

# Inhaltsübersicht

<b>Einleitung.....</b>	<b>1</b>
<b>Teil 1: Grundlagen und Qualität des Aktienresearchs .....</b>	<b>11</b>
Kapitel I:    Informationen und Informationsintermediäre.....	13
Kapitel II:   Finanzanalysten und ihre Funktion auf Kapitalmärkten.....	23
Kapitel III:  Möglichkeiten und Grenzen von Finanzmarktprognosen.....	43
<b>Teil 2: Determinanten der Researchqualität.....</b>	<b>89</b>
Kapitel I:    Verhaltenswissenschaftliche Aspekte im Informations- und Entscheidungsprozess von Finanzanalysten .....	91
Kapitel II:   Der Einfluss von Principal-Agent-Beziehungen im Aktienresearch .....	121
Kapitel III:  Spezifische Determinanten der Researchqualität .....	157
<b>Teil 3: Eigene empirische Untersuchung – Determinanten der           Qualität des Aktienresearchs in Deutschland .....</b>	<b>247</b>
Kapitel I:    Zielsetzung und Aufbau der empirischen Untersuchung.....	247
Kapitel II:   Statistische Methoden zur Messung der Researchqualität und Datenbeschreibung.....	253
Kapitel III:  Allgemeine Qualität des Aktienresearchs.....	285
Kapitel IV:   Einfluss von Interessenkonflikten in der Finanzanalyse.....	365
Kapitel V:    Spezifische Determinanten der Researchqualität .....	424
<b>Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit und Ausblick .....</b>	<b>457</b>

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XXI
Tabellenverzeichnis.....	XXV
Abkürzungsverzeichnis.....	XXXI
Symbolverzeichnis.....	XXXVII

Einleitung .....	1
A. Problemstellung .....	1
B. Zielsetzung und Aufbau der Arbeit.....	5

## Teil 1: Grundlagen und Qualität des Aktienresearchs ..... 11

<b>Kapitel I: Informationen und Informationsintermediäre .....</b>	<b>13</b>
A. Informationen als Grundlage des Wertpapierhandels.....	13
B. Informationsintermediäre und Kapitalmarkt.....	14
I. Informationsintermediäre als Verbreitungskanal bewertungsrelevanter Informationen.....	14
II. Finanzanalysten als Teilmenge der Gruppe der Informations- intermediäre .....	19
C. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	22
<b>Kapitel II: Finanzanalysten und ihre Funktion auf Kapitalmärkten .....</b>	<b>23</b>
A. Auswirkungen des Aktienresearchs auf die Allokationseffizienz des Kapitalmarktes .....	23
I. Analystentätigkeit und Informationseffizienz .....	24
II. Analystentätigkeit und Verfahrenseffizienz .....	30
B. Finanzanalysten als Instrument der Corporate Governance .....	34
I. Komponenten eines effektiven Corporate Governance-Systems .....	34
II. Informationsexternalisierte und informationsinternalisierte Systeme der Unternehmenskontrolle.....	38
III. Die Rolle der Finanzanalysten auf dem „Market for Corporate Control“ .....	40
C. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	42

<b>Kapitel III: Möglichkeiten und Grenzen von Finanzmarktprognosen .....</b>	<b>43</b>
A. Charakteristika der Gewinnprognosen von Finanzanalysten.....	44
I. Genauigkeit und Verzerrung von Gewinnprognosen .....	44
II. Analystenprognosen und quantitative Modelle .....	48
III. Informationsgehalt von Gewinnprognosen und Prognoserevisionen.....	51
B. Ökonomische Werthaltigkeit von Aktienempfehlungen .....	54
I. Informationsgehalt und Performance von Aktienempfehlungen.....	55
1. Aktienempfehlungen in Börsenbriefen, Zeitungskolumnen und TV-Sendungen in den USA .....	57
2. Aktienempfehlungen von Sell-Side-Analysten in den USA.....	62
3. Aktienempfehlungen in Börsenbriefen, Zeitungskolumnen und TV-Sendungen in Deutschland .....	65
4. Aktienempfehlungen von Sell-Side-Analysten in Deutschland .....	67
II. Informationsgehalt und Performance von Empfehlungsrevisionen .....	71
1. Empfehlungsrevisionen von Sell-Side-Analysten in den USA .....	72
2. Empfehlungsrevisionen von Sell-Side-Analysten in Deutschland .....	78
III. Langfristige Performance von Anlagestrategien auf Basis von Aktienempfehlungen.....	80
C. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.....	84
 <b>Teil 2: Determinanten der Researchqualität.....</b>	 <b>89</b>

