleichungssysteme Rechnung getragen werden.[1313]

Interaktionseffekte zwischen journalistischen Äußerungen und der Auswahl von Analystenempfehlungen stellen ein interessantes zukünftiges Forschungsfeld dar. Dabei wäre beispielsweise von hohem Interesse, ob bestimmte Tendenzen im journalistischen Teil Einfluss auf die Auswahl der Analystenempfehlungen und -zitaten haben. Das Verständnis zum Hintergrund von Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse könnte zudem maßgeblich erweitert werden, indem der Analystenbefragung eine vergleichende Erhebung unter Journalisten folgen würde. Dabei könnten regelmäßig im Zeitablauf durchgeführte Erhebungen dazu beitragen, Veränderungen in wichtigen Parametern wie der Qualität abschätzen zu können.

[1310] Vgl. Chan/Fong (1996), S. 1124-1127; Karpoff (1986), S. 1069-1088.
[1311] Vgl. Loh/Perumpral/Keown (1990), S. 46.
[1312] Vgl. zur Untersuchung der Preisbildung auf Aktien- und Optionsmärkten mit zeitlichen Lead-Lag-Beziehungen zwischen beiden Märkten Schäfer (1995), S. 303-311.
[1313] Vgl. Eckey/Kosfeld/Dreger (2001), S. 289-226; Gruber (1997), S. 173ff.

Anhang

Anhang A: Übersicht der Gesprächs- und Interviewpartner

Analysten/Standesorganisation der Analysten:

- Dr. Tobias Popovic', Aktienanalyst, DZ Bank AG, Frankfurt
- Henning Essmeyer, Kreditanalyst, BHF Bank AG, Frankfurt
- Christian Obst, Aktienanalyst, Head of Cyclicals Team, HVB Corporates & Markets, München
- Christian Bacherl, Head of Equity Syndicate, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, München
- Thomas Anschill, Equity Sales, UBS AG, Frankfurt
- Dr. Patrik Bettscheider, Vorstand (verantwortlich u.a. für die Wertpapieranalyse, Wertpapierhandel und Anlageberatung), MainFirst Bank AG, Frankfurt
- Thomas Rödiger, Aktienanalyst DZ Bank, Frankfurt
- Stefanie Rau, DVFA, Dreieich

Investor Relations Manager/ Investor Relations Berater: [1314]

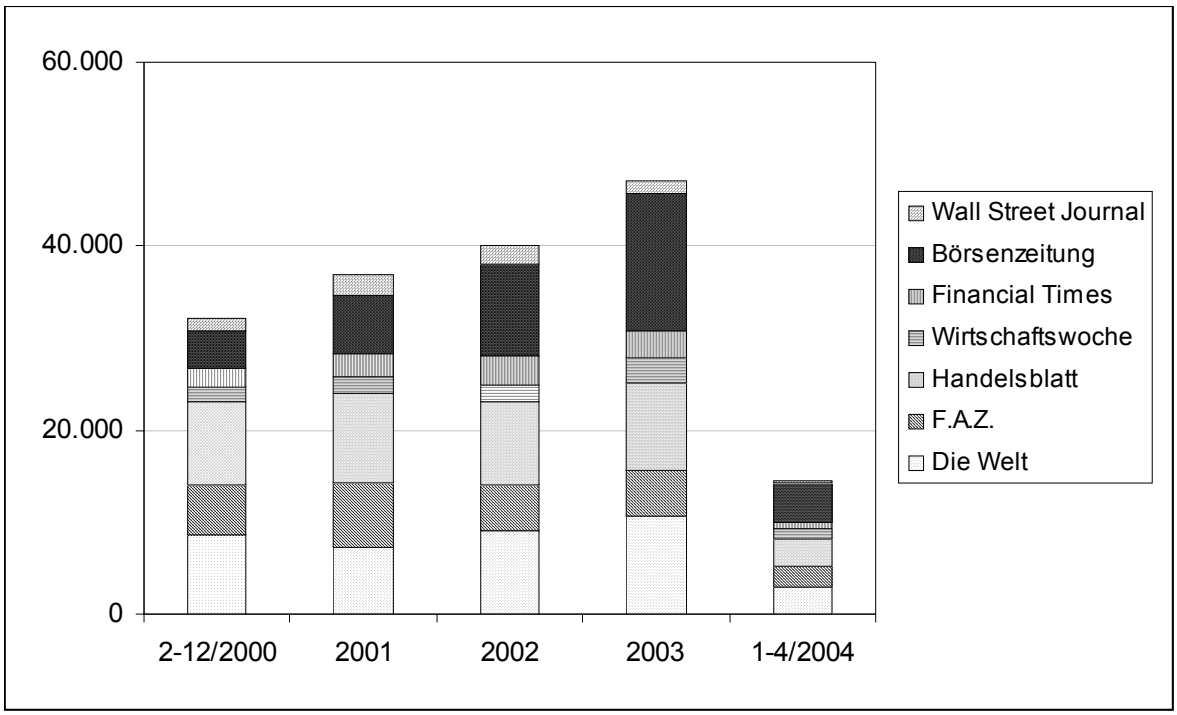
- Manfred Schumacher, Aufsichtsratsvorsitzender Schumacher's Finanz- und Unternehmenskommunikation, München (vormals stellvertretender Chefredakteur Fokus)
- Karl-Christian Jacobi, Manager Investor-Relations, Münchener Rück, München
- Dr. Thomas Gauly, Direktor Investor Relations, Bad Homburg, Altana AG, Bad Homburg
- Kay Bommer, Geschäftsführer DIRK Projektgesellschaft mbH, Hamburg

Journalisten/Pressestelle/Medienbeobachtung:

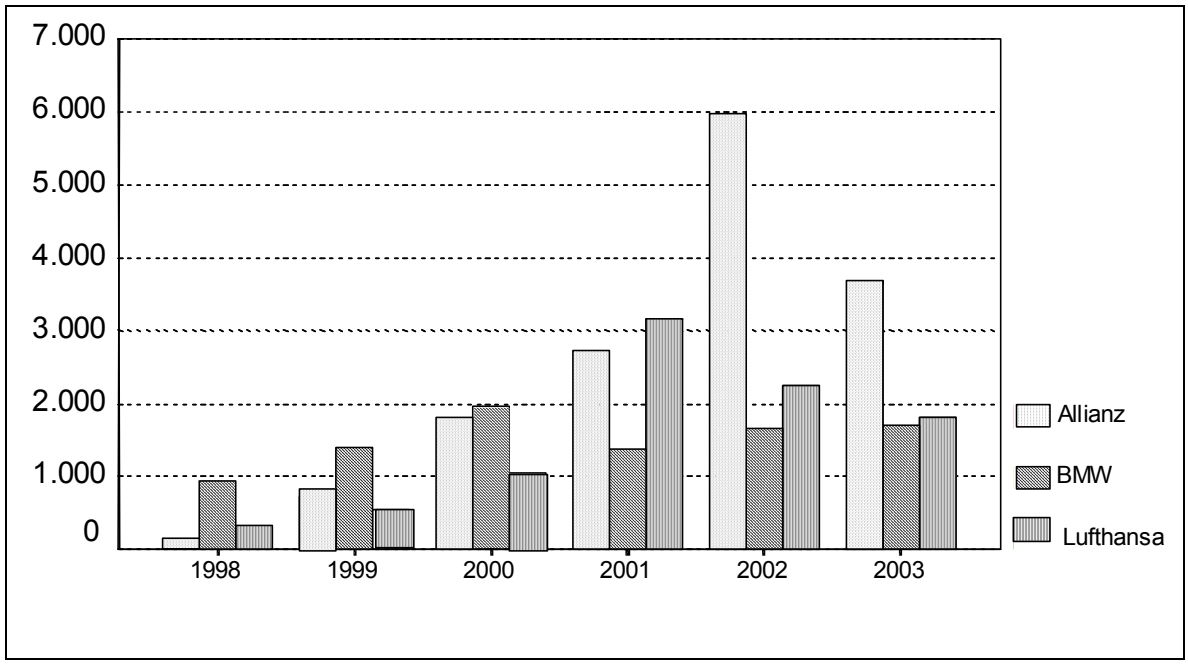
- Regine Kaiser, M.A., Zentralbereich Presse, Münchener Rück, München
- Alexander Ross, Fachjournalist, Berlin
- Robert Fekl, Medien Tenor Institut für Medienanalysen GmbH, Bonn
- Roland Schatz, Medien Tenor International, Bonn
- Mathias Vollbracht, InnoVatio Verlags AG, Bonn

[1314] Dankbar bin ich weiterhin für die wertvollen Kommentare und Anregungen der Teilnehmer des Workshops „IR Management" der Agendasetting Konferenz vom 24. September 2004.

Anhang B: Entwicklung der Analystenzitate über alle DAX 30-Unternehmen[1315]



Anhang C: Entwicklung von Analystenzitaten in ausgewählten Unternehmen des DAX 30[1316]



[1315] Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Daten des Medien Tenor.
[1316] Quelle: Medien Tenor.

Anhang D: Reputationsranking der Analystenhäuser

Extel/Thomson Financial Ranking der Research Reputation (Top 10)

	Deutsches Equity Research (2001)		Europäisches Equity Research (2001)
1	Deutsche Bank	1	UBS Warburg
2	Julius Bär	2	Schroder Salomon Smith Barney
3	Dresdner Kleinwort Wasserstein	3	Merrill Lynch International
4	UBS Warburg	4	Credit Suisse First Boston
5	Commerzbank Securities	5	Deutsche Bank
6	Merrill Lynch International	6	Morgan Stanley
7	Metzler Seel Sohn & Co.	7	Goldman Sachs International
8	Schroder Salomon Smith Barney	8	HSBC Securities
9	Cazenove & Co.	9	Commerzbank Securities
10	Credit Suisse First Boston	10	JP Morgan Chase

Institutional Investor Ranking der Research-Reputation (Top 10)[1317]

	Europäisches Equity Research (2001)
1	Credit Suisse First Boston
2	Merrill Lynch
3	Deutsche Bank
4	UBS Warburg
5	Morgan Stanley Dean Witter
6	Schroder Salomon Smith Barney
7	Goldman Sachs International
8	J.P. Morgan
9	Lehman Brothers
10	ABM AMRO

Zusammenfassung: Führende Deutsche und Europäische Analystenhäuser

ABM AMRO	Julius Bär
Cazenove & Co.	JP Morgan Chase
Credit Suisse First Boston	Lehman Brothers
Commerzbank Securities	Merrill Lynch International
Deutsche Bank	Metzler Seel Sohn & Co.
Dresdner Kleinwort Wasserstein	Morgan Stanley Dean Witter
Goldman Sachs International	Schroder Salomon Smith Barney
HSBC Securities	UBS Warburg

[1317] Dem Team des Institutional Investor Magazines sei an dieser Stelle sehr herzlich für die Bereitstellung der Equity-Research-Rankings gedankt.

Kennzeichnung:

Führende Deutsche und Europäische Analystenhäuser	1
Sonstige Analystenhäuser	0

Anhang E: In der Stichprobe zur Ereignisstudie vertretene Bankinstitute

Zähler	Empfehlendes Bankinstitut	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozente
1	DZ-Bank (früher: DG-Bank)	42	10,8	10,8
2	HSBC	37	9,5	20,4
3	M.M. Warburg	33	8,5	28,9
4	WestLB	32	8,2	37,1
5	HypoVereinsbank	23	5,9	43,0
6	Merck Finck & Co.	17	4,4	47,4
7	CSFB	16	4,1	51,5
8	SES Research	16	4,1	55,7
9	ABN Amro	15	3,9	59,5
10	Sal. Oppenheim	14	3,6	63,1
11	Commerzbank	12	3,1	66,2
12	Deutsche Bank	11	2,8	69,1
13	Bankhaus Metzler	11	2,8	71,9
14	Merrill Lynch	9	2,3	74,2
15	Goldman Sachs	8	2,1	76,3
16	LB Baden-Württemberg	8	2,1	78,4
17	and. Analystenhäuser	8	2,1	80,4
18	Independent Research	6	1,5	82,0
19	MSDW	6	1,5	83,5
20	Julius Bär	5	1,3	84,8
21	Berenberg	5	1,3	86,1
22	UBS	5	1,3	87,4
23	Bankhaus Delbrück	4	1,0	88,4
24	NordLB	4	1,0	89,4
25	BW-Bank	3	0,8	90,2
26	SEB (früher BfG)	3	0,8	91,0
27	BHF-Bank	3	0,8	91,8
28	Concord	3	0,8	92,5
29	Dresdner Kleinwort Wasserstein	3	0,8	93,3
30	Hornblower Fischer	3	0,8	94,1
31	Lehman Brothers	3	0,8	94,8
32	Vontobel	3	0,8	95,6
33	Bayerische Landesbank	2	0,5	96,1
34	CAI Cheuvreux	2	0,5	96,6
35	Helaba	2	0,5	97,2
36	Bank of America	1	0,3	97,4
37	BB Robertson Stephens	1	0,3	97,7
38	Crèdit Lyonnais	1	0,3	97,9
39	Fox-Pitt, Kelton	1	0,3	98,2
40	Gontard & MetallBank	1	0,3	98,5
41	GZ-Bank	1	0,3	98,7
42	S&P	1	0,3	99,0
43	SG Cowen	1	0,3	99,2
44	Vereins-und Westbank	1	0,3	99,5
45	WGZ-Bank	1	0,3	99,7
46	Volks-/Raiffeisenbk.	1	0,3	100,0
		∑ 388	∑ 100	

Anhang F: Zeitliche Verteilung der Stichprobe

Monat (in 2001)	Anzahl	Prozent
Januar	26	6,7
Februar	33	8,5
März	21	5,4
April	22	5,7
Mai	60	15,5
Juni	36	9,3
Juli	34	8,8
August	39	10,1
September	29	7,5
Oktober	36	9,3
November	30	7,7
Dezember	22	5,7
	388	100 %

Anhang G: Überprüfung der Normalverteilungsannahme der Risiduen

CARs	Kauf-empfehlungen		Verkaufs-empfehlungen		CARs	Kauf-empfehlungen		Verkaufs-empfehlungen	
	Stat[1318]	Sign.	Stat.	Sign.		Stat.	Sign.	Stat.	Sign.[1319]
CAR (-25;-25)	0,070	0,003	0,115	0,001	CAR (-25;+01)	0,070	0,002	0,092	0,016
CAR (-25;-24)	0,064	0,010	0,179	0,000	CAR (-25;+02)	0,064	0,009	0,093	0,015
CAR (-25;-23)	0,073	0,001	0,162	0,000	CAR (-25;+03)	0,078	0,000	0,089	0,024
CAR (-25;-22)	0,074	0,001	0,185	0,000	CAR (-25;+04)	0,082	0,000	0,105	0,003
CAR (-25;-21)	0,096	0,000	0,131	0,000	CAR (-25;+05)	0,075	0,001	0,093	0,015
CAR (-25;-20)	0,111	0,000	0,129	0,000	CAR (-25;+06)	0,090	0,000	0,085	0,036
CAR (-25;-19)	0,069	0,003	0,105	0,003	CAR (-25;+07)	0,084	0,000	**0,082**	**0,053**
CAR (-25;-18)	0,055	0,048	0,112	0,001	CAR (-25;+08)	0,095	0,000	**0,076**	**0,095**
CAR (-25;-17)	0,070	0,003	**0,081**	**0,059**	CAR (-25;+09)	0,088	0,000	**0,071**	**0,200**
CAR (-25;-16)	0,086	0,000	0,112	0,001	CAR (-25;+10)	0,075	0,001	**0,060**	**0,200**
CAR (-25;-15)	0,103	0,000	0,123	0,000	CAR (-25;+11)	0,081	0,000	**0,058**	**0,200**
CAR (-25;-14)	0,075	0,001	0,107	0,002	CAR (-25;+12)	0,082	0,000	**0,074**	**0,164**
CAR (-25;-13)	0,078	0,000	0,093	0,014	CAR (-25;+13)	0,093	0,000	**0,061**	**0,200**
CAR (-25;-12)	0,074	0,001	0,096	0,010	CAR (-25;+14)	0,094	0,000	**0,081**	**0,058**
CAR (-25;-11)	0,078	0,000	0,098	0,008	CAR (-25;+15)	0,085	0,000	**0,073**	**0,185**
CAR (-25;-10)	0,082	0,000	0,091	0,018	CAR (-25;+16)	0,081	0,000	**0,064**	**0,200**
CAR (-25;-09)	0,081	0,000	0,115	0,001	CAR (-25;+17)	0,069	0,003	0,088	0,027
CAR (-25;-08)	0,072	0,002	0,090	0,022	CAR (-25;+18)	0,062	0,013	0,083	0,049
CAR (-25;-07)	0,066	0,007	0,118	0,000	CAR (-25;+19)	0,060	0,019	0,089	0,023
CAR (-25;-06)	0,078	0,000	0,114	0,001	CAR (-25;+20)	0,076	0,001	**0,061**	**0,200**
CAR (-25;-05)	0,074	0,001	0,085	0,035	CAR (-25;+21)	0,069	0,004	**0,067**	**0,200**
CAR (-25;-04)	0,077	0,000	0,083	0,046	CAR (-25;+22)	0,055	0,043	**0,064**	**0,200**
CAR (-25;-03)	0,070	0,003	0,089	0,024	CAR (-25;+23)	0,056	0,041	**0,064**	**0,200**
CAR (-25;-02)	0,081	0,000	0,094	0,013	CAR (-25;+24)	**0,053**	**0,066**	**0,078**	**0,074**
CAR (-25;-01)	0,066	0,007	0,120	0,000	CAR (-25;+25)	0,059	0,023	**0,049**	**0,200**
CAR (-25;+00)	0,066	0,007	0,091	0,018					

Tabelle 8-1: Ergebnisse des Kolmogorov-Smirnov-Tests auf Normalverteilung für CAR [-25;-25] bis CAR [-25;+25][1320]

[1318] Die Freiheitsgrade (df) betragen 271 für Kauf- und 117 für Verkaufsempfehlungen.

[1319] Fett gekennzeichnet sind jeweils die Signifikanzwerte, die oberhalb der 5%-Grenze liegen und bei denen die Abweichung von der Normalität nicht bestätigt werden kann.

[1320] Die Signifikanzniveaus werden mittels der Lilliefors-Korrektur berechnet, da die Parameter aus den Daten geschätzt werden müssen; vgl. auch Janssen/Laatz (2003), S. 218; Wiseman (2004), S. 6.

	Kauf-empfehlungen		Verkaufs-empfehlungen			Kauf-empfehlungen		Verkaufs-empfehlungen	
CARs	**Stat.**	**Sign.**	**Stat.**	**Sign.**	**CARs**	**Stat.**	**Sign.**	**Stat.**	**Sign.** [1321]
CAR (+00;+00)	0,119	0,000	0,103	0,004	CAR (-01;+01)	0,105	0,000	0,101	0,005
CAR (+00;+01)	0,102	0,000	0,083	0,045	CAR (-05;+05)	0,078	0,000	0,120	0,000
CAR (+00;+02)	0,100	0,000	0,109	0,002	CAR (-10;+10)	0,074	0,001	0,128	0,000
CAR (+00;+05)	0,072	0,002	0,118	0,000	CAR (-15;+15)	0,089	0,000	**0,063**	**0,200**
CAR (+00;+10)	0,083	0,000	**0,073**	**0,179**	CAR (-25;+25)	0,059	0,023	**0,049**	**0,200**

Tabelle 8-2: Ergebnisse des Kolmogorov-Smirnov-Tests auf Normalverteilung für kumulierte abnormale Renditen ausgewählter Zeiträume[1322]

[1321] Fett gekennzeichnet sind jeweils die Signifikanzwerte, die oberhalb der 5%-Grenze liegen und bei denen die Abweichung von der Normalität nicht bestätigt werden kann.

[1322] Die Freiheitsgrade (df) betragen wiederum 271 für Kauf- und 117 für Verkaufsempfehlungen.

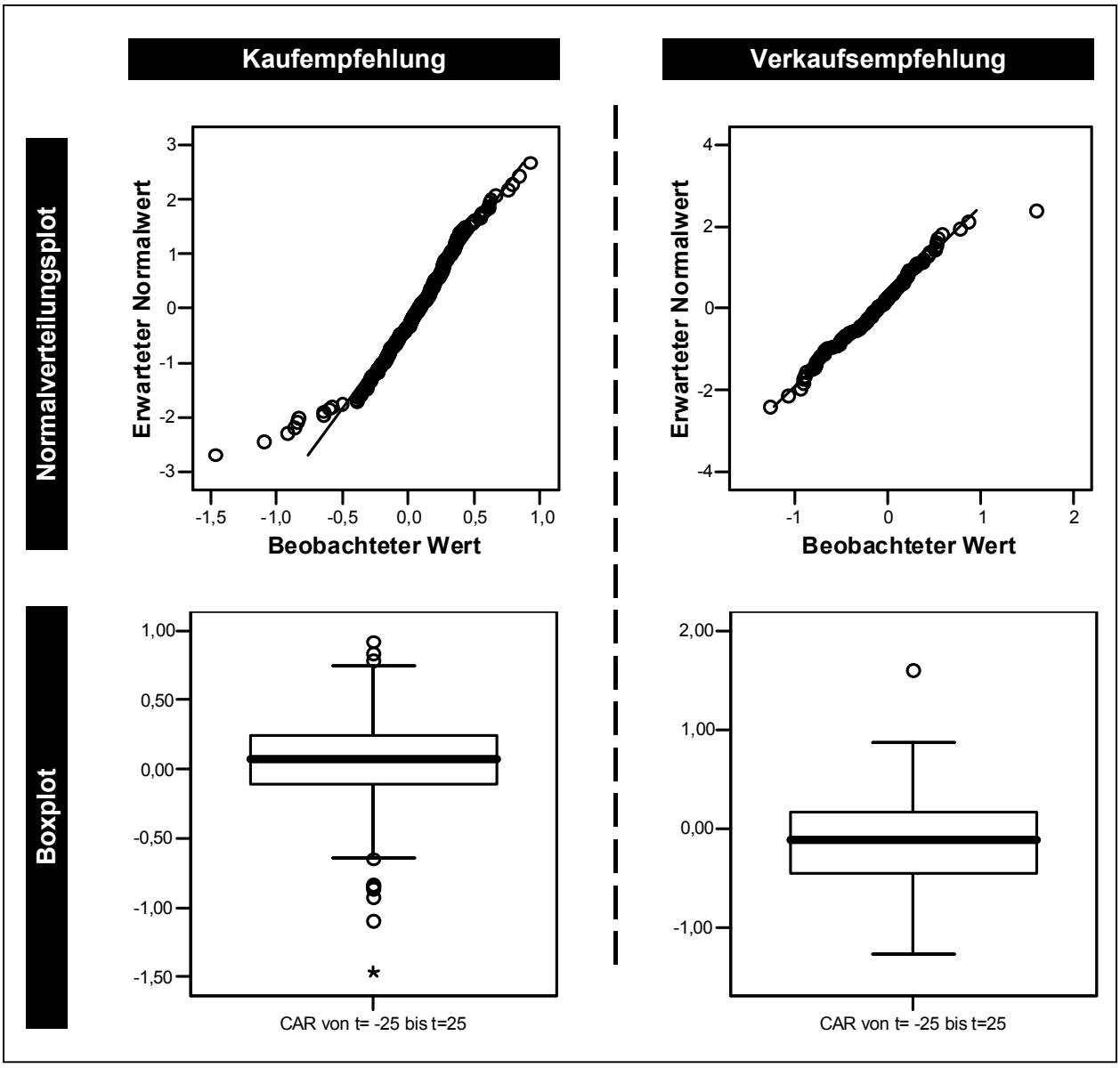


Abbildung 61: Normalverteilungsdiagramme und Boxplots der kumulierten abnormalen Rendite [-25;+25]

Anhang H: Zusätzliche Befunde zur Ereignisstudie

KAUFEMPFEHLUNGEN (MARKTBEREINIGT)

Tag	AR (in %)	Z (AR)[1323]	CAR (in %)	Z (CAR)	Tag	AR (in %)	Z (AR)	CAR (in %)	Z (CAR)
-25	-0,543	-2,004^{++}	-0,543	-2,004^{++}	**+1**	-0,409	-1,833^{+}	5,379	4,061^{+++}
-24	-0,380	-0,880	-0,923	-1,490	**+2**	-0,051	-0,548	5,328	3,924^{+++}
-23	-0,144	-0,994	-1,067	-1,639	**+3**	-0,062	-0,509	5,267	3,979^{+++}
-22	0,618	1,474	-0,449	-0,297	**+4**	-0,331	-0,741	4,936	3,878^{+++}
-21	0,808	1,942^{++}	0,360	1,498	**+5**	0,206	0,101	5,142	4,136^{+++}
-20	-0,169	-1,055	0,191	1,439	**+6**	0,357	0,563	5,498	4,549^{+++}
-19	0,115	0,465	0,306	1,191	**+7**	-0,600	-1,881^{+}	4,898	4,169^{+++}
-18	0,069	0,584	0,375	0,963	**+8**	0,256	1,697^{+}	5,154	4,278^{+++}
-17	0,149	0,175	0,524	1,363	**+9**	0,925	1,789^{+}	6,079	4,765^{+++}
-16	-0,825	-2,225^{++}	-0,302	-0,661	**+10**	0,423	1,334	6,501	5,091^{+++}
-15	0,381	0,379	0,079	1,360	**+11**	0,350	0,762	6,852	5,398^{+++}
-14	0,435	0,321	0,514	1,605	**+12**	-0,342	-2,066^{++}	6,510	5,131^{+++}
-13	0,079	0,982	0,593	1,538	**+13**	-0,119	-0,473	6,391	5,248^{+++}
-12	0,057	0,898	0,651	1,172	**+14**	0,081	0,317	6,472	5,211^{+++}
-11	0,758	2,346^{++}	1,409	1,797^{++}	**+15**	-0,089	-0,705	6,383	5,024^{+++}
-10	0,332	0,575	1,741	2,185^{++}	**+16**	0,080	0,861	6,463	4,952^{+++}
-9	-0,143	-0,755	1,598	2,129^{++}	**+17**	-0,129	-0,156	6,333	4,808^{+++}
-8	0,270	0,850	1,868	2,260^{++}	**+18**	0,155	0,569	6,489	4,718^{+++}
-7	0,236	0,078	2,104	2,273^{++}	**+19**	0,317	1,340	6,806	4,871^{+++}
-6	0,376	0,353	2,480	2,463^{++}	**+20**	-0,223	-1,285	6,583	4,851^{+++}
-5	0,188	0,142	2,668	2,667^{+++}	**+21**	0,238	0,526	6,821	4,803^{+++}
-4	0,258	1,203	2,927	2,900^{+++}	**+22**	-0,406	-0,650	6,415	4,541^{+++}
-3	0,377	0,979	3,304	3,108^{+++}	**+23**	0,038	0,062	6,453	4,564^{+++}
-2	0,237	0,502	3,541	3,212^{+++}	**+24**	-0,341	-2,243^{++}	6,112	4,312^{+++}
-1	1,304	2,750^{+++}	4,844	3,892^{+++}	**+25**	-0,715	-1,829^{+}	5,397	3,984^{+++}
0	0,944	2,196^{++}	5,788	4,368^{+++}					

Signifikanzniveau (nach dem Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest)

$^{+}$	$\alpha = 0{,}1$
$^{++}$	$\alpha = 0{,}05$
$^{+++}$	$\alpha = 0{,}01$

Tabelle 8-3: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %) und Z-Statistiken, berechnet nach der Methode der marktbereinigten Renditen für die Kaufempfehlungen der Ereignisperiode

[1323] Die Z-Statistiken (AR, CAR) wurden mit Hilfe des Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtests berechnet.

VERKAUFSEMPFEHLUNGEN (MARKTBEREINIGT))

Tag	AR (in %)[1324]	Z (AR)[1325]	CAR (in %)	Z (CAR)	Tag	AR (in %)	Z (AR)	CAR (in %)	Z (CAR)
-25	-0,232	-1,092	-0,232	-1,092	**+1**	-1,385	-3,320^{+++}	-10,710	-3,347^{+++}
-24	0,725	0,483	0,493	0,295	**+2**	-0,152	-1,579	-10,862	-3,385^{+++}
-23	-0,298	-0,932	0,196	0,050	**+3**	1,469	0,777	-9,393	-2,879^{+++}
-22	-0,751	-0,793	-0,555	-0,056	**+4**	-0,554	-1,269	-9,947	-2,952^{+++}
-21	-0,790	-1,293	-1,345	-0,224	**+5**	-0,819	-1,568	-10,766	-3,088^{+++}
-20	0,102	0,287	-1,242	-0,083	**+6**	-0,375	-1,097	-11,140	-3,192^{+++}
-19	-0,096	-0,676	-1,338	-0,064	**+7**	-0,038	-0,567	-11,178	-3,132^{+++}
-18	-0,205	-0,910	-1,543	-0,194	**+8**	0,621	1,163	-10,557	-2,974^{+++}
-17	-0,081	-0,902	-1,624	-0,553	**+9**	0,026	0,711	-10,531	-3,012^{+++}
-16	0,075	0,597	-1,549	-0,434	**+10**	-0,008	-0,398	-10,539	-2,993^{+++}
-15	0,704	1,318	-0,844	-0,118	**+11**	0,231	0,893	-10,308	-2,884^{+++}
-14	-0,381	-0,254	-1,225	-0,151	**+12**	-0,230	-0,246	-10,539	-2,833^{+++}
-13	-0,396	-1,334	-1,622	-0,154	**+13**	-0,089	-0,317	-10,628	-2,844^{+++}
-12	-0,481	-0,970	-2,102	-0,379	**+14**	0,013	0,891	-10,615	-2,612^{+++}
-11	0,522	1,845^{+}	-1,580	-0,113	**+15**	-0,389	-0,624	-11,004	-2,713^{+++}
-10	0,261	0,902	-1,319	-0,235	**+16**	-0,360	-0,853	-11,365	-2,702^{+++}
-9	1,267	1,000	-0,052	-0,146	**+17**	-0,005	-0,956	-11,370	-2,621^{+++}
-8	-0,032	-1,538	-0,084	-0,303	**+18**	0,425	0,233	-10,945	-2,577^{+++}
-7	0,079	0,804	-0,005	-0,162	**+19**	-0,127	-1,182	-11,072	-2,596^{+++}
-6	-0,433	-0,834	-0,437	-0,273	**+20**	0,321	0,994	-10,751	-2,735^{+++}
-5	-0,794	-1,617	-1,231	-0,575	**+21**	-0,248	-0,564	-10,998	-2,912^{+++}
-4	-2,099	-4,271^{+++}	-3,331	-1,272	**+22**	-0,982	-2,906^{+++}	-11,980	-2,988^{+++}
-3	0,106	0,874	-3,225	-1,152	**+23**	0,395	0,812	-11,585	-2,854^{+++}
-2	-0,779	-1,407	-4,003	-1,503	**+24**	-0,357	-1,427	-11,943	-2,827^{+++}
-1	-3,533	-3,717^{+++}	-7,536	-2,667^{+++}	**+25**	-1,325	-3,227^{+++}	-13,268	-3,029^{+++}
0	-1,789	-3,105^{+++}	-9,325	-2,969^{+++}					

Signifikanzniveau (auf Basis des Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtests)

$^{+}$	$\alpha = 0,1$
$^{++}$	$\alpha = 0,05$
$^{+++}$	$\alpha = 0,01$

Tabelle 8-4: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %) und z-Statistiken, berechnet nach der Methode der marktbereinigten Renditen für die Verkaufsempfehlungen der Ereignisperiode[1326]

[1324] Die in dieser Tabelle angegebenen durchschnittlichen abnormalen Renditen (AR) und kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen (CAR) wurden nach der Methode der marktbereinigten Renditen berechnet.

[1325] Die Z-Statistiken gelten für den Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest.

[1326] Quelle: Eigene Darstellung.

KAUFEMPFEHLUNGEN (MARKTMODELL)						
Tag	**AR (in %)**	**T (AR).**	**Z (AR)**	**CAR (in %)**	**T (CAR)**	**Z (CAR)**
-25	**-0,905**	-2,960***	-3,183^{+++}	**-0,905**	-2,960***	-3,183^{+++}
-24	**-0,905**	-2,998***	-2,871^{+++}	**-1,810**	-3,978***	-3,413^{+++}
-23	**-0,431**	-1,331	-2,033^{++}	**-2,241**	-4,161***	-3,778^{+++}
-22	**0,314**	0,989	0,257	**-1,927**	-3,034***	-2,566^{++}
-21	**0,506**	1,459	0,722	**-1,421**	-1,964*	-1,393
-20	**-0,443**	-1,420	-1,834^{+}	**-1,863**	-2,422**	-2,028^{++}
-19	**-0,059**	-0,204	-0,402	**-1,922**	-2,313**	-2,084^{++}
-18	**-0,295**	-1,058	-0,991	**-2,217**	-2,647***	-2,537^{++}
-17	**-0,330**	-1,112	-1,778^{+}	**-2,547**	-2,727***	-2,534^{++}
-16	**-1,186**	-3,458	-3,680^{+++}	**-3,732**	-3,717***	-3,268^{+++}
-15	**0,054**	0,153	0,992	**-3,679**	-3,501***	-2,850^{+++}
-14	**0,054**	0,170	1,090	**-3,624**	-3,232***	-2,785^{+++}
-13	**-0,362**	-1,033	-2,692^{+++}	**-3,986**	-3,445***	-3,355^{+++}
-12	**-0,322**	-1,040	-2,668^{+++}	**-4,308**	-3,603***	-3,585^{+++}
-11	**0,318**	0,999	0,471	**-3,991**	-3,195***	-3,312^{+++}
-10	**-0,005**	-0,015	-0,760	**-3,996**	-3,116***	-3,168^{+++}
-9	**-0,594**	-2,055**	-2,603^{+++}	**-4,590**	-3,448***	-3,419^{+++}
-8	**-0,159**	-0,515	-0,793	**-4,748**	-3,462***	-3,409^{+++}
-7	**-0,103**	-0,349	-1,252	**-4,851**	-3,473***	-3,482^{+++}
-6	**0,053**	0,161	1,147	**-4,798**	-3,419***	-3,525^{+++}
-5	**-0,192**	-0,537	-1,515	**-4,990**	-3,464***	-3,376^{+++}
-4	**-0,090**	-0,250	-2,380^{++}	**-5,080**	-3,527***	-3,458^{+++}
-3	**0,052**	0,169	0,465	**-5,029**	-3,394***	-3,429^{+++}
-2	**-0,184**	-0,587	-1,425	**-5,212**	-3,387***	-3,497^{+++}
-1	**0,862**	1,979**	1,325	**-4,351**	-2,660***	-2,981^{+++}
0	**0,554**	1,719*	0,655	**-3,797**	-2,230**	-2,613^{+++}
+1	**-0,796**	-2,495**	-3,063^{+++}	**-4,593**	-2,605**	-3,059^{+++}
+2	**-0,418**	-1,342	-1,888^{+}	**-5,012**	-2,827***	-3,241^{+++}
+3	**-0,467**	-1,656*	-2,394^{++}	**-5,479**	-3,068***	-3,383^{+++}
+4	**-0,702**	-2,516**	-2,394^{++}	**-6,181**	-3,386***	-3,634^{+++}
+5	**-0,223**	-0,684	-1,719^{+}	**-6,404**	-3,408***	-3,576^{+++}
+6	**-0,171**	-0,472	-1,790^{+}	**-6,575**	-3,470***	-3,533^{+++}
+7	**-1,094**	-3,473***	-4,108^{+++}	**-7,669**	-3,895***	-3,908^{+++}
+8	**-0,131**	-0,380	-0,026	**-7,800**	-3,850***	-3,892^{+++}
+9	**0,456**	1,407	0,212	**-7,344**	-3,615***	-3,719^{+++}
+10	**0,001**	0,002	0,638	**-7,343**	-3,625***	-3,708^{+++}
+11	**-0,044**	-0,172	-1,077	**-7,387**	-3,554***	-3,771^{+++}
+12	**-0,707**	-2,453**	-3,842^{+++}	**-8,094**	-3,845***	-4,061^{+++}
+13	**-0,578**	-2,063**	-2,499^{++}	**-8,672**	-4,096***	-4,360^{+++}
+14	**-0,240**	-0,913	-1,762^{+}	**-8,912**	-4,132***	-4,363^{+++}
+15	**-0,369**	-1,321	-1,813^{+}	**-9,281**	-4,221***	-4,429^{+++}
+16	**-0,239**	-0,824	-2,544^{++}	**-9,519**	-4,367***	-4,458^{+++}
+17	**-0,589**	-2,142**	-2,382^{++}	**-10,108**	-4,559***	-4,573^{+++}
+18	**-0,260**	-1,057	-0,904	**-10,368**	-4,613***	-4,569^{+++}
+19	**-0,178**	-0,715	-1,281	**-10,546**	-4,736***	-4,739^{+++}
+20	**-0,670**	-2,801***	-3,530^{+++}	**-11,216**	-4,964***	-4,947^{+++}
+21	**-0,232**	-0,938	-1,640	**-11,448**	-5,040***	-5,067^{+++}
+22	**-0,788**	-2,854***	-2,358^{++}	**-12,236**	-5,289***	-5,197^{+++}
+23	**-0,321**	-1,191	-1,804^{+}	**-12,557**	-5,312***	-5,235^{+++}
+24	**-0,717**	-2,451**	-3,931^{+++}	**-13,274**	-5,485***	-5,301^{+++}
+25	**-1,135**	-3,086***	-3,648^{+++}	**-14,409**	-5,754***	-5,629^{+++}

Tabelle 8-5: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %) und kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %), berechnet nach dem Marktmodell für die Kaufempfehlungen der Ereignisperiode

VERKAUFSEMPFEHLUNGEN (MARKTMODELL)						
Tag	**AR (in %)**	**T (AR).**	**Z (AR)**	**CAR (in %)**	**T (CAR)**	**Z (CAR)**
-25	**-0,426**	-0,651	-1,375	**-0,426**	-0,651	-1,375
-24	**0,608**	0,870	0,458	**0,181**	0,150	0,097
-23	**-0,401**	-0,606	-1,179	**-0,219**	-0,133	-0,184
-22	**-0,947**	-1,095	-1,312	**-1,166**	-0,586	-0,529
-21	**-1,038**	-1,709*	-1,603	**-2,204**	-1,050	-0,891
-20	**-0,073**	-0,114	-0,447	**-2,277**	-1,067	-0,836
-19	**-0,185**	-0,268	-0,975	**-2,462**	-1,115	-0,787
-18	**-0,372**	-0,469	-1,478	**-2,833**	-1,221	-1,136
-17	**-0,343**	-0,555	-1,456	**-3,177**	-1,322	-1,410
-16	**-0,051**	-0,083	-0,755	**-3,228**	-1,325	-1,282
-15	**0,460**	0,884	0,676	**-2,768**	-1,103	-1,217
-14	**-0,542**	-0,941	-0,553	**-3,310**	-1,259	-1,217
-13	**-0,480**	-0,919	-1,552	**-3,789**	-1,445	-1,329
-12	**-0,742**	-1,284	-1,622	**-4,531**	-1,698*	-1,557
-11	**0,485**	0,683	1,655+	**-4,046**	-1,471	-1,296
-10	**0,165**	0,285	1,029	**-3,881**	-1,433	-1,435
-9	**1,147**	0,664	1,204	**-2,735**	-0,886	-1,288
-8	**-0,206**	-0,250	-1,938+	**-2,941**	-0,954	-1,410
-7	**-0,163**	-0,285	-1,348	**-3,103**	-0,983	-1,416
-6	**-0,630**	-1,286	-1,231	**-3,733**	-1,195	-1,603
-5	**-0,947**	-1,259	-1,881^{+}	**-4,680**	-1,532	-1,848^{+}
-4	**-2,324**	-2,777***	-4,614^{+++}	**-7,003**	-2,258**	-2,566^{++}
-3	**-0,129**	-0,173	-1,350	**-7,132**	-2,239**	-2,495^{++}
-2	**-0,930**	-0,833	-1,636	**-8,062**	-2,334**	-2,591^{++}
-1	**-3,591**	-2,881***	-3,893^{+++}	**-11,653**	-3,039***	-3,543^{+++}
0	**-2,133**	-3,166***	-3,795^{+++}	**-13,786**	-3,547***	-3,902^{+++}
+1	**-1,563**	-2,607**	-3,504^{+++}	**-15,349**	-3,809***	-4,089^{+++}
+2	**-0,276**	-0,375	-1,807^{+}	**-15,626**	-3,767***	-4,100^{+++}
+3	**1,325**	1,395	0,562	**-14,300**	-3,416***	-3,768^{+++}
+4	**-0,839**	-1,767*	-1,663^{+}	**-15,139**	-3,607***	-3,834^{+++}
+5	**-1,030**	-1,790*	-1,954^{+}	**-16,169**	-3,807***	-3,964^{+++}
+6	**-0,492**	-0,950	-1,356	**-16,662**	-3,859***	-4,019^{+++}
+7	**-0,198**	-0,384	-0,798	**-16,859**	-3,808***	-3,959^{+++}
+8	**0,346**	0,597	0,581	**-16,513**	-3,680***	-3,844^{+++}
+9	**-0,173**	-0,246	-1,250	**-16,686**	-3,719***	-3,793^{+++}
+10	**-0,145**	-0,224	-0,681	**-16,831**	-3,677***	-3,755^{+++}
+11	**0,122**	0,187	1,174	**-16,709**	-3,624***	-3,684^{+++}
+12	**-0,430**	-0,652	-0,175	**-17,139**	-3,507***	-3,567^{+++}
+13	**-0,387**	-0,623	-0,961	**-17,526**	-3,624***	-3,727^{+++}
+14	**-0,207**	-0,346	-1,184	**-17,733**	-3,637***	-3,714^{+++}
+15	**-0,401**	-0,773	-0,611	**-18,134**	-3,745***	-3,741^{+++}
+16	**-0,624**	-1,048	-1,285	**-18,759**	-3,808***	-3,749^{+++}
+17	**-0,191**	-0,289	-1,413	**-18,949**	-3,768***	-3,727^{+++}
+18	**0,161**	0,319	0,317	**-18,788**	-3,756***	-3,760^{+++}
+19	**-0,397**	-0,819	-1,693^{+}	**-19,185**	-3,890***	-3,779^{+++}
+20	**0,199**	0,268	1,214	**-18,985**	-3,906***	-3,853^{+++}
+21	**-0,424**	-0,827	-0,899	**-19,409**	-3,927***	-3,801^{+++}
+22	**-1,069**	-1,884*	-3,167^{+++}	**-20,479**	-4,102***	-3,899^{+++}
+23	**0,024**	0,035	1,658^{+}	**-20,455**	-4,032***	-3,831^{+++}
+24	**-0,467**	-0,573	-1,677^{+}	**-20,922**	-4,107***	-3,782^{+++}
+25	**-1,499**	-2,309**	-3,646^{+++}	**-22,421**	-4,255***	-3,855^{+++}

Tabelle 8-6: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR in %), kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR in %), berechnet nach dem Marktmodell für die Verkaufsempfehlungen der Ereignisperiode

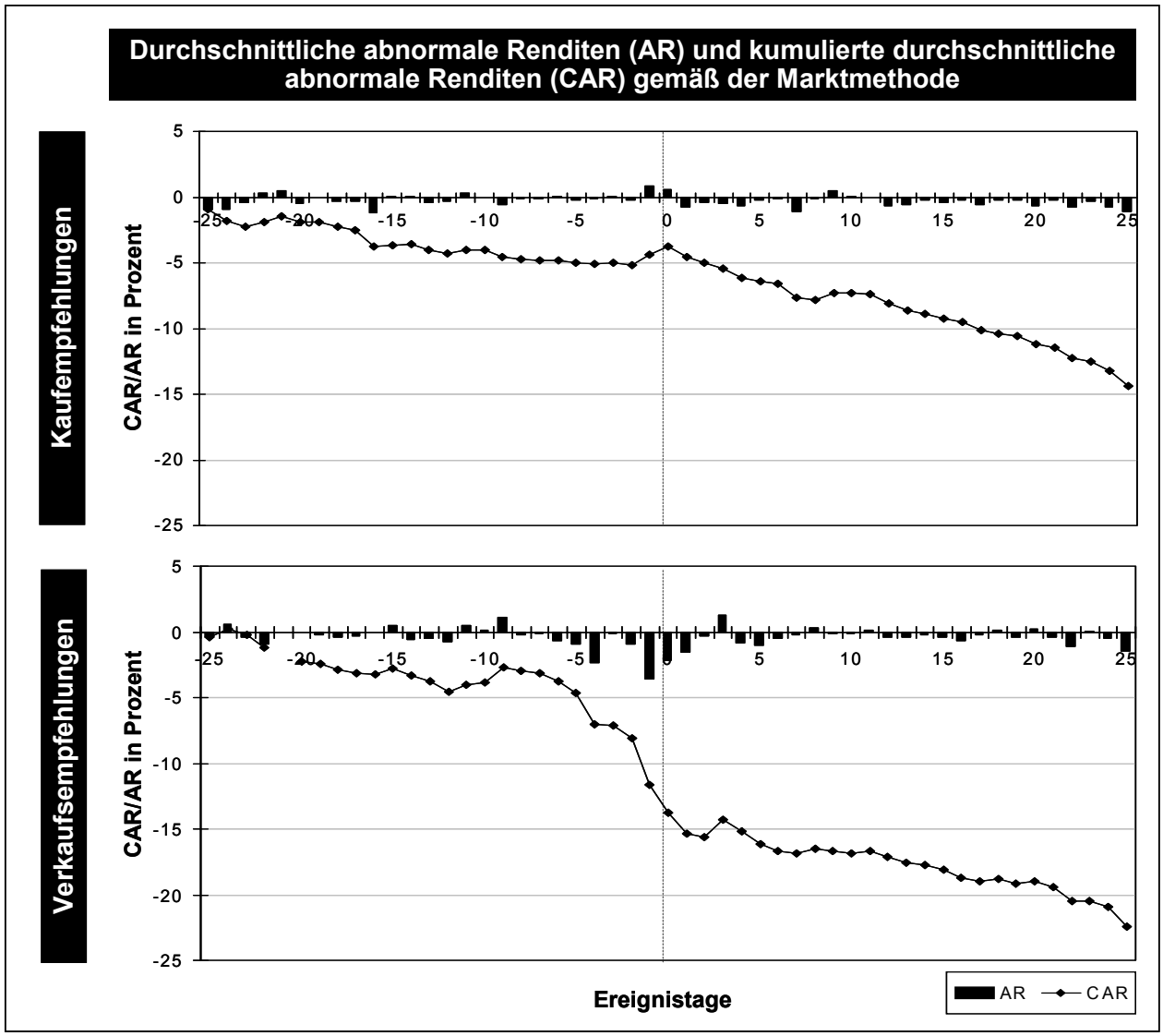


Abbildung 62: Durchschnittliche abnormale Renditen (AR) und kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen (CAR) gemäß dem Marktmodell

Anhang I: Befunde zur linearen Regression der (kumulierten) abnormalen Renditen

Modell-parameter[a]	Erwarteter Einfluss	Kauf-empfehlungen[a,b,c]	Erwarteter Einfluss	Verkaufs-empfehlungen[a,b,c]
Konstante		1,447%		-4,993%
		(0,949)		(-1,278)
researchrep	+	1,797%	-	-2,765%
		(1,318)		(-0,764)
ausmaß	+	2,070%	-	-7,185%
		(1,494)		(-1,928*)
mktcap	-	-0,000%	+	0,001%
		(-0,532)		(0,570)
tvol	-	0,008%	+	0,015%
		(1,372)		(2,960***)
acov	-	-0,050%	+	-0,176%
		(-0,532)		(-0,828)
ocf	+	-0,834%	-	2,455%
		(-0,604)		(0,678)
Modellzusammenfassung[1327]				
R^2		0,023		0,124
F-Wert		1,017		2,591**
N		270		116
∅ VIF		2,011		1,654

[a] ***= 0,01 Signifikanzniveau, **= 0,05 Signifikanzniveau, *= 0,1 Signifikanzniveau.

[b] Koeffizientenschätzungen in Prozentwerten; T-Werte in Klammern

[c] Adjustierung nach White (1980)

Tabelle 8-7: Ergebnisse der linearen Regression über CAR (-1;1)[1328]

[1327] Die Durbon-Watson-Statistik erreicht Werte von 1,774 und 2,151 bei Kauf- bzw. Verkaufsempfehlungen, was die Gefahr durch Autokorrelation unproblematisch erscheinen lässt.

[1328] Die Regression über die theoretisch auch denkbare endogene Variable CAR (0;1) hat sich als nicht zielführend erwiesen, da sich hier F-Werte von deutlich unter eins (0,685 und 0,857) ergeben haben.

Modell-parameter[a]	Erwarteter Einfluss	Gesamtanalyse[a,b,c,d]	Kauf-empfehlungen[a,b,c]	Verkaufs-empfehlungen[a,b,c]
Konstante		17,515%	16,298%	22,386%
		(8,584***)	(9,316***)	(4,405***)
researchrep	+	2,645%	-0,993%	9,300%
		(1,444)	(-0,635)	(1,975*)
ausmaß	+	3,957%	0,823%	8,703%
		(2,127**)	(0,518)	(1,795*)
mktcap	-	-0,002%	-0,001%	-0,004%
		(-2,570**)	(-1,739*)	(-1,996**)
tvol	-	0,020%	0,028%	0,012%
		(4,892***)	(4,046***)	(1,767*)
acov	-	-0,095%	-0,220%	-0,081%
		(-0,809)	(-2,038**)	(-0,293)
ocf	+	-5,340%	-2,877%	-1,861%
		(-2,942***)	(-1,817*)	(-0,395)
Modellzusammenfassung				
Korrigiertes R^2		0,105	0,090	0,159
F-Wert		8,550***	4,340***	3,470***
N		387	270	116
∅ VIF		1,691	2,011	1,654

[a] ***= 0,01 Signifikanzniveau, **= 0,05 Signifikanzniveau, *= 0,1 Signifikanzniveau.

[b] Koeffizientenschätzungen; T-Werte in Klammern

[c] Adjustierung nach White (1980)

[d] In der Gesamtanalyse werden Kauf- und Verkaufsempfehlungen zusammen betrachtet

Tabelle 8-8: Ergebnisse der linearen Regression über $|CAR(-5;5)|$

Anhang J: Muster des verwendeten Anschreibens an die Analysten

TECHNISCHE
UNIVERSITÄT
MÜNCHEN

KfW-Stiftungslehrstuhl für
Entrepreneurial Finance

Arcisstr. 21
80333 München

Telefon: +49-89-289-25191
Telefax: +49-89-289-25188
E-mail: Thorsten.Groth@wi.tum.de
http://www.ef.wi.tu-muenchen.de/

Technische Universität München
KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance · Arcisstr. 21 · 80333 München

«Komplettname»
«Unternehmen»
«Abteilung»
«Position»
«Strasse»

«PLZ» «Ort»
«Land»

Ihre Nachricht	Unser Zeichen	Telefon-Durchwahl	Fax-Durchwahl	Datum
	Aka/TG			14.04.2005

Forschungsprojekt „Analystenempfehlungen und –zitate in der Wirtschaftspresse“

«Anrede»,

in den vergangenen Jahren haben Analystenempfehlungen und -zitate in immer größerer Zahl Einzug in die Wirtschaftsberichterstattung gehalten und sind dort kaum mehr wegzudenken. Aus wissenschaftlicher Sicht ist jedoch festzustellen, dass dieser Bereich bislang relativ wenig erforscht worden ist und in Teilbereichen sogar ein deutliches Forschungsdefizit besteht.

Vor diesem Hintergrund führt der KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance der Technischen Universität München die vorliegende Erhebung im Rahmen des Dissertationvorhabens von Herrn Dipl. Kfm. Thorsten Groth durch. Unterstützt wird das Vorhaben dabei durch den Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (DIRK) und die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA).

Darum brauchen wir Ihre Hilfe: Wir bitten Sie, Ihre Meinung zu verschiedenen Aspekten der derzeitigen Berichterstattung über Analystenempfehlungen und Analystenzitate abzugeben. Hieraus sollen anschließend Implikationen sowie Handlungsempfehlungen abgeleitet werden, wie die Wirtschaftsberichterstattung in diesem Punkt weiter verbessert werden kann.

Alle Ihre Angaben werden **selbstverständlich anonym und streng vertraulich** ausgewertet. Die Untersuchungsergebnisse dienen ausschließlich zu wissenschaftlichen Zwecken. Sofern Sie dies wünschen, erhalten Sie darüber hinaus die Ergebnisse der Erhebung per E-mail zugesandt. Hierfür können Sie sich auf dem beigelegten Adresszettel eintragen.

Bitte senden Sie den ausgefüllten Antwortbogen bis zum **16. April 2004** mittels des beigelegten, adressierten und frankierten Rückumschlages zurück. Alternativ können Sie den Antwortbogen auch per Telefax an die Nummer 089/289-25188 senden.

Jede Ihrer Antworten trägt zum Gelingen des Projektes bei. Bitte senden Sie daher auch dann den Fragebogen zurück, wenn nur ein Teil der Fragen beantwortet wurde. Bei Rückfragen stehen wir Ihnen unter der 089-289-25191 natürlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Für Ihre Teilnahme danken wir Ihnen im Voraus ganz herzlich!

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Dipl. Kfm. Thorsten Groth

Anlage

P.S.: Die beigelegte 1$-Note soll als ein symbolisches Dankeschön für Ihre Mühe und die geopferte Zeit verstanden werden.

Anhang K: Muster des verwendeten Anschreibens an die „Heads of Research“

TECHNISCHE
UNIVERSITÄT
MÜNCHEN

KfW-Stiftungslehrstuhl für
Entrepreneurial Finance

Arcisstr. 21
80333 München

Telefon: +49-89-289-25191
Telefax: +49-89-289-25188
E-mail: Thorsten.Groth@wi.tum.de
http://www.ef.wi.tu-muenchen.de/

Technische Universität München
KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance · Arcisstr. 21 · 80333 München

An die

Heads of Research

Ihre Nachricht	Unser Zeichen	Telefon-Durchwahl	Fax-Durchwahl	Datum
	Aka/TG			14.04.2005

Forschungsprojekt „Analystenempfehlungen und –zitate in der Wirtschaftspresse“

Sehr geehrte Damen und Herren,

in den vergangenen Jahren haben Analystenempfehlungen und -zitate in immer größerer Zahl Einzug in die Wirtschaftsberichterstattung gehalten und sind dort kaum mehr wegzudenken. Aus wissenschaftlicher Sicht ist jedoch festzustellen, dass dieser Bereich bislang relativ wenig erforscht worden ist und in Teilbereichen sogar ein deutliches Forschungsdefizit besteht.

Vor diesem Hintergrund führt der KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance der Technischen Universität München die vorliegende Erhebung im Rahmen des Dissertationsvorhabens von Herrn Dipl. Kfm. Thorsten Groth durch. Unterstützt wird das Vorhaben dabei durch den Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (DIRK) und die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA).

Darum brauchen wir Ihre Hilfe: Wir bitten Sie, Ihre Meinung zu verschiedenen Aspekten der derzeitigen Berichterstattung über Analystenempfehlungen und Analystenzitate abzugeben. Hieraus sollen anschließend Implikationen sowie Handlungsempfehlungen abgeleitet werden, wie die Wirtschaftsberichterstattung in diesem Punkt weiter verbessert werden kann.

Alle Ihre Angaben werden **selbstverständlich anonym und streng vertraulich** ausgewertet. Die Untersuchungsergebnisse dienen ausschließlich zu wissenschaftlichen Zwecken. Sofern Sie dies wünschen, erhalten Sie darüber hinaus die Ergebnisse der Erhebung per E-mail zugesandt.

Bitte schicken oder faxen (089/289-25188) Sie uns den nachfolgenden Antwortbogen bis zum **16. April 2004** zurück. Alternativ können Sie den Fragebogen auch Online unter **www.tumfinance.com** bearbeiten. Wir bitten Sie, gerne auch Ihre Mitarbeiter und Kollegen auf den Fragebogen aufmerksam zu machen.

Jede Ihrer Antworten trägt zum Gelingen des Projektes bei. Bitte senden Sie daher auch dann den Fragebogen zurück, wenn nur ein Teil der Fragen beantwortet wurde. Bei Rückfragen stehen wir Ihnen unter der 089-289-25191 natürlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Für Ihre Teilnahme danken wir Ihnen im Voraus ganz herzlich!

Mit freundlichen Grüßen

A. Achleitner

Thorsten Groth

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Dipl. Kfm. Thorsten Groth

Anhang L: Fragebogen „Analystenempfehlungen und -zitate in der Wirtschaftspresse

Unterstützt durch:

D•I•R•K Deutscher Investor Relations Kreis

DVFA

CEFS Center for Entrepreneurial and Financial Studies

TECHNISCHE UNIVERSITÄT MÜNCHEN

Analystenempfehlungen und -zitate in der Wirtschaftspresse

A. Qualität der Berichterstattung zu Analystenempfehlungen / sekundäre Informationsquellen

1.) Wie beurteilen Sie die **Qualität der Berichterstattung** in Tageszeitungen zu Analystenempfehlungen in Bezug auf nachfolgend genannte Merkmale?

Qualität der Berichterstattung	Sehr gering	Gering	Mittel	Gut	Sehr gut
§ Zeitnähe der Veröffentlichung.	☐	☐	☐	☐	☐
§ Umfang und Ausführlichkeit.	☐	☐	☐	☐	☐
§ Korrekte Wiedergabe der Empfehlungen.	☐	☐	☐	☐	☐
§ Darstellung der zugrundeliegenden Annahmen.	☐	☐	☐	☐	☐
§ Ausreichende Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten.	☐	☐	☐	☐	☐

2.) Welche **sekundären** (nicht vom Unternehmen stammenden) **Informationsquellen** verwenden Sie bei der Erstellung Ihrer Investitionsempfehlungen?

Sekundäre Informationsquellen	Mehrfachantworten
§ Branchenstudien des eigenen oder fremder Institute(s).	☐
§ Analystenempfehlungen fremder Institute.	☐
§ Studien:	
§ der Rating-Agenturen.	☐
§ der Marktforschungsinstitute (bspw. GfK, Forrester).	☐
§ der Beratungsunternehmen.	☐
§ Informationsdienste (Reuters, Bloomberg) und Datenbanken (Hoovers Handbook).	☐
§ Informationen der Branchenverbände (bspw. HdE, VdMA).	☐
§ Artikel in branchenspezifischen Zeitschriften (bspw. Lebensmittelzeitung, der Handel).	☐
§ Journalistische Artikel.	☐
§ Börsenbriefe.	☐
§ Sonstiges (bitte ausfüllen):	☐

B. Rolle des Arbeitgebers in Bezug auf den Kontakt mit Wirtschaftsjournalisten

3.) Welche Position nimmt Ihr **Arbeitgeber** im Hinblick auf Interviews mit Wirtschaftsjournalisten ein?

☐ Stark abratend	☐ Abratend	☐ Neutral	☐ Eher fördernd	☐ Stark fördernd

4.) Gibt es besondere **Regelungen Ihrer Bank** in Bezug auf Interviews mit Wirtschaftsjournalisten?

Bankinterne Regelungen	**Ja**	**Nein**	**Weiß nicht**
§ Die Einführung formeller oder informeller Regelungen wird derzeit erwogen.	❑	❑	❑
§ Informelle Regelungen ihres Arbeitgebers existieren bereits.[1]	❑	❑	❑
§ Formelle Regelungen ihres Arbeitgebers existieren bereits.[2]	❑	❑	❑

[1] bspw. mündlich vereinbarte Absprachen bzw. Vorgehensweisen
[2] bspw. schriftlich festgehaltene Vorgehensweisen

Weiter mit Abschnitt C

5.) Welches **Vorgehen** ist in den formellen oder informellen Regelungen zu Interviews mit Wirtschaftsjournalisten festzustellen?

Vorgehen	**Ja**	**Nein**	**Weiß nicht**
§ Eine *Verschärfung* formeller bankinterner Regelungen wird derzeit diskutiert.	❑	❑	❑
§ Interviews mit Wirtschaftsjournalisten sind *grundsätzlich nicht erlaubt*.	❑	❑	❑
§ Interviews mit Wirtschaftsjournalisten sind nur *in Absprache mit dem Vorgesetzten* erlaubt.	❑	❑	❑
§ Interviews mit Wirtschaftsjournalisten sind nur nach Information und nach Erlaubnis des *Compliance-Bereiches* gestattet.	❑	❑	❑
§ Es dürfen in Interviews nur Informationen weitergegeben werden, die dem *Kunden bereits übermittelt* wurden.	❑	❑	❑

C. Ausmaß und Motivation der Zusammenarbeit mit Wirtschaftsjournalisten

6.) In welchem Maße werden Wirtschaftsjournalisten **von Ihnen** proaktiv über jüngste Unternehmensereignisse und Empfehlungen informiert?

❑ Nie	❑ Selten	❑ Gelegentlich	❑ Häufig	❑ Immer

7.) In welchem Maße werden **Sie** durch Wirtschaftsjournalisten proaktiv über interessante Unternehmensereignisse informiert?

❑ Nie	❑ Selten	❑ Gelegentlich	❑ Häufig	❑ Immer

8.) **Wie viele** Interviews haben Sie innerhalb der letzten 12 Monate an Wirtschaftsjournalisten gegeben?

❑ Keine	❑ 1-2	❑ 3-6	❑ 7-10	❑ 11 und mehr

Weiter mit Frage 12

9.) Auf **wessen Initiative** hin sind bisherige Interviews typischerweise geführt worden?

❑ Meine Initiative	❑ Eher meine Initiative	❑ Neutral (Teils/Teils)	❑ Eher Initiative des Journalisten	❑ Initiative des Journalisten

10.) Welche Bedeutung nehmen die nachfolgenden Gründe **für** eine Kooperation mit Wirtschaftsjournalisten ein?

Kooperationsgründe	**Sehr geringe Bedeutung**	**Geringe Bedeutung**	**Mittlere Bedeutung**	**Hohe Bedeutung**	**Sehr hohe Bedeutung**
§ Bekanntheitssteigerung bei institutionellen Anlegern.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Bekanntheitssteigerung bei Unternehmen.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Bekanntheitssteigerung bei Privatinvestoren.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Bekanntheitssteigerung im privaten Umfeld.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Verbesserter Unternehmenszugang (erhofft).	❑	❑	❑	❑	❑
§ Reputationssteigerung.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Kompetitiver Vorteil gegenüber anderen Analysten.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Verbesserte Karriereperspektiven.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Veröffentlichung erzeugt Kurseffekte, die den eigenen Kunden zugute kommen.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Lancieren der eigenen Meinung.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Persönliche Gründe.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Sonstige (bitte ausfüllen):	❑	❑	❑	❑	❑

11.) Werden Sie vor der letztendlichen Veröffentlichung eines Zitates in einem journalistischen Artikel um **Genehmigung** gebeten?

❑ Nie	❑ Selten	❑ Gelegentlich	❑ Häufig	❑ Immer

12.) Welche Bedeutung nehmen die folgenden **Gründe gegen eine Zusammenarbeit** mit Wirtschaftsjournalisten ein?

Gründe gegen eine Zusammenarbeit	Sehr geringe Bedeutung	Geringe Bedeutung	Mittlere Bedeutung	Hohe Bedeutung	Sehr hohe Bedeutung
§ Zu zeitaufwendig.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Kein erkennbarer Nutzen.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Bisher kein Interesse von Seiten eines Wirtschaftsjournalisten.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Strenge bankinterne Regelungen (Compliance).	❑	❑	❑	❑	❑
§ Von Unternehmensseite nicht gern gesehen.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Geringe Kontrolle über die Verwendung von Zitaten.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Inkorrekte oder lückenhafte Darstellung befürchtet.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Reputationsverlust befürchtet	❑	❑	❑	❑	❑
§ Persönliche Gründe.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Sonstige (bitte ausfüllen):	❑	❑	❑	❑	❑

D. Auswahl von Analystenempfehlungen

13.) Wovon hängt Ihrer Meinung nach ab, ob eine Analystenempfehlung besondere **Berücksichtigung in der Wirtschaftspresse** erfährt?

Gründe für die Auswahl	Sehr geringe Bedeutung	Geringe Bedeutung	Mittlere Bedeutung	Hohe Bedeutung	Sehr hohe Bedeutung
§ Hohes öffentliches Interesse am Unternehmen.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Vorliegen besonderer Unternehmensereignisse.[1]	❑	❑	❑	❑	❑
§ Wertentwicklung des Unternehmens.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Allgemeine Kapitalmarktphase (Hausse, Baisse).	❑	❑	❑	❑	❑
§ Dynamik der Branche.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Reputation des veröffentlichenden Analysten.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Reputation der veröffentlichenden (Investment-) Bank.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Beachtung der Analystenempfehlung unter Investoren.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Präferenz der Journalisten	❑	❑	❑	❑	❑
§ Sonstige (bitte ausfüllen):	❑	❑	❑	❑	❑

[1] bspw. Bekanntgabe neuer Quartalszahlen, neue Gewinnschätzungen, Ankündigung von Fusionen, Skandale etc.

E. Verbesserungspotenzial

14.) Worin bestehen Ihres Erachtens die größten **Verbesserungspotenziale** in der Berichterstattung zu Analystenmeinungen und -empfehlungen?

Verbesserungspotenziale	Ganz unwichtig	Fast unwichtig	Teilweise wichtig	Wichtig	Sehr wichtig
§ Zeitnähe der Berichterstattung.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Erläuterungen zum Hintergrund der Empfehlungen.[1]	❑	❑	❑	❑	❑
§ Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten des Analysten.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Vielfalt an zitierten Analystenmeinungen.[2]	❑	❑	❑	❑	❑
§ Nennen der Analysten-Konsensmeinung mit jeder Einzelmeinung.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Trennung Journalisten- und Analystenmeinung.[3]	❑	❑	❑	❑	❑
§ Abschließende Vorlage und Genehmigung eines Zitats durch den Analysten.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Kompetenz und Fachwissen des Journalisten.	❑	❑	❑	❑	❑
§ Sonstige (bitte ausfüllen):	❑	❑	❑	❑	❑

1. bspw. nähere Informationen zur Branchensituation, dem Risiko-/Chancenprofil des Wertes sowie der Annahmen
2. bspw. Berücksichtigung mehrerer (auch gegenteiliger) Analystenmeinungen
3. bspw. um zu vermeiden, Analysten als „Feigenblatt" für die Meinung des Journalisten zu verwenden.

F. Angaben zur Person

15.) Zum Schluss bitten wir Sie noch, ein paar **Angaben zu Ihrer Person** zu machen.

Funktion	❑ Sell-Side-Analyst			❑ Buy-Side-Analyst	
Berufserfahrung	❑ bis 5 Jahre	❑ 6-10 Jahre	❑ 11-15 Jahre	❑ 16-20 Jahre	❑ 21 & höher
Geographischer Schwerpunkt des Arbeitgebers	❑ National/Regional		❑ Europäisch		❑ Global
Gesamtmitarbeiter im Sales-Bereich	❑ 0-15	❑ 16-30	❑ 31-45	❑ 46-60	❑ 61 & höher

Vielen Dank für die Beantwortung unserer Fragen!

Bitte faxen (089-289-25188) oder schicken Sie den Fragebogen im frankierten und adressierten Rückumschlag zurück an:

TU-München
KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance
Analysten-Studie
Arcisstraße 21
D-80333 München

Selbstverständlich werden wir Sie nach Auswertung aller Fragebögen über das Ergebnis unserer Studie informieren. Bitte teilen Sie uns dafür auf dem beigefügten Adresszettel Ihre Anschrift und den von Ihnen vorgesehenen Ansprechpartner mit.

Anhang M: „Screenshots“ des Online-Fragebogens

Abbildung 63: Eingangsseite des Online-Fragebogens unter www.tumfinance.com

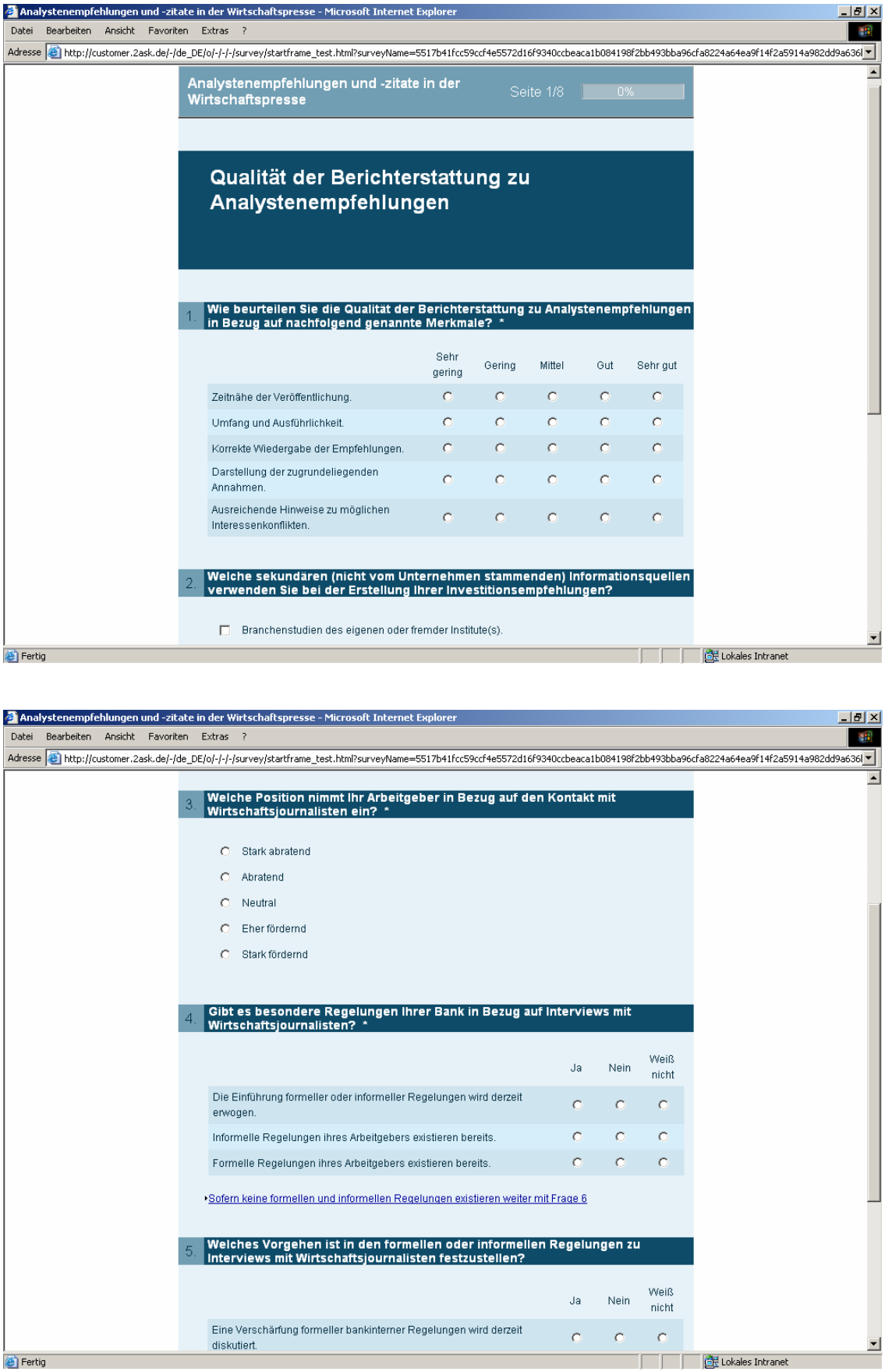


Abbildung 64: Fragen drei bis fünf des Online-Fragebogens

Abbildung 65: Screenshot des Online-Fragebogen mit Hinweis auf eine ausgelassene Frage.

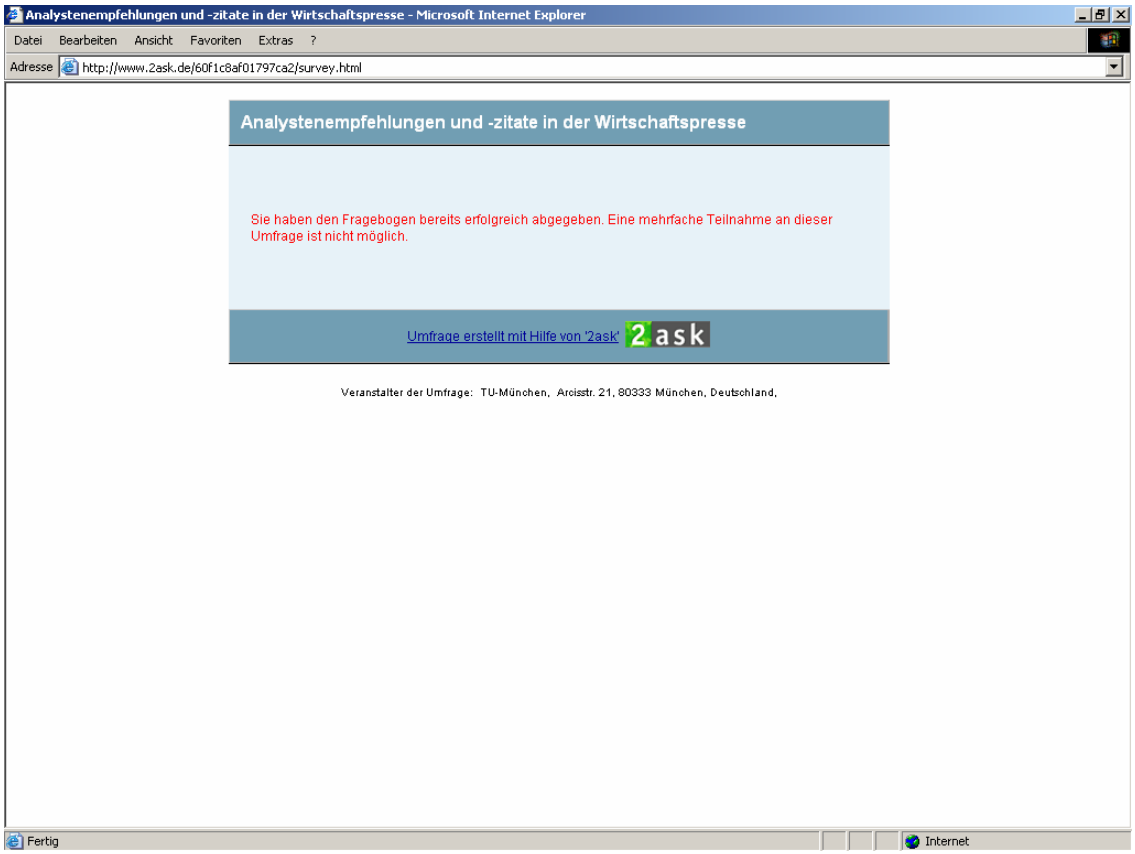


Abbildung 66: Screenshot des Online-Fragebogen mit Hinweis auf einen bereits beantworteten Fragebogen

Literaturverzeichnis

Abarbanell, J.S./Bushee, B.J./Smith Raedy, J. (2003): Institutional Investor Preferences and Price Pressure: The Case of Corporate Spin-Offs, in: The Journal of Business, 76. Jg., Nr. 2/2003, S. 233-261.

Achleitner, A.-K. (2002): Handbuch Investment Banking, 3. Aufl., Wiesbaden 2002.

Achleitner, A.-K./Bassen, A./Pietzsch, L. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen- Kriterien zur effizienten Ansprache von Finanzanalysten, Stuttgart 2001.

Achleitner, A.-K./Bassen, A./Pietzsch, L./Wichels, D. (2002): Effiziente Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten- Gestaltungsempfehlungen für Wachstumsunternehmen, in: Finanz Betrieb, Jg. 4, Nr. 1/2002, S. 29-44.

Achleitner, A.-K./Groth, T./Pietzsch, L. (2004): Bestimmungsfaktoren der Analystenabdeckung, Arbeitspapier, Technische Universität München, 2004

Achleitner, A.-K./Groth, T./Pietzsch, L. (2005): Bestimmungsfaktoren der Analystenabdeckung, in: Finanzbetrieb, 7. Jg., Nr. 5/2005, S. 261-272.

Achleitner, A-K./Nathusius, E. (2004): Venture Valuation - Bewertung von Wachstumsunternehmen, Stuttgart 2004.

Admati, A. R./Pfleiderer, P. (1986): A Monopolistic Market for Information, in: Journal of Economic Theory, 39. Jg., Nr. 2/1986, S. 400-438.

Affleck-Graves, J./Mendenhall, R.R. (1992): The relation between the Value Line enigma and post-earnings-announcement drift, in: Journal of Financial Economicx, 31. Jg., Nr. 1/1992, S. 75-96.

Aitken, M.J./Muthuwamy, J./Wong, K.L. (2000): The Impact of Brokers's Recommendations: Australian Evidence, Arbeitspapier, Sydney 2000.

Albach, H. (1976): Kritische Wachstumsschwellen in der Unternehmensentwicklung, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 46. Jg., Nr. 10/1976, S. 684-696.

Albach, H./Bock, K./Warnke, T. (1985): Kritische Wachstumsschwellen in der Unternehmensentwicklung, Stuttgart 1985.

Albert Jr., R. L./Smaby, T.R. (1996): Market response to analyst recommendations in the Dartboard column: The information and price-pressure effects, in: Review of Financial Economics, 5. Jg., Nr. 1/1996, S. 59-75.

Amir, E./Lev, B./Sougiannis, T. (1999): What Value Analysts?, Arbeitspapier, Tel Aviv/New York/Chicago 1999.

Andersen, T. (1985): Recent Developments in the Theory of Efficient Capital Markets, in: Kredit und Kapital, 8. Jg., Nr. 3/1985, S. 347-371.

Arbeitsgemeinschaft Media-Analyse e.V. (2002): ma 2002 Tageszeitungen, in: <http://www.gujmedia.de/mediaservice/pdf.dt/ma01_2_tageszeitungen.pdf>, Abrufdatum: 05.09.2002.

Arbel, A./Carvell, S./Strebel, P. (1983): Giraffes, Institutions and Neglected Firms, in: Financial Analysts Journal, Jg. 39, Nr. 3/1983; S. 57-64.

Arbel, A./Strebel, P. (1983): Pay Attention to Neglected Firms, in: Journal of Portfolio Management, 9. Jg., Nr. 4/1983, S. 37-42.

Ariff, M./Goh, K.L./Johnson, L.W. (1991): Stockbrokers' Recommendations and Share Picking Expertise in Singapore, in: Finance India, 5. Jg., Nr. 4/1991, S. 487-504.

Armitage, S. (1995): Event Study Methods and Evidence on their Performance, in: Journal of Economic Surveys, 8. Jg., Nr. 4/1995, S. 25-51.

Arnold, J./Moizer, P. (1984): A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares, in: Accounting and Business Research, Nr. 2/1984, S. 195-207.

Assenmacher, W. (2002): Einführung in die Ökonometrie, 6., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2002.

Atchison, M.D. (1986): Non-Representative Trading Frequencies and the Detection of Abnormal Performance, in: Journal of Financial Research, 9. Jg., Nr. 4/1986, S. 343-348.

Atkins, A.B./Sundali, J.A. (1997): Portfolio managers versus the darts: evidence from the Wall Street Journal's Dartboard Column, in: Applied Economics Letters, 10. Jg., Nr. 4/1997, S. 635-637.

Atteslander, P. (1995): Methoden der empirischen Sozialforschung, 8., bearb. Aufl., Berlin/New York 1995.

Ayers, B.C./Freeman, R. N. (2001): Evidence that Price Leads of Earnings Increase with Analyst Following and Institutional Ownership, Arbeitspapier, Athens/Austin 2001.

Backhaus, K./Erichson, B./Plinke, W./Weiber, R. (2000): Multivariate Analysemethoden: eine anwendungsorientierte Einführung, 9., überarbeitete und erweiterte Aufl., Berlin u.a.O. 2000.

Baden, K. (1992): Vergleichende Unternehmensbeurteilungen und Aktienkurse, Diss., Kiel 1992.

Badrinath, S.G./Shakravarty, S. (2000): Are Analyst Recommendations Informative? Evidence on the Behavior of Bid-Ask Spreads, Bid and Ask Depths and Trading Volume Around Public Announcements of Analyst Recommendations, Arbeitspapier, West Lafayette/New Jersey 2000.

Ball, R./Brown, P. (1968): An empirical evaluation of accounting income numbers, in: Journal of Accounting Research, 6. Jg., Nr. 2/1968, S. 159-178.

Ball, R./Kothari, S. P./Watts, R. L. (1990): The economics of the relation between earnings changes and stock returns, Arbeitspapier, Rochester 1990.

Bamberg, G./Baur, F. (2001): Statistik, 11. überarbeitete Aufl., München 2001.

Bank, M. (2001): Finanzintermediation, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Bd. 6: Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, 3. überarbeitete Aufl., Stuttgart 2001, S. 836-848.

Banz, R. (1981): The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks, in: Journal of Financial Economics, 9. Jg., Nr. 1/1981, S. 3-18.

Barber, B./Leharvy, R./Trueman, B. (2000): Are All Brokerage Houses Created Equal? Testing for Systematic Differences in the Performance of Brokerage House Stock Recommendations, Arbeitspapier, Berkeley 2000.

Barber, B./Lehavy, R./McNichols, M./Trueman, B. (2001): Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns, in: The Journal of Finance, 56. Jg., Nr. 2/2001, S. 531-563.

Barber, B.M./Loeffler, D. (1993): The "Dartboard" Column: Second-Hand Information and Price Pressure, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 28. Jg., Nr. 2/1993, S. 273-284.

Barber, B.M./Lyon, J.D. (1997): Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, in: Journal of Financial Economics, 43. Jg., Nr. 3/1997, S. 341-372.

Barth, M. E./Kasznik, R./McNichols, M. F. (2000): Analyst Coverage and Intangible Assets, Arbeitspapier, Stanford University, Palo Alto 2000.

Bassen, A. (2002): Einflussnahme institutioneller Investoren auf Corporate Governance und Unternehmensführung unter besonderer Berücksichtigung börsennotierter Wachstumsunternehmen, Habilitationsschrift, Oestrich-Winkel 2002.

Bauer, I./Spiller, K. (2003): Deutsche Telekom heizt Bond-Fieber an, in:< http://www.ftd.de/bm/ga/1042714406371.html?nv=se>, Abrufdatum: 15.08.2004, Erscheinungsdatum: 17.01.2003, S. 1-2.

Bauman, W. Scott/Datta, S./Iskandar-Datta, M.E. (1995): Investment Analyst Recommendations: A Test of "The Announcement Effect" and "The Valuable Information Effect", in: Journal of Business Finance & Accounting, 22. Jg., Nr. 5/1995, S. 659-670.

Beaver, W. (1981): Market Efficiency, in: Accounting Review, 56. Jg., Nr. 1/1981, S. 23-37.

Behrens, T. (1997): Informationsnutzen im Aktienmarkt, Frankfurt am Main 1997.

Beiker, H. (1993): Überrenditen und Risiken kleiner Aktiengesellschaften: eine theoretische und empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes von 1966 bis 1989, Köln 1993.

Belkaoui, A./Kahl, A./Peyrard, J. (1977): Information needs of financial analysts: An international comparision, in: The International Journal of Accounting, Fall (1977), S. 18-27.

Beltz, J./Jennings, R. (1997): "Wall Street Week with Louis Rukheyser" Recommendations: Trading Activity and Performance, in: Review of Financial Economics, 6. Jg., Nr. 1/1997, S. 15-27.

Beneish, M. (1991): Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendations: in: Journal of Business, 64. Jg., Nr. 3/1991, S. 393-416.

Benesh, G. A./Clark, J.A. (1994): The Value of Indirect Investment Advice: Stock Recommendations in Barron's, in: Journal of Financial and Strategic Decisions, 7. Jg., Nr. 1/1994, S. 35-43.

Berekoven, L./Eckert, W./Ellenrieder, P. (2001): Marktforschung- Methodische Grundlagen und praktische Anwendung, 9. überarbeitete Aufl., Wiesbaden 2001.

Berkowitz, S.A./Finney, L.B./Logue, D.E. (1988): Pension Plans vs. Mutual Funds: Is the Client Victim or Culprit?, in: California Management Review, 30. Jg., Nr. 3/1988, S. 74-91.

Berle, A./Means, G. (1932): The Modern Corporation and Private Property, New York 1932.

Berndsen, H.-P. (1979): Unternehmenspublizität – Eine empirische Untersuchung zur Messung des Publizitätsverhaltens grosser börsennotierter Aktiengesellschaften und der Auswirkung auf die Anlageentscheidungen am Aktienmarkt, Diss., Augsburg 1979.

Bernhard, V.L./Thomas, J.K. (1990): Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings, in: Journal of Accounting and Economics, 13. Jg., Nr. 4/1990, S. 305-340.

Berry, M.A./Gallinger, G. W./Henderson, G.V. (1990): Using Daily Stock Returns in Event Studies and the Choice of Parametric Versus Nonparametric Test Statistics, in: Quarterly Journal of Business and Economics, 29. Jg., Nr. 1/1990, S. 70-86.

Bessler, W./Nohel, T. (1996): The Stock-Market Reaction to Dividend Cuts and Omissions by Commercial Banks, in: Journal of Banking and Finance, 20. Jg., Nr. 4/1996, S. 1485-1508.

Bettscheider, P.R. (2003): Indexveränderungen und ihre Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Unternehmen, Wiesbaden 2003.

Bhana, N. (1990a): An empirical evaluation of the effectiveness of share recommendations by stockbrokers and investment advisory services in South Africa, in: South African Journal of Business Management, 21. Jg., Nr. 3/1990, S. 86-95.

Bhana, N. (1990b): The performance of secondary share recommendations published in the news media and the effects on the efficiency of the Johannesburg Stock Exchange, in: South African Journal of Business Management, 21. Jg., Nr. 4/1990, S. 129-134.

Bhushan, R. (1989): Firm Characteristics and Analyst Following, in: Journal of Accounting and Economics, 11. Jg., Nr. 2/1989, S. 255- 274.

Bidwell, C.M. (1977): How good is institutional brokerage research?, in: The Journal of Portfolio Management, 3. Jg., Nr. 4/1977, S. 26-36.

Bittner, T. (1996): Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, Diss., Köln 1996.

Bitz, M. (1989): Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären, in: WiSt, Heft 10 1989, S. 430-436.

Bjerring, J.H./Lakonishok, J./Vermaelen, T. (1983): Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations, in: The Journal of Finance, 38. Jg., Nr. 1/1983, S. 187-204.

Black, F. (1972): Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing, in: Journal of Business, 45. Jg., Nr. 3/1972, S. 444-455.

Black, F. (1973): Yes, Virginia, There Is Hope: Test of the Value Line Ranking System, in: Financial Analysts Journal, 29. Jg., Nr. 5/1973, S. 10-14.

Blättchen, W./Nespethal, U. (2002): Jahresrückblick Neuemissionen 2001, in: Finanzbetrieb, 4. Jg., Nr. 2/2002, S. 119-124.

Block, S. (1999): A study of financial analysts: Practice and Theory, in: Financial Analyst Journal, 55: Jg., Nr. 4/1999, S. 86-95.

Blohm, B. (2000): Quelle oder Alibi-Zitat – was Journalisten und Analysten voneinander haben, in: Rolke, L./Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation, Frankfurt am Main 2000, S. 107-111.

Bloomfield, R. J. (2002): The "Incomplete Revelation Hypothesis" and Financial Reporting, in: Accounting Horizons, 16. Jg., Nr. 3/2002, S. 233-243

Bodie, Z./Kane, A./Marcus A.J. (1999): Investments, 4. Aufl., New York u.a.O. 1999.

Bodie, Z./Kane, A./Marcus, A.J. (2002): Investments, internationale Aufl., New York u.a.O. 2002.

Bollinger, I. (1999): Die Entwicklung von Börsenkursen im zeitlichen Umfeld von Kapitalerhöhungen, Berlin 1999.

Bolster, P. J./Trahan, E.A. (2000): A Comparison of First and Second-Hand Information On Stock Prices, working paper, Boston 2000.

Bortz, J. (1999): Statistik für Sozialwissenschaftler, 5., vollständig überarbeitete und aktualisierte Aufl., Heidelberg u.a.O. 1999.

Bowman, R.G. (1983): Understanding and Conducting Event Studies, in: Journal of Business Finance and Accounting, 10. Jg., Nr. 4/1983, S. 561-584.

Bradley, M./Desai, Anand/Kim, E. H. (1988): The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? in: Journal of Financial Economics, 11. Jg. Nr. 1/1988, S. 183-206

Brakmann, H. (1991): Aktienemissionen und Kurseffekte- Deutsche Bezugsrechtemissionen für die Jahre 1978 bis 1988, Diss., Hamburg 1991.

Brandi, E. (1977): Informationswirkung der Jahresabschlussveröffentlichung auf Entscheidungen am Aktienmarkt, Diss., Augsburg 1977.

Brealey, R.A./Myers, S.C. (2000): Principles of Corporate Finance, 6. Aufl., Boston/London 2000.

Brealey, R.A./Myers, S.C. (2003): Principles of Corporate Finance, 7. Aufl., Boston/London 2003.

Bremer, M./Sweeney, R.J. (1991): The Reversal of Large Stock-Price Decreases, in: The Journal of Finance, 46. Jg., Nr. 2/1991, S. 747-754.

Brennan, M./Hughes, P. (1991): Stock Prices and the supply of information, in: Journal of Finance, 46. Jg., Nr. 5/1991, S. 1665-1691.

Brennan, M.J./Jegadeesh, N./Swaminathan, B. (1993): Investment Analysis and the Adjustment of Stock Prices to Common Information, in: The Review of Financial Studies, 6. Jg., Nr. 4/1993, S. 799-824.

Brennan, M.J./Subrahmanyam, A. (1995): Investment analysis and price formation in securities markets, in: Journal of Financial Economics, 38. Jg., Nr. 3/1995, S. 361-381.

Brenner, M. (1979): The Effect of Model Misspecification on Tests on the Efficient Market Hypothesis, in: Journal of Finance, 32. Jg., Nr. 1/1979, S. 57-66.

Breton, G./Taffler, R. J. (2001): Accounting information and analyst stock recommendation decisions: A content analysis approach, in: Accounting and Business Research, 31. Jg., Nr. 2/2001, S. 91-101.

Breton, Gaétan/ Taffler, Richard J.: Creative Accounting and Investment Analyst Response, Montréal/ London, 1993

Breuer, W. (1995): Finanzintermediation und Reputationseffekte, in: Kredit und Kapital, 28. Jg., Nr. 4/1995, S. 516-534.

Bricker, R.J./Grant, J./Fogarty, T.J./Previts, G. (2001): Determinants of Analyst following, in: Journal of Corporate Communications, < http://corpcomm.org/jcccontents.htm>, Abrufdatum: 07.07.2001.

Brinson, G.P./Hood, L.R./Beebower, G.L. (1986): Determinants of Portfolio Performance, in: Financial Analysts Journal, 42. Jg., Nr. 4/1986, S. 39-44.

Brodie, S. (2004): Stock ratings may be abandoned – Bank question the value of Buy and Sell tags, in: Financial News, Nr. 398, 14.3.2004, S. 15.

Broughton, J.B./Chance, D.M. (1993): The Value Line Enigma Extended: An Examination of the Performance of Option Recommendations, in: The Journal of Business, 66. Jg., Nr. 4/1993, S. 541-569.

Brown, K. (2003): Kein Blick mehr für Nebenwerte- Auch an der Wall Street werden immer mehr Analysten nach Hause geschickt, in: Handelsblatt, Nr. 104, 2.6.2003, S. 29.

Brown, S.J../Warner, J.B. (1985): Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies, in: Journal of Financial Economics, 14. Jg., Nr. 1/1985, S. 3-31.

Brown, S.J./Warner, J.B. (1980): Measuring Security Price Performance, in: Journal of Financial Economics, 8. Jg,, Nr. 3/1980, S. 205-258.

Cable, J./Holland, K. (1997): Modelling Normal Returns in Event Studies: A Model-Selection Approach and Pilot Study, Arbeitspapier University of Wales 1997.

Carter, R./Manaster, S. (1990): Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, in: The Journal of Finance, 45. Jg., Nr. 4/1990, S. 1045-1068.

Carter, R.B. (1992): Underwriting Reputation and Repetitive Public Offerings, in: Journal of Financial Research, 15. Jg., Nr. 4/1992, S. 341-354.

Carter, R.B./Dark, F.H./Singh, A.K. (1998): Underwriter Reputation, Initial Returns, and Long-Run Performance of IPO Stocks, in: Journal of Finance, 53. Jg., Nr. 1/1998, S. 285-311.

CEFS (2004): Presseerklärung: German Entrepreneurial Index (GEX)-Ein Gemeinschaftsprojekt der Deutschen Börse AG und des CEFS, Frankfurt am Main 2004.

Chamberlain, T.W./Cheung, C.S./Kwan, C.C.Y. (1995): Tests of the value line ranking system: Some international evidence, in: Journal of Business Finance & Accounting, 22. Jg., Nr. 4/1995, S. 575-565.

Chan, L.K./Lakonishok, J. (1995): The Behavior of Stock Prices Around Institutional Trades, in: The Journal of Finance, 50. Jg., Nr. 4/1995, S. 1147-1174.

Chan, S.-Y./Fong, W.-M. (1996): Reactions of the Hong Kong Stock Market to the Publication of Second-Hand Analysts' Recommendation Information, in: Journal of Business Finance & Accounting, 23. Jg., Nr. 8/1996, S. 1121-1139.

Chandra, R./Moriarity, S./Willinger, G.L. (1990): A Reexamination of the Power of Alternative Return-Generating Models and the Effect of Accounting for Cross-Sectional Dependencies in Event Studies, in: Journal of Accounting Research, 28. Jg., Nr. 2/1990, S. 398-408.

Chang, E.C./Lewellen, W.G. (1984): Market timing and mututal fund investment performance, in: Journal of Business, 57. Jg., S. 57-72.

Chang, S./Suk, D.Y. (1998): Stock Prices and the Secondary Dissemination of Information: The Wall Street Journal's "Insider Trading Spotlight" Column, in: The Financial Review, 33. Jg., Nr. 3/1998, S. 115-128.

Chemmanur, T.J./Fulghieri, P. (1994): Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation, in: The Journal of Finance, 49. Jg., Nr. 1/1994, S. 57-83.

Chen, X./Cheng, Q. (2002): Institutional Holdings and Analysts' Stock Recommendations, Arbeitspapier, University of Chicago, Graduate School of Business, Chicago 2002.

Cheney, H.L. (1969): How good are subscription investment advisory services?, in: Financial Executive, 37. Jg., Nr. 11/1969, S. 30-35.

Cheung, C.S. (1990): Performance of Value Line's Recommendations: The Canadian Case, in: Journal of International Financial Management and Accounting, 2. Jg., Nr. 2/1990, S. 171-180.

Chevis, G./Das, S./Sivaramakrishnan, K. (2001): An empirical analysis of Firms that Meet or Exceed Analysts' Earnings Forecasts, Arbeitspapier, Texas A&M University, Tamu 2001.

Choi, J.J. (2000): The Value Line Enigma: The Sum of Known Parts?, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35. Jg., Nr. 3/2000, S. 485-498.

Chung, K.H. (2000): Marketing of Stocks by Brokerage Firms: The Role of Financial Analysts: in: Financial Management, 29. Jg., Nr. 2/ 2000, S. 35-54.

Chung, K.H./Jo, H. (1996): The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31. Jg., Nr. 4/1996, S. 493-512.

Chung, K.H./McInish, T.H./Wood, R.A./Wyhowski, D.J. (1995): Production of information, information asymmetry, and the bid-ask spread: Empirical evidence from analysts' forecasts, in: Journal of Banking & Finance, 19. Jg., Nr. 6/1995, S. 1025-1046.

Clark, J./Khorana, A./Patel, A./Rau, P.R. (2003): Analyst Turnover, Stock Coverage, and Investment Banking Deal Flow, Arbeitspapier, West Lafayette 2003.

Coche, J. (1999): Kapitalmarkteffizienz aus der Perspektive evolutorischer Ökonomik, Diss., Osnabrück 1999.

Coenenberg, A.F./Henes, F. (1995): Der Informationsgehalt der Zwischenberichtspublizität nach § 44b Börsengesetz, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47. Jg., S. 969-995.

Coenenberg, A.G./Schmidt, F./Werhand, M. (1983): Bilanzpolitische Entscheidungen und Entscheidungswirkungen in manager- und eigentümerkontrollierten Unternehmen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Jg. 35, Nr. 4/1983, S. 321-343.

Colker, S.S. (1963): An Analysis of Security Recommendations by Brokerage Houses, in: Quarterly Review of Economics and Business, 3. Jg., Nr. 2/1963, S. 19-28.

Conrad, J./Johnston, K./Wahal, S. (2001): Institutional trading and soft dollars, in: Journal of Finance, 56. Jg., Nr. 1/2001, S. 397-416.

Constantinides, G.M. (1988): The small firm, turn-of-the-year and other anomalies- Comments on stock return seasonality, in: Dimson, E. (Hrsg.): Stock market anomalies, Cambridge 1988, S. 123-128.

Cooper, R. A./Day, T.E./Lewis, C.M. (2001): Following the leader: A Study of Individual Analysts Earnings Forecasts, in: Journal of Financial Economics, 61. Jg., Nr. 3/2001, S. 383-416.

Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (1996): Valuation- Measuring and Managing the Value of Companies, 2nd ed., New York et al. 1996.

Copeland, T.E./Mayers, D. (1982): The Value Line Enigma (1965-1978), in: Journal of Financial Economics, 10. Jg., Nr. 3/1982, S. 289-321.

Copeland, T.E./Weston, J.F. (1992): Financial theory and corporate policy, 3rd ed., Reading 1992.

Cornell, B. (2000): Valuing Intel: a strange tale of analysts and announcements, Arbeitspapier, The Anderson School, UCLA, Los Angeles 2000.

Cornell, B. (2001): Is the Response of Analysts' to Information Consistent with Fundamental Valuation- The Case of Intel, in: Financial Management, 30. Jg., Nr. 1/2001, S. 113-136.

Corrigan, L. (2001): Inside Business Week's "Inside Wall Street", in: <http://www.fool.com/Server/FoolPrint.asp?File=/features/1998/sp981015insidebusiness.pdf >, Abrufdatum: 17.08.2002, S. 1-2.

Cowan, A. R./Sergeant, A.M.A. (1996): Trading Frequency and Event Study Specification, in: Journal of Banking & Finance, 20. Jg., Nr. 10/1996, S. 1731-1757.

Cowles, A. (1933): Can Stock Market Forecasters Forecast?, in: Econometrica, 1. Jg., Nr. 3/1933, S. 206-207.

Cowles, A. (1944): Stock Market Forecasting, in: Econometrica, 12. Jg., Nr. 3/1944.

Cox, D.R./Peterson, D.R. (1994): Stock Returns following Large One-Day Declines: Evidence on Short-Term Reversals and Longer-Term Performance, in: The Journal of Finance, 49. Jg., Nr. 1/1994, S. 255-267.

Ctg (2002): Empfehlungen bewegen die Märkte, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 251, 29. Oktober 2002, S. 27.

DAI (2002): Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), Frankfurt 2002.

Dann, L.Y./Mayers, D./Raab, R.J. (1977): Trading Rules, Large Block Trades and the Speed of Price Adjustment, in: Journal of Financial Economics, 4. Jg., Nr. 1/1977, S. 3-22.

Davies, P.L./Canes, M. (1978): Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information, in: Journal of Business, 51. Jg., Nr. 1/1978, S. 43-56.

Dawson, S. (1982): Is the Hong Kong market efficient?, in: The Journal of Portfolio Management, 8. Jg., Nr. 3/1982, S. 17-20.

Day, J.F.S. (1986): The Use of Annual Reports by UK Investment Analysts, in: Accounting and Business Research, 16. Jg., Nr. 64/1986, S. 295-307.

Defeo, V.J. (1986): An Empirical Investigation of the Speed of the Market Reaction to Earnings Announcements, in: Journal of Accounting Research, 24. Jg., 1986, S. 349-363.

Dempsey, S.J. (1989): Predisclosure Search Incentives, Analyst Following, and Earnings Announcements Price Response, in: Accounting Review, 64. Jg., Nr. 4/1989, S. 748-757.

Dennis, Debra K./McConnell, J. J. (1986): Corporate Mergers and Security Returns, in: Journal of Financial Economics, 16. Jg., 1986, S. 143-187

Desai, H./Jain, P.C. (1995): An Analysis of the Recommendations of the „Superstar" Money Managers at Barron's Annual Roundtable, in: The Journal of Finance, 50. Jg., Nr. 4/1995, S. 1257-1273.

Desai, H./Liang, B./Singh, A.K. (2000): Do All-Stars Shine? Evaluation of Analyst Recommendations, in: Financial Analyst Journal, 56. Jg., Nr. 3/2000, S. 20-29.

Deutsche Bank (2001): Why stick your neck out- Deutsche Asset Management, in: <http.://www.deam-global.com/uk/egg/index.html>, Abrufdatum: 14.07.2001.

Deutsche Bank Research (Hrsg.) (1999): IPhOria – The Millenium Fitness Programme, Frankfurt a.M. 1999.

Deutsche Börse AG (2001a): Neuer Markt- das Segment für junge Wachstumsunternehmen, Frankfurt 2001a.

Deutsche Börse AG (2001b): Zielgruppenprüfungsdokument, Frankfurt 2001b.

Deutsche Börse AG (2001c): Märkte – Neuer Markt: Das Wachstumssegment, in: <http://deutsche-boerse.com/Internet/Exchange/inside/segment_nm.htm>, Abrufdatum: 08.10.2001

Deutsche Börse AG (2001d): Regelwerk Neuer Markt, Frankfurt am Main 2001.

Deutsche Börse AG (2004a): Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt am Main 2004.

Deutsche Börse AG (2004b): Europe's Premier Listing Platform – Standards, Transparenz, Liquidität, Frankfurt am Main 2004.

Deutsche Börse AG (2004c): GEX, in: <http://deutche-boerse.com/dbag/dispatch/-de/kir/bdb_navigation/listing/10_Market_Structure/30_Indices/80_Further_Indices?horizontal=page5>, Abrufdatum: 04.01.2004, S. 1.

Deutsche Börse AG (2004d): Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, Version 5.5, Frankfurt am Main 2004.

Deutsche Börse AG (2004e): GEX - Der neue Mittelstandsindex, Frankfurt am Main 2004.

Deutsche Börse AG (2005): Neuer Markt, in: <http://deutsche-boerse.com/dbag/-dispatch/de/listcontent/gdb_navigation/home/Content_Files/20_overview_pages-/cp_sp_overview_neuer_markt.htm>, Abrufdatum: 13.03.2005, S. 1.

Deutsche Börse AG (Hrsg.) (2001e): Neuer-Markt-Report. Zugang zum Europäischen Kapitalmarkt - Schlüssel für Wachstum, Frankfurt am Main, 2001.

Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) (2000): Jahresbericht, Dreieich 2000.

Diamond, D.W. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies, 51. Jg., Nr. 7/1984, S. 393-414.

Diamond, D.W. (1996): Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example, in: Economic Quarterly, 82. Jg., Nr. 3/1996, S. 51-68.

Diamond, D.W./Dybvig, P.H. (1983): Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, in: Journal of Political Economy, 91. Jg., Nr. 3/1983, S. 401-419.

Diefenbach, R.E. (1972): How Good is Institutional Research, in: Financial Analysts Journal, 28. Jg., Nr. 1/1972, S. 54-60.

Dimson, E. (1979): Risk Measurement when Shares are Subject to Infrequent Trading, in: Journal of Financial Economics, 7. Jg., Nr. 2/1979, S. 197-226.

Dimson, E. (1988): Stock market anomalies, Cambridge 1988.

Dimson, E./Fraletti, P. (1986): Brokers' Recommendations: The Value of a Telephone Tip, in: The Economic Journal, 96. Jg., Nr. 381/1986, S. 139-160.

Dimson, E./Marsh, P. (1983): The Stability of UK Risk Measures and The Problem of Thin Trading, in: The Journal of Finance, 38. Jg., Nr. 3/1983, S. 753-783.

Dimson, E./Marsh, P. (1984): An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns, in: The Journal of Finance, 39. Jg., Nr. 5/1984, S. 1257-1292.

Dimson, E./Marsh, P. (1986): Event Study Methodologies and the Size Effect- The Case of UK Press Recommendations, in: Journal of Financial Economics, 17. Jg., Nr. 1/1986, S. 113-142.

Dimson, E./Marsh, P. (1988): The impact of the small firm effect on event studies, in: Dimson, E. (Hrsg.): Stock market anomalies, Cambridge 1988, S. 215-219.

Dixon, H. (2002): Analysts Should Say No to Companies- Denying Access to Research Before It Is Published Would Stop Their Mischief, in: The Wall Street Journal Europe, Nr. 172, 27.08.2002, S. M10.

Dolley, J.C. (1933): Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups, in: Harvard Business Revue, 11. Jg., Nr. 4/1933, S. 316-326.

Dorfman, D. (1990): The Bottom Line, in: New York Magazine vom 14.01.1999

Döring, C. (2000): Finanzpresse und Finanzanalysten, in: Rolke, L./Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation, Frankfurt am Main 2000, S. 118-127.

Doukas, J.A./Kim, C./Pantzalis, C. (2000): Security Analysis, Agency Costs, and Company Characteristics, in: Financial Analysts Journal, 56. Jg., Nr. 6/2000, S. 54-64.

Doukas, J.A./McKnight, P.J./Pantzalis, C. (2001): Security Analysis, Agency Costs and UK Firm Characteristics, Arbeitspapier, Norfork/Cardiff/Tampa 2001.

Dries, F. (2002): Analysten-Sprache, schwere Sprache, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1.3.2002, S. 25f.

Drill, M. (1995): Investor Relations: Funktion, Instrumentarium und Management der Beziehungspflege zwischen schweizerischen Publikumsaktiengesellschaften und ihren Investoren, Diss., Bern u.a.O. 1995.

DSW (2004): Hauptversammlungstermine, in: <http: //www.dsw-info.de/hauptversammlungstermine.73.0.htm>, Abrufdatum: 10.09.2004, S. 1.

Dugar, A./Nathan, S. (1995): The Effect of Investment Banking Relationships on Financial Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations, in: Contemporary Accounting Research, 12. Jg., Nr. 1/1995, S. 131-160.

Dunaief, D. (2002): New York Attorney General, SEC Chief Will Likely Announce ‚Global Settlement', in: Knight Ridder Tribune Business News, 20.12.2002, S. 1.

Dunbar, C./Hwang, C.-Y./Shastri, K. (1999): Underwriter Analyst Recommendations: Conflict of Interest or Rush to Judgement?, Arbeitspapier, London/Hong Kong/Pittsburgh 1999.

Dürr, M. (1995): Investor Relations- Handbuch für Finanzmarketing und Unternehmenskommunikation, 2nd ed., Wien/ Oldenburg 1995

Düsterlho, J.-E. von (2001): Der Umgang mit den Analysten, in: Deutscher Investor Relations Kreis (Hrsg.): Investor Relations- professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden 2001, S. 73-79.

Dyckman, T.R./Philbrick, D./Stephan, J. (1984): A comparison of event study methodologies using daily stock returns: A simulation approach, in: Journal of Accounting Research, 22. Jg., Supplement 1984, S. 1-33.

Easley, D./O'Hara, M./Paperman, J. (1998): Financial analysts and information-based trade, in: Journal of Financial Markets, 1. Jg., Nr. 2/1998, S. 175-201.

Easterwood, J.C./Nutt, S.R. (1999): Inefficiency in analyst's earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism?, in: Journal of Finance, 54. Jg., Nr. 5/1999, S. 1777-1797.

Eberts, M. (1986): Das Berufsbild des Finanzanalysten in der Bundesrepublik Deutschland, Diss., Darmstadt 1986.

Eckey, H.-F./Kosfeld, R./Dreger, C. (2001): Ökonometrie, 2., überarbeitete und erweiterte Aufl., Wiesbaden 2001.

Eckstein, P.P. (2000): Angewandte Statistik mit SPSS, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Aufl., Wiesbaden 2000.

Eichinger, A. (2001): Desinvestitionen in Deutschland: Eine empirische Untersuchung der Kapitalmarktreaktionen auf Ankündigungen von Sell-Offs, Karlsruhe 2001.

Elfakhani, S./Zaher, T. (1998): Differential information hypothesis, firm neglect and the small firm size effect, in: Journal of Financial and Strategic Decisions, 11. Jg., Nr. 2/1998, S. 29-40.

Elton, E.J./Gruber, M./Das, S./Hklarka, M. (1991): Efficiency with costly information: A reinterpretation of evidence from managed portfolios, nicht veröffentlichtes Manuskript, New York University 1991.

Faitz, C. (2000): Wer sind Analysten, und wie arbeiten sie?, in: Rolke, L./Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation, Frankfurt am Main 2000, S. 171-179.

Faltz, F. (1999): Investor Relations und Shareholder Value- Kommunikation zwischen Unternehmen und Investoren, Wiesbaden 1999.

Fama, E.F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and empirical work, in: The Journal of Finance, 25. Jg., Nr. 2/1970, S. 383-423.

Fama, E.F. (1976): Foundations of Finance- Portfolio Decisions and Security Prices, Chicago 1976.

Fama, E.F. (1991): Efficient Capital Markets II, in: The Journal of Finance, 46. Jg., Nr. 5/1991, S. 1575-1617.

Fama, E.F. (1998): Market Efficiency, long-term returns, and behavioral finance, in: Journal of Financial Economics, 49. Jg., Nr. 3/1998, S. 283-306.

Fama, E.F./Fisher, L./Jensen, M.C./Roll, R. (1969): Adjustment of Stock Prices to New Information, in: International Economic Review, 10. Jg., Nr. 1/1969, S. 1-21.

Fama, E.F./French, K. (1988): Permanent and Temporary Components of Stock Prices, in: Journal of Political Economy, 96. Jg., Nr. 2/1988, S. 246-273.

Fama, E.F./French, K. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance, 47. Jg., Nr. 2/1992, S. 427-466.

Fama, E.F./Jensen, M.C. (1983): Separation of ownership and control, in: Journal of Law & Economics, 26. Jg., Nr. 2/1983, S. 301-326.

Fama, E.F./MacBeth, J.D. (1973): Risk, return, and equilibrium: some empirical tests, in: Journal of Political Economy, Jg. 81, Nr. 3/1973, S. 607-636.

FAZ (2002a): IVW-Auflagenzahlen der F.A.Z., in: <http://www.faz-verlag.de/IN/INtemplates/Verlag/overview.asp?rub={3027BAA4-102E-11D4-B983-009027-BA226C}> Abrufdatum: 16.08.2002.

FAZ (2002b): Mediaservice- Reichweite der Zielgruppe der klugen Köpfe, in: < http://www.faz-verlag.de/IN/INtemplates/Verlag/overview.asp?rub={CD9A8847-687D-11D4-B991-009027-BA226C}> Abrufdatum: 16.08.2002.

FAZ (2002c): Smart Paper, Smart Readers, Smart Advertisers, in: < http://www.faz-verlag.de/IN/INtemplates/Verlag/images/downloads/Smart_%20Paper_%202001_2002.exe}> Abrufdatum: 16.08.2002.

Ferber, R. (1958): Short-Run Effects of Stock Market Services on Stock Prices, in: Journal of Finance, 13. Jg., Nr. 1/1958.

Ferraro, S.R./Stanley, D.J. (2000): Investment value of analysts' recommendations - Evidence from the dartboard contest, in: Managerial Finance, 26. Jg., Nr. 6/2000; S. 36-49.

Ferreira, E./Smith, S.D. (1999): Stock Price reactions to recommendations in the Wall Street Journal "Small Stock Focus" column, in: The Quarterly Review of Economics and Finance, 39. Jg., Nr. 3/1999, S. 379-389.

Ferreira, E.J./Smith, S.D. (2002): "Wall $treet Week with Louis Rukeyser: Information or Entertainment?", Arbeitspapier, o. O., 2002.

Ferris, S.P./Kumar, R./Sarin, A. (1995): The role of corporate groupings in controlling agency conflicts: The case of keiretsu, in: Pacific-Basin Finance Journal, 3. Jg., Nr. 4/1995, S. 319-335.

Fingerle, C. (2003): Wachstumsunternehmen, in: Lück, W. (Hrsg.): Lexikon der Betriebswirtschaft, 6. Aufl., München 2003, S. 725.

Fingerle, C. (2004): Smart Money – Influence of Venture Capitalists on High Potential Companies, Diss., Technische Universität München 2004.

Fitzgerald, M.D. (1975): A Proposed Characterisation of U.K. Brokerage Firms and Their Effects an Market Prices and Returns, in: Elton, Edwin J./Gruber, M. J. (Hrsg.): Studies in Financial Economics, Bd. 1: International Capital Markets, New York 1975, S. 87-113.

Fluck, Zsuzsanna (1999): The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict, in: The Review of Financial Studies, 12. Jg., Nr. 2/1999, S. 379-404

Foster, G. (1980): Accounting Policy Decisions and Capital Market Research, in: Journal of Accounting and Economics, 2. Jg., Nr. 1/1980, S. 29-62.

Francis, J./Soffer, L. (1997): The Relative Informativeness of Analysts' Stock Recommendations and Earnings Forecast Revisions, in: Journal of Accounting Research, 35. Jg., Nr. 2/1997, S. 193-211.

Francis, J./Willis, R.H. (2001): An Alternative Test for Self-Selection in Analysts' Forecasts, Arbeitspapier, Fuqua School of Business, Duke University, Durham 2001.

Frankel, R./Johnson, M./Skinner, D. (1999): An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium, in: Journal of Accounting Research, 37. Jg., Nr. 1/1999, S. 133-151.

Frantzmann, H.J. (1987): Der Montagseffekt am deutschen Aktienmarkt, in: ZfB, Nr. 7/1987, S. 611-635.

Frantzmann, H.J. (1989): Saisonalitäten und Bewertung am deutschen Aktien- und Rentenmarkt, Frankfurt am Main 1989.

Frey, N.E./Labuszewski, J.W. (1981): Newspaper Articles and Their Impact on Commodity Price Formation- Case Study: Copper, in: The Journal of Futures Markets, 1. Jg., Nr. 1/1981, S. 89-91.

Friedrich, S./Gregory, A./Matako, J./Tonks, I. (2000): Stock Price Patterns and Director's Trades around Earnings Announcements on the London Stock Exchange, Arbeitspapier, London School of Economics, London 2000.

Friedrichs, J. (1985): Methoden empirischer Sozialforschung, Opladen 1985.

GAIP (2004): German Association of Investment Professionals Total Members, in: <http://-www.gaip.de/members_index.html>, Abrufdatum: 24.07.2004, S. 1.

Garz, H. (2000): Prognostizierbarkeit von Aktienrenditen- Die Ursachen von Bewertungsanomalien am deutschen Aktienmarkt, Wiesbaden 2000.

Garz, H. (2004): Event Studien & Effizienz des deutschen Aktienmarktes, in: Bank, M./Schiller, B.: Finanzintermediation – Theoretische, wirtschaftspolitische und praktische Aspekte aktueller Entwicklungen im Bank- und Börsenwesen, Stuttgart 2004.

Gebhardt, G./Entrup, U./Heiden, S. (1994): Kursreaktionen auf Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 6. Jg., Nr. 4/1994, S. 308-332.

Gerke, W. (1998): Private Bereicherung in spektakulärer Dimension, in: Handelsblatt vom 29.06.1998, Nr. 121, S. 39.

Gerke, W. (2000): Missbrauch der Medien zur Aktienkursbeeinflussung, in: Rolke, L./Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation, Frankfurt am Main 2000, S. 151-170.

Gerke, W./Fleischer, J. (2003): Kurseffekte bei Veränderungen in der Zusammensetzung des MDAX, in: DBW, Jg. 63, Nr. 6/2003, S. 655-671.

Gerke, W./Oerke, M. (1998): Marktbeeinflussung durch Analystenempfehlungen- Eine empirische Studie, in: ZfB, 68. Jg., Nr. 2/1998, S. 187-200.

Ghosh, A.K. (1992): Market Model Corrected for Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity and the Small Firm Effect, in: The Journal of Financial Research, 15. Jg., Nr. 3/1992, S. 277-283.

Givoly, D./Lakonishok, J. (1984): The Quality of Analysts' Forecasts of Earnings, in: Financial Analysts Journal, 40. Jg., Nr. 5/1984, S. 40-48.

Glascock, J. L./Henderson, G.V. Jr./Martin, L.J. (1986): When E. F. Hutton Talks…., in: Financial Analysts Journal, 42. Jg., Nr. 3/1986.

Gode, D./Mohanran, P. (2001): What Affects the Implied Cost of Equity Capital?, Arbeitspapier, New York 2001.

Göppl, H./Schütz, H. (2002): Die Konzeption eines Deutschen Aktienindex für Forschungszwecke (DAFOX) – Diskussionspapier Nr. 162, in: <http://finance.wiwi.uni-karlsruhe.de/forschung/dafox/dafox.pdf>, Abrufdatum: 14.06.2002, S. 1-20.

Graham, J.R. (1999): Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence, in: The Journal of Finance, 59. Jg., Nr. 1/1999, S. 237-268.

Grandjean, B. (1992): Unternehmenszusammenschlüsse und die Verteilung der abnormalen Aktienrenditen zwischen den Aktionären der übernehmenden und übernommenen Gesellschaften- Eine empirische Untersuchung, Diss., Frankfurt am Main 1992.

Granger, C.W.J. (1968): Some Aspects of the Random Walk Model of Stock Market Prices, in: International Economic Review, 9. Jg., Nr. 2/1968, S. 253-260.

Granger, C.W.J../Morgenstern, O. (1970): Predictablilty of Stock Market Prices, Lexington 1970.

Greco, M. (1998): How the Sell Side Never "Sells", in: Investor Relations Business, New York, 20.07.1998, S. 1

Green, E.J./Lin, P. (2000): Diamond and Dybvig's Classic Theory of Financial Intermediation: What's Missing?, in: Quarterly Review, Nr. 1/2000, S. 3-13.

Green, E.J./Lin, P. (2000): Diamond and Dybvig's Classic Theory of Financial Intermediation: What's Missing?, in: Quarterly Review, Nr. 1/2000, S. 3-13.

Greene, J./Smart, S. (1999): Liquidity Provision and Noise Trading: Evidence from the "Investment Dartboard" Column, in: The Journal of Finance, 54. Jg., Nr. 5/1999, S. 1885-1899.

Gregory, N.A./Hanna, M. (1983): Testing an Aggressive Investment Strategy Using Value Line Ranks: A Comment/Comment Reply, in: Journal of Finance, 38. Jg., Nr. 1/1983, S. 257-270.

Griffin, P.A./Jones, J.J./Zmijewski, M.E. (1995): How Useful are Wall Street Week Stock Recommendations?, in: The Journal of Financial Statement Analysis, 1. Jg., Nr. 3/1995, S. 33-52.

Grossmann, S.J./Stiglitz, J.E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: American Economic Review, 70. Jg., Nr. 3/1980, S. 393-408.

Grossmann, S.J: (1976): On the Efficiency of Competition Stock Markets where Traders have Diverse Information, in: Journal of Finance, 31. Jg., o.Nr./1976, S. 573-585.

Groth, J.C./Lewellen, W.G./Schlarbaum, G. G./Lease, R.C. (1979): An Analysis of Brokerage House Securities Recommendations, in: Financial Analysts Journals, o.Jg., Nr. 1/1979, S. 32-39.

Groth, T. (2003a): Principal-Agent-Problem, in: Lück, W. (Hrsg.): Lexikon der Betriebswirtschaft, 6. Aufl., München 2003, S. 538.

Groth, T. (2003b): Investment Banking, in: Lück, W. (Hrsg.): Lexikon der Betriebswirtschaft, 6. Aufl., München 2003, S. 342-343.

Gruber, J. (1997): Ökonometrie, Band 1: Einführung in die multiple Regression und Ökonometrie, München 1997.

Gruber, M./Harhoff, D./Tausend, C. (2004): Finanzielle Entwicklung junger Wachstumsunternehmen, Arbeitspapier, München 2004.

Gujarati, D.N. (2003): Basic Econometrics, 4. internationale Aufl., New York u.a.O. 2003.

Han, K.C./Suk, D.Y. (1996): Stock Prices and the Barron's 'Research Reports' Column, in: Journal of Financial and Strategic Decisions, 9. Jg., Nr. 3/1996, S. 27-32.

Harrell, F.E. (2001): Regression Modeling Strategies, With Application to Linear Models, Logistic Regression, and Survival Analysis, New York u.a.O. 2001.

Harris, L./Gurel, E. (1986): Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures, in: The Journal of Finance, 41. Jg., Nr. 4/1986, S. 815-829.

Hartmann, G.K. (2002): Wissenschaftliche Daten im Spannungsfeld zwischen notwendiger qualifizierender Führung, unerwünschtem technischen Vergessen und betrügerischer Manipulation, in: <http://www.science-softcon.de/gkhartmann/714-de-dskan-93-40120-w.pdf >, Abrufdatum: 10.12.2002, S. 1-15.

Hartung, J. (1991): Statistik - Lehr- und Handbuch der angewandten Statistik. München u.a.O. 1991.

Hartung, J./Elpelt, B. (1995): Multivariate Statistik – Lehr und Handbuch der angewandten Statistik, mit zahlreichen vollständig durchgerechneten Beispielen, 5. durchges. Aufl., München 1995.

Hauser, S.E. (2003): Informationsverarbeitung am Neuen Markt : eine empirische Analyse der Determinanten von Kursreaktionen auf Ad-hoc-Meldungen, Wiesbaden 2003.

Hax, G. (1998): Informationsintermediation durch Finanzanalysten, Diss., Frankfurt a.M. u.a.O. 1998.

Hayek, F. (1945): The Use of Knowledge in Society, in: American Economic Review, 35. Jg., Nr. 4/1945, S. 519-530.

Hedge, S.P:/Mangiero, S.M. (2001): Institutional Ownership, Analyst Following, and Market Liquidity, in: Advances in Investment Analysis and Portfolio Management, 8. Jg., Nr. 1/2001, S. 67-94.

Hellwig, M. (1982): Zur Informationseffizienz des Kapitalmarktes, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Nr. 1/1982, S. 1-27.

Hendricksson, R.D. (1984): Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation, in: Journal of Business, 57. Jg., Nr. 1/1984, S. 73-96.

Henke, M. (2003): Strategische Kooperationen im Mittelstand: Potentiale des Coopetition-Konzeptes für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU), Diss. München 2003.

Hess, A.C./Frost, P.A. (1982): Tests for Price Effects of New Issues of Seasoned Securities, in: Journal of Finance, 36. Jg., Nr. 3/1982, S. 11-25.

Hess, D.W. (1990): Wall Street Week Recommendations: A New Look, in: Journal of the Midwest Finance Association, 18. Jg., S. 81-86.

Hessel, C.A./Norman, M. (1992): Financial Characteristics of Neglected and Institutionally Held Stocks, in: Journal of Accounting, Auditing & Finance, 7. Jg., Nr. 3/1992, S. 313-334.

Hetzer, J./Seeger, C. (2000): Falsches Spiel. Börsengerüchte. Die Gefahr manipulierter Märkte, in: Manager Magazin, 30. Jg., Nr. 6/2000.

Hetzler, J./Palan, D./Seeger, C. (2001): Perfekte Marionetten der Banken, in: Manager Magazin, Nr. 7/2001, S. 149-157.

Hippe, W. (1993): Die Anforderungen steigen, in: Klein, Gerrit/Pleithner, Regina (Hrsg.): Qualität und Kompetenz – Aus- und Weiterbildung für Journalisten an Zeitschriften, München 1993.

Hirschey, M./Richardson, V.J./Scholz, S. (2000): Stock Price Effects of Internet Buy-Sell Recommendations: The Motley Fool Case, in: The Financial Review, 35. Jg., Nr. 2/2000, S. 147-174.

Hirshleifer, D./Teoh, S.H. (2002): Limited attention, information disclosure and financial reporting, Arbeitspapier, Ohio State University 2002.

Hirst, D.E./Koonce, L./Simko, P.J. (1995): Investor Reactions to Financial Analysts' Research Reports, in: Journal of Accounting Research, 33. Jg., Nr. 3/1995, S. 335-351.

Ho, M./Harris, R.S. (2000): Brokerage Analysts' Rationale For Investment Recommendations: Market Responses to Different Types of Information, in: The Journal of Financial Research, 23. Jg., Nr. 4/2000, S. 449-468.

Ho, M.J. (1995): The Market Reaction to Security Analyst Recommendations, Diss., Ann Arbor 1995.

Holloway, C. (1981): A Note on Testing an Aggressive Investment Strategy Using Value Line Ranks, in: The Journal of Finance, 36. Jg., Nr. 3/1981, , S. 711-719.

Holzapfel, F. (2003): Gewinnschwellen- Bezugspunkte beim Ausweis von Gewinnen am deutschen Aktienmarkt, Diss., Halle-Wittenberg 2003.

Hong, H./Kubik, J.D. (2000): Measuring the Career Concerns of Security Analysts: Job Separation, Stock Coverage Assignments and Brokerage House Status, Arbeitspapier, Stanford Business School, Stanford 2000.

Hong, H./Kubik, J.D./Solomon, A. (2000): Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts, in: RAND Journal of Economics, 31.Jg., Nr. 2/2000, S. 121-144.

Hong, H./Kubik, J.D./Solomon, A. (2000): Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts, in: RAND Journal of Economics, 31. Jg., Nr. 1/2000, S. 121-144.

Hooke, J.C. (1999): Security Analysis on Wall Street- A comprehensive guide to today's valuation methods, New York 1999.

Horx, M./Wippermann, P. (1996): Was ist Trendforschung? Düsseldorf 1996.

Hovland, C.I./Janis, I.L./Kelley, H.H. (1963): Communication and Persuasion- Psychological Studies of opinion change, New Haven/London 1963.

Howieson, Bryan: A Security Analyst's Action Recommendations: An Application of Recursive Partitioning to Modelling Judgement, in: Australian Journal of Management, 16. Jg., Nr. 2/1991, S. 165-185

Huberman, G./Kandel, S. (1987): Value Line Rank and Firm Size, in: Journal of Business, 60. Jg., Nr. 4/1987, S. 577-589.

Hulbert, M. (1990): Proof of pudding, in: Forbes, December 10, S. 316.

Huth, W.L./Maris, B.A. (1992): Large and Small Firm Stock Price Response to "Heard on the Street" Recommendations, in: Journal of Accounting, Auditing and Finance, 7. Jg., Nr. 1/1992.

Institut für Demoskopie Allensbach (1999): AWA 1999 – Allensbacher Werbeträger Analyse, Allensbach am Bodensee 1999

Institut für Demoskopie Allensbach (2000): Trotz Internet: Zeitungen und Zeitschriften gehören weiter zu den wichtigsten Informationsquellen, in: Allensbacher Berichte, o. Jg., Nr. 16/2002c, S. 1-3.

Institut für Demoskopie Allensbach (2001): AWA 2001 – Allensbacher Werbeträger Analyse, Allensbach am Bodensee 2001

Institut für Demoskopie Allensbach (2002): AWA 2002 – Allensbacher Werbeträger Analyse, Allensbach am Bodensee 2002

Ippolito, R.A. (1989): Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance, 1965-84, in: Quarterly Journal of Economics, 104. Jg., S. 1-23.

Irvine, P.J. (1996): Do Analysts' Reports Generate Trade for their Firms?- Evidence from the Toronto Stock Exchange (Ontario), Diss. Rochester 1996.

Irvine, P.J. (2000): The Incremental Impact of Analyst Initiation of Coverage, Arbeitspapier, Atlanta 2000.

Irvine, P.J. (2001a): Do Analysts genereate Trade For Their Firms?, in: Canadian Investment Review, 14. Jg., Nr. 3/2001, S. 10-16.

Irvine, P.J. (2001b): Do Analysts generate Trade For Their Firms? Evidence from the Toronto stock exchange, in: Journal of Accounting & Economics, Jg. 30, Nr. 2/2001, S. 209-226.

Irvine, P.J. (2004): Analysts' Forecasts and Brokerage-Firm Trading, in: The Accounting Review, Jg. 79, Nr. 1/2004, S. 125-149.

Jaffe, J.F. (1974): Special information and insider trading, in: Journal of Business, 47. Jg., S. 410-428

Janßen, B./Rudolph, B. (1992): Der Deutsche Aktienindex DAX- Konstruktion und Anwendungsmöglichkeiten, Frankfurt am Main 1992.

Janssen, J./Laatz, W. (2003): Statistische Daten mit SPSS für Windows, 4. neubearb. und erw. Aufl. Berlin u.a.O. 2003.

Janssen, M. (2001): Die Bedeutung von persönlichen Kontakten zu Analysten und Investoren für eine erfolgreiche Investor-Relations-Arbeit, in: Achleitner, A.-K./Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt, Stuttgart 2001, S. 565-575.

Jegadeesh, N./Kim, J./Krische, S.D./Lee, C.M.C. (2002): Analyzing the analysts: When do recommendations add value?, <http://papers.ssrn.com/sol3/-delivery.cfm/SSRN_ID291241_code011119500.pdf?abstractid=291241>, Abrufdatum: 09.09.2002.

Jegadeesh, N./Titman, S. (1993): Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, in: Journal of Finance, 48. Jg., Nr. 1/1993, S. 65-91.

Jensen, M. (1969): Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios, in: Journal of Business, 42. Jg., Nr. 2/1969, S. 167-247.

Jensen, M. (1978): Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, in: Journal of Financial Economics, 6. Jg., Nr. 3/1978, S. 95-101.

Jensen, M./Ruback; R.S. (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, in: The Journal of Financial Economics, 11. Jg., Nr. 1/1983, S. 5-50

Jensen, M.C. (1968): The Performance of Mutual Funds in the Period of 1945-1964, in: Journal of Finance, Bd. 48, Nr. 4/1968, S. 389-416.

Jensen, M.C./ Meckling, W.H. (1976): Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, 3. Jg., Nr. 4./1976, S. 305-360.

Jensen, M.C./Benington, G.A. (1970): Random Walks and Technical Theories: Some Additional Evidence, in: The Journal of Finance, 25. Jg., Nr. 2/1970, S. 469-482.

Jevons Lee, C. (1986): Information Content of Financial Columns, in: Journal of Economics and Business, 38. Jg., Nr. 1/1986, S. 27-39.

Juergens, J.J. (2002): Do Stock Markets Process Analysts' Stock Recommendations?, in: <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/99061312.pdf?abstractid=167690>, Abrufdatum: 09.09.2002, S. 1-52.

Jungjohann, K./Bernhardt, U. (1980): Anteil der Sekundärinformation an der Vermittlung des Zugangs zur Primärinformation, Karlsruhe 1980.

Kalt, G. (1990): Wirtschaft in den Medien: Defizite, Chancen und Grenzen; eine kritische Bestandsaufnahme, Frankfurt am Main 1990.

Kamarotou, H./O'Hanlon, J. (1989): Informational Efficiency in the UK, US, Canadian and Japanese Equity Markets, in: Journal of Business Finance & Accounting, 16. Jg., Nr. 2/1989, S. 183-192.

Kames, C. (2000): Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten als Ausgangspunkt eines Value Based Measurement, Frankfurt am Main u.a.O. 2000.

Kaplan, R.S./Weil, R.L. (1973): Risk and The Value Line Contest, in: Financial Analysts Journal, 29. Jg., Nr. 4/1973, S. 56-61.

Karpoff, J.M. (1986): A Theory of Trading Volume: in: The Journal of Finance, 41. Jg., Nr. 5/1986, S. 1069-1088.

Kaserer, C./Nowak, E. (2001): Die Anwendung von Ereignisstudien bei Ad-hoc-Mitteilungen, in: ZfB, 71. Jg., Nr. 11/2001, S. 1353-1356.

Kaufmann, G.G. (1994): Bank Contagion Effects: A Review of Theory and Evidence, in: Journal of Financial Services Research, 9. Jg., Nr. 1//1994, S. 123-150.

Keane, S.M. (1983): Stock Market Efficiency- Theory, Evidence, Implications, Oxford 1983.

Keim, D.B. (1983): Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence, in: Journal of Financial Economics, 12. Jg., Nr. 6/1983, o.S.

Keller, E. (1992): Entscheidungswirkungen von Bankbilanzen am Aktienmarkt: Eine empirische Untersuchung, Heidelberg 1992.

Kelly, K. (2003): NYSE Seeks to Limit Analysts On Contacts With Print Media, in: The Wall Street Journal Europe, Nr. 9, 9.01.2003, S. M5.

Keown, A.J./Pinkerton, J.M. (1981): Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation, in: Journal of Finance, 36. Jg., Nr. 4/1981, S. 855-869.

Kim, O./Verrecchia, R.E. (1991): Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements, in: Journal of Accounting Research, 29. Jg., Nr. 2/1991, S. 302-321.

Kim, S.T./Lin, J.-C./Slovin, M.B. (1997): Market Structure, Informed Trading, and Analysts' Recommendations, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 32. Jg., Nr. 4/1997, S. 507-524.

Kirchhoff, S./Kuhnt, S./Lipp, P./Schlawin, S. (2003): Fragebogen - Datenbasis. Konstruktion. Auswertung, 3. überarbeitete Aufl., Opladen 2003.

Kiymaz, H. (2002): The stock market rumours and stock prices: a test of price pressure and size effect in an emerging market, in: Applied Financial Economics, 12. Jg., o.Nr./2002, S. 469-472.

Kladroba, A./Lippe, P. von der (2001): Die Qualität von Aktienempfehlungen in Publikumszeitschriften- Diskussionsbeiträge aus dem Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Essen Nr. 117, Essen 2001.

Klein, A./Rosenfeld, J. (1987): The Influence of Market Conditions on Event-Study Residuals, in Journal of Financial & Quantitative Analysis, 22. Jg., Nr. 3/1987, S. 345-351.

Klein, G./Pleithner, R. (1993): Nur Wissen schafft Kompetenz, in: Klein, G./Pleithner, R. (Hrsg.): Qualität und Kompetenz – Aus- und Weiterbildung für Journalisten an Zeitschriften, München 1993.

Klein, S. (1999): Aktien-Analysemethoden versus Effizienzmarkttheorie- Eine empirische Untersuchung am deutschen Aktienmarkt von 1975 bis 1997 unter Berücksichtigung der Volatilität des Terminmarktes, Diss., Köln 1999.

Koretz, G. (1998): Two Analysts Are Better Than One- How More Coverage Moves Stocks, in: Business Week, o. Jg., Nr. 3598/1998, S. 30.

Kotler, P./Bliemel, F. (1995): Marketing Management- Analyse, Planung, Umsetzung und Steuerung, 8., vollständig neu bearbeitete und erweiterte Aufl., Stuttgart 1995.

Kraus, A./Stoll, H.R. (1972): Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange, in: Journal of Finance, 27. Jg., Nr. 6/1972, S. 569-588.

Krische, S.D./Lee, Ch. M.C. (2000): The information content of analyst stock recommendations, Arbeitspapier, Ithaca 2000.

Krishnan, R./Booker, D. (2002): Investors' Use of Analysts' Recommendations, in: Behavioral Research in Accounting, 14. Jg., Nr. 1/2002, S. 129-156.

Kromrey, H. (1994): Empirische Sozialforschung- Modelle und Methoden der Datenerhebung und Datenauswertung, 6. revidierte Aufl., Opladen 1994.

Kromrey, H. (2000): Empirische Sozialforschung- Modelle und Methoden der standardisierten Datenerhebung und Datenauswertung, 6. revidierte Aufl., Opladen 2000.

Kuperman, J.C./Athavale, M./Eisner, A. (2003): Financial Analysts in the Media: Evolving Roles and Recent Trends, in: American Business Review, 21. Jg., Nr. 2/2003, S. 74-75.

Küting, K. (1980): Unternehmerische Wachstumspolitik- Eine Analyse unternehmerischer Wachstumsentscheidungen und die Wachstumsstrategien deutscher Unternehmungen, Darmstadt 1980.

Küting, K. (2000): Möglichkeiten und Grenzen der Bilanzanalyse am neuen Markt (Teil I), in: Finanzbetrieb, 2. Jg., Nr. 11/2000, S. 597-605.

Kyle, A.S. (1985): Continuous Auctions and Insider Trading, in: Econometrica, 53. Jg., S. 1315-1335

Lacey, N.J./Phillips-Patrick, F.J. (1992): Source of the Value Line Enigma, in: Applied Financial Economics, 2. Jg., Nr. 3/1992, S. 173-185.

Lakonishok, J. (1988): The size effekt and event studies: a discussion, in: Dimson, E. (Hrsg.): Stock market anomalies, Cambridge 1988, S. 215-219.

Lang, M.H./Lundholm, R.J. (1996): Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior, in: The Accounting Review, 71. Jg., Nr. 4/1996, S. 467-492.

Lee, C.J. (1986): Information Content of Financial Columns, in: Journal of Economics and Business, 38. Jg., Nr. 1/1986, S. 27-39.

Lee, C/Ready, M./Seguin, P. (1994): Volume, Volatility, and New York Stock Exchange Trading Halts, in: Journal of Finance, 49. Jg., Nr. 2/1994, S. 183-214.

Leland, H.E./Pyle, D.H. (1977): Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, in: Journal of Finance, 32. Jg., Nr. 2/1977, S. 371-387.

Lerbinger, P. (1984): Leistungsfähigkeit deutscher Aktieninvestmentfonds – Eine empirische Untersuchung zur Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 36. Jg., 1984, S. 60-73.

Leseranalyse Entscheidungsträger e.V. (2001): LAE 2001 Insights, Frankfurt 2001.

Leven, F.-J. (2002): Investor-Relations-Portale im Internet und ihre Bedeutung für kleine und mittlere Aktiengesellschaften, Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI e.V.), Frankfurt a.M. 2002.

Liang, B. (1996): The "Dartboard" Column: The Pros, the Darts, and the Market, Arbeitspapier, Cleveland 1996.

Liang, B. (1999): Price Pressure: Evidence from the "Dartboard" Column, in: Journal of Business, 72. Jg., Nr. 1/1999, S. 119-134.

Liden, E.R. (2003): Price Pressure or Information Content in Swedish Stock Recommendations- working paper, Gothenburg 2003.

Liener, G. (1993): Investor Relations in einem globalen Kapitalmarkt, in: Fritsch/Liener/Schmidt (Hrsg): Die deutsche Aktie- Unternehmensfinanzierung und Vermögenspolitik vor neuen Herausgebungen, Bd. 1, Stuttgart 1993, S. 325- 339.

Lin, H./McNichols, M.F. (1998): Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations, in: Journal of Accounting and Economics, 25. Jg., Nr. 1/1998, S. 101-127.

Lindner, H. (1998): Das Management der Investor Relations im Börseneinführungsprozeß: Schweiz, Deutschland und USA im Vergleich, Diss. Zürich 1999.

Lintner, J. (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: Review of Economics and Statistics, Bd. 47, Nr. 2/1965, S. 13-37.

Liu, P./Smith, S.D./Syed, A.A. (1992): The Impact of Insider Trading Scandal on the Information Content of the Wall Street Journal's "Heard on the Street" Column, in: The Journal of Financial Research, 15. Jg., Nr. 2/1992, S. 181-188.

Liu, P./Smith, S.D./Syed, Azmad A. (1990): Stock Price Reactions to The Wall Street Journal's Securities Recommendations, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 25. Jg., Nr. 3/1990, S. 399-410.

Liu, Q./Qi, R. (2001): Information Production, Analyst Following and Diversification Discount: A Market Microstructure Approach, Arbeitspapier, Hong Kong/New York 2001.

Lo, A.W./MacKinlay, A.C. (1988): Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test, in: The Review of Financial Studies, 1. Jg., Nr. 1/1988, S. 41-66.

Lobo, G.J./Mahmoud, A.A. (1989): Relationship Between Differential Amounts of Prior Information and Security Return Variability, in: Journal of Accounting Research, 27. Jg., Nr. 1/1989, S. 116-134.

Lockhart, A./Gerdau, R./Hamann, G./Martin, C. (2001): Rückkehr zu etablierten Methoden der Unternehmensbewertung?, in: Deutsche Börse AG (Hrsg.): Neuer-Markt-Report, Zugang zum Europäischen Kapitalmarkt – Schlüssel zum Wachstum, Frankfurt am Main, 2001.

Löffler, G. (1997): Der Beitrag von Finanzanalysten zur Informationsverarbeitung: eine empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt, Diss., Wiesbaden 1997.

Loh, C./Perumpral, S./Keown, A.J. (1990): The Impact of the "Inside Wall Street" Publications on Stock Returns and Trading Volume, in: American Business Review, 8. Jg., Nr. 2/1990, S. 41-49.

Loistl, O. (1990): Zur neueren Entwicklung der Finanzierungstheorie, in: Die Betriebswirtschaft, 50. Jg., Nr. 1/1990, S. 47-84.

Loistl, O. (1993): Zur Regulierung der Kapitalmarktkommunikation, in: Loistl, Otto (Hrsg.): Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und der Investment Community, Beiträge zur Wertpapieranalyse Nr. 29, Frankfurt am Main 1993, S. 122-131.

Loistl, O./Hafner, B. (2002): Wording der Analystenempfehlungen ist an der Tätigkeit ihrer Adressaten zu bewerten, in: Die Bank, 9. Jg., o.Nr./2002, S. 640-646.

Ludz, H. (1993): Meine Wünsche an den Nachwuchs, in: Klein, G./Pleithner, R. (Hrsg.): Qualität und Kompetenz – Aus- und Weiterbildung für Journalisten an Zeitschriften, München 1993.

Lyon, J.D./Barber, B.M./Tsai, C.-L. (1999): Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns, in: The Journal of Finance, 54. Jg., Nr. 1/1999.

MacKinlay, C.A. (1997): Event Studies in Economics and Finance, in: Journal of Economic Literature, 35. Jg., Nr. 1/1997, S. 13-39.

Malkiel, B.G. (1995): Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971- 1991, in: The Journal of Finance, 50 Jg., Nr. 2/1995, S. 549-572.

Mandelker, G. (2001): Efficiency of Capital Markets: Lecture Notes, Pittsburgh, 2001.

Manstead, A.S.R./Semin, G.R. (1996): Methoden der Sozialpsychologie: Ideen auf dem Prüfstand, in: Stroebe, W./Hewstone, M./Stepfenson, G.M. (hrsg.): Sozialpsychologie-eine Einführung, 3. erw. und überarb. Aufl., Berlin u.a.O. 1996, S. 79-111.

Marcus, R.D./Swindler, S./Zivney, T.L. (1987): An Explanation of Why Shareholders´ Losses Are So Large After Drug Recalls, in: Managerial & Decision Economics, 8. Jg., 1987, S. 295-300.

Markowitz, H.M. (1952): Portfolio Selection, in: Journal of Finance, 7. Jg., o.Nr./1952, S. 77-91.

Markowitz, H.M. (1959): Portfolio Selection, efficient Diversification of Investments, New York 1959.

Mathur, I./Waheed, A. (1995): Stock Price Reactions to Securities Recommended in Business Week's "Inside Wall Street", in: The Financial Review, 30. Jg., Nr. 3/1995, S. 583-604.

Maul, K.H. (2001): Bewertung immaterieller Vermögenswerte im Rahmen von IR, in: Kirchhoff, K.R./Piwinger, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations, 2. überarb., wesentl. erweiterte Aufl., Neuwied/Kriftel 2001, S. 127-133.

May, A. (1991): Zum Stand der empirischen Forschung über Informationsverarbeitung an Aktienmärkten – Ein Überblick, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 43. Jg., Nr. 4/1991, S. 313-335.

May, A. (1993): Pressemeldungen und Aktienindizes, Diss. Kiel 1993.

May, A./Schweder-Weber, S. (1990): Informationsverarbeitung am Aktienmarkt- Kritischer Überblick über den Stand der Forschung, Working paper, Nr. 251, Universität Kiel 1990.

McInish, T.H./Wood, R.A. (1992): An Analysis of Intraday Patterns in Bid / Ask Spread for NYSE Stocks, in: Journal of Finance, 47. Jg., Nr. 2/1992, S. 753-764.

McKay, P.A. (2003): Standing Out by Shouting 'Sell', in: The Wall Street Journal Europe, 16.5.2003, S. R1.

McNichols, M. (1990): Discussion of analyst following and institutional ownership, in: Journal of Accounting Research, 28. Jg., Nr. 3/1990, S. 77-82.

McNichols, M./O'Brien, P. (1997): Self-selection and analyst coverage, in: Journal of Accounting Research, Jg. 35, 1997, S. 167-199.

McWilliams, A./Siegel, D. (1997): Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues, in: Academy of Management Journal, 40. Jg., Nr. 3/1997, S. 626-657.

Medien Tenor (2003a): Es geht nicht um den Schwarzen Peter- Medien Tenor-Sommer-Umfrage unter Wirtschaftsjournalisten: Thema: Unternehmens-Kommunikation- Teil 1, in: Medien Tenor Forschungsbericht, o. Jg., Nr. 9/2003, S. 33-37.

Medien Tenor (2003b): Eine Frage der Wahrnehmung- Medien Tenor Sommer-Umfrage unter Wirtschaftsjournalisten: Thema Unternehmens-Kommunikation – Teil 2, in: Medien Tenor Forschungsbericht, o. Jg., Nr. 10/2003, S. 33-37.

Mehrotra, V./Yu, W.W./Zhang, C. (1999): Market Reactions to the Financial Post's "Hot Stock" Column, in: Canadian Journal of Administrative Sciences, 16. Jg., Nr. 2/1999, S. 118-131.

Metcalf, G.E./Malkiel, B.G. (1994): The Wall Street Journal Contests: The experts, the darts, and the efficient market hypothesis, in: Applied Financial Economics, 4. Jg., Nr. 5/1994, S. 371-374.

Michaely, R./Womack, K.L. (1999): Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, in: The Review of Financial Studies, 12. Jg., Nr. 4/1999, S. 653-686.

Mikhail, M.B./Asquith, A.A. (2002): Information Content of Equity Analyst Reports, in: <http://ssrn.com/abstract_id=332662>, Abrufdatum: 01.12.2002, S. 1-36.

Mikhail, M.B./Walther, B.R./Willis, R.H. (1997): Do Security Analysts Improve Their Performance with Experience, in: Journal of Accounting Research, 35. Jg., Nr. 3/1997, S. 131-157.

Mitchell, M.L./Netter, J.M. (1989): Triggering the 1987 Stock Market Crash-Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill?, in: Journal of Financial Economics, 24. Jg., Nr. 1/1989, S. 1-68.

Modigliani, F./Miller, M.H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investments, in: American Economic Review, 48. Jg., o.Nr./1958, S. 261-297.

Moerschen, T. (2001a): Trefferquoten der Analysten im Vergleich: David schlägt Goliath, in: Handelsblatt vom 16.02.2001, S. 47

Moerschen, T. (2001b): Salomon-Analysten stürmen nach vorn, in: Handelsblatt, 9.5.2001, S. 24, 37.

Moizer, P./Arnold, J. (1984): Share appraisal by investment analysts: Porfolio vs. non-portfolio managers, Accounting and Business Research, Autumn 1984, S. 341-348.

Möller, H.P. (1985): Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes- eine Zusammenfassung und Analyse empirischer Untersuchungen, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 37. Jg., Nr. 6/1985, S. 500-518.

Morck, R./Shleifer, A./Vishny, R. (1988): Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, in: Journal of Financial Economics, 20. Jg., Nr. 1-2/1988, S. 293-315.

Morgan, J./Stocken, P. (2002): An Analysis of Analyst Stock Recommendations, in: <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/99010513.pdf?abstractid=144848>, Abrufdatum: 09.09.2002, S. 1-33.

Morse, D. (1984): An Econometric Analysis of the Choice of Daily Versus Monthly Returns in Tests of Information Content, in: Journal of Accounting Research, 22. Jg., Nr. 2/1984, S. 605-624.

Mossin, J. (1966): Equilibrium in a Capital Asset Market, in: Econometrica, Bd. 34, Nr. 10/1966, S. 768-783.

Moyer, C.R./Chatfield, R.E./Sisneros, P.M. (1989): Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 24. Jg., Nr. 4/1989, S. 503-512.

Mühlbrandt, F.W. (1978): Chancen und Risiken der Aktienanlage, 2. Aufl., Köln 1978.

Müller, S. (2003): Die Bewertung junger Unternehmen und Behavioral Finance. Eine theoretische und experimentelle Untersuchung, Köln 2003.

Müller, W. (1992): Bilanzinformation und Aktienbewertung- Eine theoretische und empirische Überprüfung der Entscheidungsrelevanz von Jahresabschlussinformationen für die Preisbildung deutscher Aktien, Frankfurt am Main, 1992.

Murphy, A./Sabov, Z. (1996): An Examination of the Relationship Between Professional Investment Recommendations and Stock Prices in a Developing Eastern European Stock Market, in: Journal of East-West Business, 2. Jg., Nr. 1/1996, S. 197-208.

Neumann, M../Klein, M. (1982): Probleme der Theorie effizienter Märkte und ihrer empirischen Überprüfung, in: Kredit und Kapital, 15, S. 165-187.

Neus, W./Hirth, H. (2001): Kapitalmarktmodelle, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Bd. 6: Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, 3. überarbeitete Aufl., Stuttgart 2001, S. 1305-1316.

Neynaber, J./Hutmann, W. (1991): Wie gutes Research entsteht – seine Bedeutung für Anlageberater und Portfoliomanager, in: Manager Magazin (Hrsg.): ImageProfile, Hamburg u.a.O. 1991, S. 87-94.

Nicolaou, M.A. (2000): The Theory and Practice of Security Analysis, London 2000.

O.V. (2001): Marconi: Bombig halbiert, in: <http.://www.handelsblatt.com/hbiwwwangebot-/fn/relhbi/sfn/buildhbi/cn/GoArt!200007.201677,437466/SH/0/depot/0/index.html>, Posted: 05.07.2001, Retrieved: 14.07.2001.

O.V. (2001): Marconi: Bombig halbiert, in: <http.://www.handelsblatt.com/hbiwwwangebot-/fn/relhbi/sfn/buildhbi/cn/GoArt!200007.201677,437466/SH/0/depot/0/index.html>, Abrufdatum: 14.07.2001.

O.V. (2003): Geldanlage: Reiche werden immer reicher, in: <http://www.ftd.de/bm/ga/1070545776765.html>, Erscheinungsdatum: 05.12.2003, Abrufdatum: 05.12.2003, S. 1.

O'Brien, P./Bhushan, R. (1990): Analyst Following and Institutional Ownership, in: Journal of Accounting Research, 28. Jg., Nr. 3/ 1990, S. 55-76.

O'Hara, M. (1995): Market Microstructure Theory, Cambridge u.a.O. 1995.

Oerke, M. (1999): Ad-Hoc-Mitteilungen und deutscher Kapitalmarkt- Marktreaktion auf Informationen, Diss. Erlangen-Nürnberg 1999.

Padberg, M. (1995): Der Einfluß von Kapitalerhöhungen auf den Marktwert deutscher Aktiengesellschaften- Eine theoretische und empirische Analyse, Diss., Münster 1995.

Palmon, O./Sun, H.-L./Tang, A.P. (1994): The Impact of Publication of Analysts' Recommendations on Returns and Trading Volume, in: The Financial Review, 29. Jg., Nr. 3/1994, S. 395-417.

Pari, R.A. (1987): Wall Street Week recommendations: Yes or no?, in: Journal of Portfolio Management, 14. Jg., Nr. 1/1987, S. 74-76.

Parsons, W. (1989): The Power of the Financial Press- Journalism and economic opinion in Britain and America, New Jersey 1989.

Patell, J.M./Wolfson, M.A. (1984): The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements, in: Journal of Financial Economics, 13. Jg., Nr. 3/1984, S. 223-252.

Pawlukiewicz, J.E./Preece, D.C. (1991): The Impact of Value Line Special Situations Recommendations on Stock Prices: Evidence From the Over-the-Counter Market, in: The Financial Review, 26. Jg., Nr. 4/1991, S. 547-568.

Penrose, E. (1959): The Theory of the Growth of the Firm, 2. Aufl., Oxford/New York 1959.

Peppmaier, A. (2000): Die Funktion der Analysten in der Finanzkommunikation und deren Bedeutung für die Unternehmen, in: Rolke, L./Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation, Frankfurt am Main 2000, S. 144-150.

Peters, H.W. (1987): Kapitalmarkttheorie und Aktienmarktanalyse, Frankfurt am Main u.a.O. 1987.

Peterson, D.R. (1987): Security Price Reactions to Initial Reviews of Common Stock by the Value Line Investment Survey, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 22. Jg., Nr. 4/1987, S. 483-494.

Peterson, D.R. (1995): The informative role of the Value Line Investment Survey: Evidence from stock highlights, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 30. Jg., Nr. 4/1995, S.607-618.

Peterson, D.R./Peterson, P.P. (1995): Abnormal Returns and Analysts' Earnings Forecast Revisions associated with the Publication of „Stock Highlights" by Value Line Investment Survey, in: The Journal of Financial Research, 18. Jg., Nr. 4/1995, S. 465-477.

Peterson, P.P. (1989): Event Studies: A Review of Issues and Methodology, in: Quarterly Journal of Business and Economics, 28. Jg., Nr. 3/1989, S. 36-66.

Pfeifer, H.-W. (1994): Qualität und Organisation, in: Rager, G./Haase, Helga/Weber, B.: (Hrsg): Zeile für Zeile – Qualität in der Zeitung, Münster/Hamburg 1994.

Picot, A./Reichwald, R./Wigand, R. (2001): Die Grenzenlose Unternehmung - Information, Organisation und Management. Lehrbuch zur Unternehmensführung im Informationszeitalter, 4. Aufl., Wiesbaden.

Picot, A./Reichwald, R./Wigand, R.T. (2003): Die grenzenlose Unternehmung – Information, Organisation und Management – Lehrbuch zur Unternehmensführung im Informationszeitalter, 5. aktualisierte Aufl., Wiesbaden 2003

Pieper, U./Schiereck, D./Weber, M. (1993): Die Kaufempfehlungen des „Effekten-Spiegel" – Eine empirische Untersuchung im Lichte der Effizienzthese des Kapitalmarktes, in: zfbf, 45.Jg., Nr. 6/1993, S. 487-505.

Pietzsch, L. (2004): Bestimmungsfaktoren der Analysten-Coverage – Eine empirische Analyse für den deutschen Kapitalmarkt, Bad Soden 2004.

Pike, R./Meerjanssen, J./Chadwick, L. (1993): The appraisal of ordinary shares by investment analysts in the UK and Germany, in: Accounting and Business Research, 23. Jg., o.Nr./1993, S. 489-495.

Piotroski, J.D./Roulstone, D.T. (2001): Analysts, Institutional Investors and Insiders: What Information Do They Provide ?, Arbeitspapier, University of Chicago, Graduate School of Business, Chicago 2001.

Poddig, T./Dichtl, H./Petersmeier, K. (1999): Statistik, Ökonometrie, Optimierung, 1 Aufl., Bad Soden/Taunus 1999.

Poddig, T./Dichtl, H./Petersmeier, K. (2001): Statistik, Ökonometrie, Optimierung, 2. erweiterte Aufl., Bad Soden/Taunus 2001.

Pogue, G.A./Solnik, B.H. (1974): The market model applied to european common stocks: Some empirical results, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 9. Jg., Nr. 2/1974, S. 917-944.

Porak, V. (2002): Kapitalmarktkommunikation- Das Informationsverhalten der Financial Community in der Schweiz, Diss., St. Gallen 2002.

Porras, D./Griswold, M. (2000): The Value Line Enigma Revisited, in: Quarterly Journal of Business and Economics, 39. Jg., Nr. 4/2000, S. 39-50.

Previts, G. J./Bricker, R/Robinson, T./Young, S. (1994): A Content Analysis of Sell-Side Financial Analyst Company Reports, in: Accounting Horizons, 8. Jg., Nr. 2/1994, S. 55-70.

Pruitt, S.W./Van Ness, B.F./Van Ness, R.A. (2000): Clientele Trading in Response to published information: Evidence from the dartboard column, in: Journal of Financial Research, 23. Jg., Nr. 1/2000, S. 1-14

Pütz, W. (1994): Über Qualität lässt sich streiten, in: Rager, G./Haase, Helga/Weber, B.: (Hrsg): Zeile für Zeile – Qualität in der Zeitung, Münster/Hamburg 1994.

Rajan, R.G/Servaes, H. (1997): Analyst Following of Initial Public Offerings, in: Journal of Finance, 50. Jg., Nr. 2/ 1997, S. 507-529.

Ramakrishnan, R.T./Thakor, A.V. (1984): Information reliability and a theory of financial intermediation, in: Review of Financial Studies, 51. Jg., Nr. 1/1984, S. 415-432.

Rehkugler, H. (1993): Entspricht die Unternehmenskommunikation der Analystenqualität, in: Loistl, O. (Hrsg.): Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und der Investment Community, Beiträge zur Wertpapieranalyse Nr. 29, Frankfurt am Main 1993, S. 38-47.

Reichwald, R. (1992): Informationskosten – Ein kostentheoretischer Erklärungsansatz am Beispiel der "lean production" in: Scheer, A.-W. (Hrsg.): Simultane Produktentwicklung, St. Gallen, S. 335-368.

Reichwald, R. (1993): Kommunikation, in: Bitz, M./Dellmann, K./Domsch, M./Egner, H. (Hrsg.): Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, 3. Aufl., München 1993, S. 447-494.

Reinganum, M. (1983): The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Effects, in: Journal of Financial Economics, 12. Jg., Nr. 6/1983, o.S.

Reiß, W. (1974): Random Walk und deutscher Aktienmarkt- eine empirische Untersuchung, Diss., München 1974.

Rentsch, D. (2000): Die zwei Seiten des Research, in: Rolke, L./Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation, Frankfurt a.M. 2000, S. 180-189.

Reuter, H. (1980): Aktienmarkt und Aktieninformationsmarkt: Eine Analyse der Produktion und Verwertung von Aktieninformationen unter besonderer Berücksichtigung der Unternehmenspublizität sowie ausgewählter Aspekte der Insider- und der Kleinanlegerproblematik, Göttingen 1980.

Richard, H.-J. (1991): Aktienindizes- Grundlagen ihrer Konstruktion und Verwendungsmöglichkeiten unter besonderer Berücksichtigung des Deutschen Aktienindex – Dax, Diss., Paderborn 1991.

RMS (2002): Wertpapieraufsicht soll verstärkt werden - BAFin-Sektor will Schlagkraft durch neue Mitarbeiter und das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz erhöhen, in: Börsenzeitung vom 17.05.2002, Nr. 93, S. 3.

Roberts, H.V. (1967): Statistical vs. clinical prediction of the stock market, Arbeitspapier, Universität Chicago, 1988.

Röckemann, C. (1994): Anlageempfehlungen von Börseninformationsdiensten und Anlegerverhalten, in: ZfbF, 46. Jg., S. 819-851.

Röckemann, Ch. (1995): Börsendienste und Anlegerverhalten: eine empirischer Beitrag zum noise trading, Diss. Gießen 1995.

Röder, K. (1998): Der Einfluß der Verbreitungstechnologie auf die Informationsverarbeitung von Ad hoc-Meldungen, in: Arbeitspapiere zur Mathematischen Wirtschaftsforschung, 1. Jg., Nr. 167/1998, S. 1-27.

Röder, K. (2000a): Intraday Kurswirkungen bei Ad hoc-Meldungen, in: <http://cosmic.rrz.uni-hamburg.de/webcat/hwwa/edok01/bwlmuenst/AP-2000-01.pdf>, Abrufdatum: 01.12.2002, S. 1-30.

Röder, K. (2000b): Die Informationswirkung von Ad hoc Meldungen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 70 Jg., Nr. 5/2000, S. 567-593.

Röder, K. (2001): Antwort auf die Stellungnahme von Kaserer/Nowak zu "Die Anwendung von Ereignisstudien bei Ad hoc-Mitteilungen" – zugleich Stellungnahme zu dem Beitrag "Die Informationswirkung von Ad hoc-Meldungen", in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), 71. Jg., Nr. 11/2001, S. 1357-1359.

Röder, K. (2002): Ad hoc-Publizität, in: Ballwieser, W./Coenenberg, Adolf G./Wysocki, K. (Hrsg.): Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. überarbeitete und erweiterte Aufl., Stuttgart 2002, S. 36-42.

Rogers, R.C./Roenfeldt, R.L./Owers, J.E. (1991): Market response to value line OTC special situations Service Recommendations, in: Quarterly Journal of Business & Economics, 30. Jg., Nr. 3/1991, S. 88-103.

Rogers, R.K./Grant, J. (1997): Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts, in: Journal of Financial Statement Analysis, 3. Jg. 1997, S. 17-30.

Rolke, L./Wolff, V. (1999): Wie die Medien die Wirklichkeit steuern und selber gesteuert werden, in: Rolke, L./Wolff, V. (Hrsg.): Wie die Medien die Wirklichkeit steuern und selber gesteuert werden, Wiesbaden 1999.

Roll, R. (1977): A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests- Part I: On Past and Potential Testability of the Theory, in: Journal of Financial Economics, 6. Jg., Nr. 4/1977, S. 129-176.

Rosen, R. von/Gerke, W. (2001): Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, Studie des Deutschen Aktieninstituts e.V. (DAI), Frankfurt/Nürnberg 2001.

Ross, S.A. (1976a): Risk, Return and Arbitrage, in: Friend, I./Bichsler, J. (Hrsg.): Risk and Return in Finance, Cambridge 1976, S. 189-218.

Ross, S.A. (1976b): The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, in: Journal of Economic Theory, 13. Jg., Nr. 3/1976, S. 341-360.

Roßbach, P. (2001): Behavioral Finance: Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie ?, Arbeitspapier, Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt a.M. 2001.

Roulstone, D.T. (2000): Analyst Following and Market Liquidity, Arbeitspapier, University of Chicago, Graduate School of Business, Chicago 2000.

Rozeff, M.S. (1989): Reflection on Insider Trading, in: Hoffman, Frederick R./Petry E.S. (Hrsg.): The Ethics of Organizational Transformation, Iowa City 1989 S. 1-13.

Rozeff, M.S./Zaman, M.A. (1988): Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence, in: Journal of Business, 61. Jg., Nr. 1/1988, S. 25-45.

Rubinstein, M. (1975): Securities Market Efficiency in an Arrow-Debreu Economy, in: The American Economic Review, 65. Jg., Nr. 5/1975, S. 812-824.

Rudnitsky, H. (1999): Analyst All-Stars, in: Electronic Business, 25. Jg., Nr. 10/1999, S. 87-96.

Rudolf, M./Witt, P. (2002): Bewertung von Wachstumsunternehmen- Traditionelle und innovative Methoden im Vergleich, Wiesbaden 2002.

Ruff, R.T. (1963): Effect of a Selection and Recommendation of a "Stock of the Month", in: Financial Analysts Journal, 19. Jg., Nr. 2/1963, S. 41-43.

Rühle, A.-S. (1991): Aktienindizes in Deutschland- Entstehung, Anwendungsbereiche, Indexhandel, Wiesbaden 1991.

Ryan, P./Taffler, R.J. (2001): Do Brokerage Houses Add Value? The Market Impact of Sell-Side Analyst Recommendation Changes, Arbeitspapier, Dublin/Cranfield 2001.

Sabadinowitsch, T. (2000): Risikokapital für mittelständische Wachstumsunternehmen, Frankfurt 2000.

Sahling, C. (1981): Die Reaktion des Aktienmarktes auf wesentliche Ausschüttungsänderungen- Empirische Untersuchungen zur Überprüfung der mittelstarken Form der „efficient market" – Theorie für die deutschen Börsen im Zeitraum 1971 bis 1977, Hamburg 1981.

Salzer, E.-V./Wirtz, B.W. (2005): Investor Relations-Management und IPO-Erfolg, Arbeitspapier, Witten 2005.

Sant, R./Zaman, M.A. (1996): Market Reaction to Business Week ‚Inside Wall Street' Column: A self-fulfilling prophecy, in: Journal of Banking & Finance, 20. Jg., Nr. 4/1996, S.617-643.

Sapusek, A. (1998): Informationseffizienz auf Kapitalmärkten- Konzepte und empirische Ergebnisse, Wiesbaden 1998.

Sarkar, S.K./Douglas, J. (2000): Stock Price Reactions to Regional Wall Street Journal Securities Recommendations, in: Quarterly Journal of Business and Economics, 39. Jg., Nr. 2/2000, S. 50-61.

Sarkar, S.K./Jordan, D.J. (2000): Stock Price Reactions to Regional Wall Street Journal Securities Recommendations, in: Quarterly Journal of Business & Economics, 39. Jg., Nr. 2/2000, S. 50-61.

Sattler, R.R. (1994): Renditeanomalien am deutschen Aktienmarkt, Diss., Augsburg 1994.

Sauer, A. (2002): Die Bereinigung von Aktienkursen- Ein kurzer Überblick über Konzept und praktische Umsetzung, in: http://finance.wiwi.uni-karlsruhe.de/forschung/publikationen/-docber.pdf>, Abrufdatum: 16.06.2002, S. 1-12.

Schadevitz, H. (1996): Financial and Non-Financial Information in Interim Reports, Diss., Helsinki 1996.

Schadevitz, H. (1996): Financial and Non-Financial Information in Interim Reports, Diss., Helsinki 1996.

Schäfer, B. (1995): Informationsverarbeitung und Preisbildung am Aktien- und Optionsmarkt- Eine empirische Intraday-Untersuchung zur Preisanpassungsgeschwindigkeit an schweizerischen und deutschen Aktien- und Optionsmärkten, Diss. Zürich 1995.

Schaich, E. (1990): Schätz-und Testmethoden für Sozialwissenschaftler, 2. Aufl., München 1990.

Schenk, M./Rössler, P. (1996): Wirtschaftsberichterstattung in Zeitschriften, München 1996.

Schering AG (1987): Die Finanzkommunikation deutscher Aktiengesellschaften - Umfrage der Schering AG, Berlin 1987.

Schiereck, D./Wagner, C. (2000): Kursentwicklung von Börsenneulingen am Neuen Markt und die Reputation des Konsortialführers, Arbeitspapier, Witten/ Mannheim 2000.

Schipper, K. (1991): Analysts' Forecast, in: Accounting Horizons, Dezember 1991, S. 105-119.

Schmidt, H./Prigge, S. (2001): Börsenkursbildung, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Bd. 6: Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, 3. überarbeitete Aufl., Stuttgart 2001, S. 392-402.

Schmidt, R. (1971): Optimale Kapitalanlage am Aktienmarkt, Habil. , Bonn 1971.

Schmidt, R./May, A. (1993): Erklärung von Aktienindizes durch Pressemeldungen, in: ZfB, 63. Jg., Nr. 1/1993, S.61-88.

Schmidt, R.H./Terberger, E. (1994): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., Wiesbaden 1994.

Schmittke, J. (1989): Überrenditeeffekte am deutschen Aktienmarkt – Eine theoretische und empirische Untersuchung, Köln 1989.

Schneider, S. (2001): Eignung des CAPM zur Schätzung erwarteter Renditen, in: o. Zft., o. Nr./2001, S. 276-296.

Schnell, R./Hill, P. B./Esser, E. (1995): Methoden der empirischen Sozialforschung, 5., völlig überarbeitete und erweiterte Aufl., München u.a.O. 1995.

Schnell, R./Hill, P. B./Esser, E. (1999): Methoden der empirischen Sozialforschung, 6., völlig überarbeitete und erweiterte Aufl., München u.a.O. 1999.

Schöhl, W.W. (1987): Wirtschaftsjournalismus-Bedeutung, Probleme und Lösungsvorschläge, Nürnberg 1987.

Scholes, M./Williams, J. (1977): Estimating Betas from Nonsynchronous Data, in: Journal of Financial Economics, 5. Jg., Nr. 3/1977, S. 309-327.

Scholes, M.S. (1972): The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Price, in: Journal of Business, 45. Jg., Nr. 4/1972, S. 179-212.

Scholtens, L. (1993): On the foundations of financial intermediation, in: Kredit und Kapital, 26. Jg. 1993, S. 112-141.

Schröder, F. (2002): Rangliste: Analyse der Analysten, in: http://www.ftd.de/bm/ga/1014398992262.html>, Abrufdatum: 26.07.2004; Erscheinungsdatum: 15.04.2002, S. 1-3.

Schröter, D. (1992): Qualität im Journalismus- Testfall: Unternehmensberichterstattung in Printmedien, München 1992.

Schröter, D.: Qualität und Journalismus: theoretische und praktische Grundlagen des journalistischen Handelns, München 1995.

Schulte, A. Th. (1999): Internationalisierung der deutschen Brauwirtschaft – Notwendigkeit, Potentiale und Bereitschaft zur internationalen Markterweiterung, in: Lück, W. (Hrsg.): Schriftenreihe für die Brauwirtschaft, Bd. 9, Krefeld 1999.

Schulz, H. (1972): Der Einfluss von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln auf die Entwicklung der Aktienkurse: Eine empirische Untersuchung für den Zeitraum von 1960 bis 1969 unter Berücksichtigung von Insider-, Publizitäts- und Splittingeffekten, Göttingen 1972.

Schulz, M. (1999): Aktienmarketing, Diss. Berlin 1999.

Schulze, P. (1994): Beschreibende Statistik, 2. Aufl., München/Wien 1994.

Schumacher, M./Kagelmann, D. (2001): Die Kursmacher: Analysten- Astrologen oder neue Finanzelite, Stuttgart/München 2001.

Schwert, G.W. (1996): Markup Pricing in Mergers and Acquisitions, in: Journal of Financial Economics, 41. Jg., Nr. 1/1996, S. 153-192

Seeger, H. (1998): Insiderhandel am deutschen Aktienmarkt: eine empirische Untersuchung von Existenz und Erkennbarkeit, Diss. Köln 1998.

Seppelfricke, P. (2003): Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung- Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, Stuttgart 2003.

Seyhun, H.N. (1986): Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency, in: Journal of Financial Economics, 16. Jg., S. 189-212.

Sharpe, W. F. (1963): A Simplified Model for Portfolio Analysis, in: Management Science, 9. Jg., Nr. 2/1963, S. 277-293.

Sharpe, W.F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: Journal of Finance, Bd. 19, o.Nr./1964, S. 425-442.

Shefrin, H. (1989): Book Reviews - Stock market anomalies, in: Journal of Economic Literature, 27. Jg., o. Nr./1989, S. 1693-1695.

Shleifer, A. (2000): Inefficient Markets, Oxford 2000.

Simon, H./Pohl, A./Tesch, A. (2000): Die Equity-Story als Marketing-Instrument, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 28.8.2000, S. 31.

Smith, S.D./Sabherwal, S. (2001): Concentrated Shareholdings and the Number of Outside Analysts – FRB Atlanta Working Paper Nr. 99-7, in: <http://papers.ssrn.com/-sol3/delivery.cfm/991020205.pdf?abstractid=188808> Abrufdatum: 07.06.2001

Spieß, B. (1992): Wirtschaft im Fernsehen- Eine empirische Studie zur Produktion und Rezeption des Wirtschaftsmagazin PLUSMINUS, Tübingen 1992.

Spremann, K. (2000): Aktives versus passives Portfoliomanagement, in: Der Schweizer Treuhänder, Heft 10, S. 1097-1108.

Stanley, K./Lewellen, W./Schlarbaum, G.G. (1981): Further Evidence on the Value of Professional Investment Research, in: The Journal of Financial Research, 4. Jg., Nr. 1/1981, S. 1-9.

Steiger, M. (2000): Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, Diss., Baden-Baden, 2000.

Steiner, M./Kleeberg, J. (1991): Zum Problem der Indexauswahl im Rahmen der wissenschaftlich-empirischen Anwendung des Capital Asset Pricing Model, in: DBW, 51. Jg., Nr. 2/1991, S. 171-182.

Stephan, U. (1992): Informationseffizienz von Aktienindexoptionen, Wiesbaden 1998.

Stice, E.K. (1991): The Market Reaction to 10-K and 10-Q Filings and to Subsequent The Wall Street Journal Earnings Announcements, in: The Accounting Review, 66. Jg., Nr. 1/1991, S. 42-55.

Stickel, S.E. (1985): The Effect of Value Line Investment Survey Rank Changes on Common Stock Prices, in: Journal of Financial Economics, 14. Jg., Nr. 1/1985, S. 121-143.

Stickel, S.E. (1992): Reputation and Performance Among Security Analysts, in: The Journal of Finance, 47. Jg., Nr. 5/1992, S. 1811-1831.

Stickel, S.E. (1995): The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations, in: Financial Analysts Journal, 51. Jg., Nr. 5/1995, S. 25-39.

Stier, W. (1996): Empirische Forschungsmethoden, Berlin u.a.O. 1996.

Stoffels, J.D. (1966): Stock Recommendations by Investment Advisory Services: Immediate Effects on Market Price, in: Financial Analysts Journal, 22. Jg., Nr. 2/1966, S. 77-86.

Strong, N. (1992): Modelling Abnormal Returns: A Review Article, in: Journal of Business Finance & Accounting, 19. Jg., Nr. 4/1992, S. 533-553.

Strong, N./Walker, M. (1987): Information and Capital Markets, Oxford 1987.

Stubenrath, M. (2001): Kommunikation auf internationalen Kapitalmärkten: eine informationsökonomische Analyse unter besonderer Berücksichtigung international heterogener Jahresabschlüsse, Diss., Frankfurt am Main 2001.

Syed, A.A./Liu, P./Smith, S.D. (1989): The Exploitation of Inside Information at the Wall Street Journal: A Test of Strong Form Efficiency, in: The Financial Review, 24. Jg., Nr. 4/1989, S. 567-579.

Tan, T.-Y. (1992): The announcement effects of economic variables, in: Goss, B.A. (Hrsg.): Rational Expectations and Efficiency in Futures Markets, London 1992.

Teo, M. (2000): Strategic Interactions between Sell-side analysts and the firms they cover, Arbeitspapier, Harvard University, Boston 2000.

Theissen, E../Greifzu, M. (1998): Performance deutscher Rentenfonds, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 50. Jg., S. 436-461.

Thomas, M.R./Ghani, W.I. (1997): The Dartboard column: Analysts earnings forecasts and the information content of recommendations, in: The Journal of Business and Economic Studies, 3. Jg., Nr. 2/1997, S. 33-41.

Thompson, R. B./Olsen, C./Dietrich, R.J. (1988): The Influence of Estimation Period News Events on Standardized Market Model Prediction Errors, in: The Accounting Review, 58. Jg., Nr. 3/1988, S. 448-471.

Tiemann, K. (1997): Investor Relations: Bedeutung für neu am Kapitalmarkt eingeführte Publikumsgesellschaften, Diss. Kassel 1996.

Trahan, E.A./Bolster, P.J. (1995): The Impact of Barron's Recommendations on Stock Prices, in: Quarterly Journal of Business and Economics, 34. Jg., Nr. 4/1995, S. 3-15.

Trueman, B. (1994): Analyst Forecasts and Herding Behavior, in: Review of Financial Studies, 7. Jg., Nr. 1/1994, S. 97-124.

Trueman, B. (1994): Analysts forecasts and Herding Behavior, in: Review of Financial Studies, 7. Jg., Nr. 1/1994, S. 97-124.

UBS (2001): UBS Asset Management- About us, in: <http.://www.ubs.com/e/am/about.html>, Abrufdatum: 14.07.2001.

Verchere, I. (1991): The Investor Relations Challenge- Reaching out to Global Markets, Durham 1991

Vickers, M./Weiss, G. (2000): Wall Street's HYPE MACHINE, in: Business Week, Nr. 3675, vom 04.03.2000, S.112-121.

Vision + Money (2002): Am Puls der Unternehmen, in: Vision + Money, 7. Jg., Nr. 1/2002, S. 13-19.

Vopel, O. (1999): Wissensmanagement im Investment Banking, Diss., Wiesbaden 1999.

Voss, P. (1996): Wirtschaft im Fernsehen, Köln 1996.

Wagner, N. (2003a): On Tail Index Estimation and Financial Risk Management Implications, in: Leopold-Wildburger, U./Rendl, F./Wäscher, G.. (Hrsg.): Operations Research Proceedings 2002, Berlin, S. 321-328.

Wagner, N. (2003b): Estimating financial risk under time-varying extremal return behavior, in: Operations Research Spectrum, 25. Jg., o.Nr./2003, S. 317-328.

Wahl, J. (1983): Informationsbewertung und -effizienz auf dem Kapitalmarkt, Würzburg u.a.O. 1983.

Walker, M.M./Hatfield, G.B. (1996): Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for Individual Investors, in: Financial Services Review, 5. Jg., Nr. 1/1996, S. 13-29.

Wallmeier, M. (2001): Renditeanomalien, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Bd. 6: Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, 3. überarbeitete Aufl., Stuttgart 2001, S. 1793-1804.

Walmsley, T./Yadav, P.K./Rees, W.P. (1992): The information content of the company meeting programme of the society of investment analysts: 1985-1990, in: Journal of Business Finance and Accounting, 19. Jg., Nr. 3/1992, S. 571-584.

Wanner, C. (2000): Wettstreit um Ausbildung von Finanz-Analysten, in Financial Times Deutschland vom 24.10.2000, S. 23.

Weber, B./Rager, G. (1994): Zeile für Zeile Qualität, in: Rager, G./Haase, Helga/Weber, B.: (Hrsg): Zeile für Zeile – Qualität in der Zeitung, Münster/Hamburg 1994.

Weber, R. (2002): Multimedia Retrieval, in: <http://www-dbs.inf.ethz.ch/-~mmir/SS2002/Folien/kap3_1.pdf>, Abrufdatum: 10.12.2002, S. 1-56.

Welt (2002): Welt- Media Information- Auflage IVW, in: < http://media.welt.de/start.php>, Abrufdatum: 16.08.2002.

Werner, M. (1999): Unerwartete Gewinn- und Dividendeninformationen am deutschen Aktienmarkt- Eine empirische Analyse, Kiel 1999.

Weston, F. J./Chung, K.S./Siu, J.A. (1997): Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 2. Aufl., Upper Saddle River 1997.

Wichels, D. (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten- eine empirische Untersuchung zum Informationsbedarf von Finanzanalysten in der Automobilindustrie, 2002 Oestrich-Winkel.

Wiebe, F. (2002): Analysten-TÜV gerät in die Kritik- Zweifel an der Aussagekraft von Qualitätsvergleichen, in: Handelsblatt, Nr. 236, 6.12.2002, S. 37.

Wiemann, J.M./Giles, H. (1996): Interpersonale Kommunikation, in: Stroebe, W./Hewstone, Miles/Stepfenson, Geoffrey M. (hrsg.): Sozialpsychologie-eine Einführung, 3. erw. und überarb. Aufl., Berlin u.a.O. 1996, S. 331-361.

Wigand, R./Picot, A./Reichwald, R. (1997): Information, Organization and Management – Expanding Markets and Corporate Boundaries, Chichester u.a.O. 1997.

Wijmenga, R. Th. (1990): The Performance of Published Dutch Stock Recommendations, in: Journal of Banking and Finance, 14. Jg., Nr. 2/1990, S. 559-581.

Wilkens, M./Müller-Schotte, R. (1998): Systematisierung und Darstellung sogenannter 'Renditeanomalien' deutscher Aktien, Göttingen 1998.

Winer, B.J./Brown, D.R./Michels, Kenneth M. (1991): Statistical Principles in Experimental Design, 3. Aufl., New York 1991.

Wiseman, M. (2002): SPSS für Windows- Eine Einführung, 8. Aufl., München 2002.

Wiseman, M. (2004): SPSS Special Topics: Einige Grundbegriffe der Statistik, München 2004.

Wolff, H./Wolff, U. (2000): Unabhängig und seriös, in: Bankmagazin, Heft 2 2000, S. 48-50.

Womack, K.L. (1996): Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?, in: The Journal of Finance, 51. Jg., Nr. 1/1996, S. 137-167.

Woolridge, R. J. (1983): Stock Dividends as Signals, in: The Journal of Financial Research, 6. Jg., Nr. 1/1983, S. 1-12.

Wright, D.W. (1994): Can Prices be Trusted? A Test of the Ability of Experts to Outperform or Influence the Market, in: Journal of Accounting, Auditing and Finance, 9. Jg., Nr. 1/1994, S. 307-323.

Wysocki, P. (2002): Cheap Talk on the Web: The Determinants of Postings on Stock Message Boards, in: <http://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=160170>, Abrufdatum: 09.09.2002, S. 1-34.

Yener, D./McGowan Jr, C.B. (1990): A Test of Value Line Recommendations Using Multiple Discriminant Analysis, in: American Business Review, 8. Jg., Nr. 1/1990, S. 61-67.

Zimmermann, H. (1986): Kapitalerhöhungen und Aktienmarkt. Untersuchungen zur Preisbildung auf dem schweizerischen Aktienmarkt in der Zeitperiode von 1973 bis 1983, Köln 1986.

Zschäpitz, H. (2003): Vorbild Wall Street zündet nicht- Deutsche Banken tun sich schwer bei Reform der Aktien-Analyse- Bisher nur kosmetische Korrektur, in: Handelsblatt, 30.04.2003, S. 17.

Zuckerman, G./Portanger, E. (2004): One-on-Ones- Investor Meetings With Executives Introduces Risks, in: The Wall Street Journal Europe, Nr. 148, 31. Aug. 2004, S. A1, A5.