<b>Kapitel I: Verhaltenswissenschaftliche Aspekte im Informations- und Entscheidungsprozess von Finanzanalysten.....</b>	<b>91</b>
A. Motivation für Informationsaktivitäten von Finanzanalysten .....	91
I. Der Informationsbedarf als Basis von Informationsaktivitäten.....	91
II. Elemente der Informationsaktivität .....	93
III. Verhaltenstheoretische Strukturmodelle.....	97
B. Kognitive Verzerrungen als prozessimmanente Störfaktoren in der Finanzanalyse.....	99
I. Berücksichtigung von verhaltenswissenschaftlichen Aspekten in der Kapitalmarkttheorie .....	99
1. Traditionelle Kapitalmarkttheorie.....	99
2. Behavioral Finance .....	101
II. Verhaltensanomalien und Heuristiken im Prozess der Finanzanalyse ...	104

1.	Begriffliche Abgrenzungen.....	104	
2.	Individuelle (kognitive) Verhaltensanomalien und Heuristiken.....	106	
a.	Verhaltensanomalien und Heuristiken im Informationswahrnehmungsbereich .....	107	
b.	Verhaltensanomalien und Heuristiken im Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsbereich.....	109	
3.	Interpersonelle (interaktive) Verhaltensanomalien.....	117	
4.	Aggregationseffekte in der Konsensusprognose/Durchschnittsempfehlung .....	118	
C.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.....	119	
<b>Kapitel II: Der Einfluss von Principal-Agent-Beziehungen im Aktienresearch .....</b>			<b>121</b>
A.	Grundlagen der Agency-Theorie .....	121	
B.	Interessenkonflikte im Finanzsystem.....	122	
I.	Interessenkonflikte auf dem Primärmarkt .....	123	
II.	Interessenkonflikte auf dem Sekundärmarkt .....	126	
C.	Das Aktienresearch als mehrstufige Principal-Agent-Beziehung .....	131	
I.	Inhouse-Beziehungen – Das Aktienresearch als Unternehmenssparte im Finanzkonzern.....	135	
1.	Gewinnung von Geschäftsmandaten im Investment Banking.....	135	
2.	Generierung von Provisionen und Gebühren im Aktienhandel.....	138	
3.	Unterstützung der Performance von Aktienbeständen .....	140	
II.	Management-Beziehungen .....	143	
1.	Die Rolle des Unternehmensmanagements als Informationsquelle .	143	
2.	Der Einfluss des Unternehmens auf die Prognosequalität – Earnings Management und Expectation Management .....	145	
D.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	156	
<b>Kapitel III: Spezifische Determinanten der Researchqualität.....</b>			<b>157</b>
A.	Analysten- und brokerspezifische Faktoren.....	159	
I.	Generelle und firmenspezifische Erfahrung des Analysten.....	159	
II.	Reputation des Analysten .....	162	
III.	Das Phänomen des Herdenverhaltens.....	164	

1.	Allgemeine Charakteristika des Herdenverhaltens von Finanzanalysten.....	165
2.	Herdenverhalten und Karriereinteressen.....	169
3.	Herdenverhalten und Analyseschwierigkeit .....	171
IV.	Arbeitgeberumfeld und Portfoliokomplexität.....	172
B.	Unternehmensspezifische Faktoren .....	175
I.	Unternehmensgröße, Industriesektor und Diversifikationsgrad .....	176
II.	Gewinnvariabilität und Richtung der Gewinnentwicklung .....	177
III.	Immaterielle Vermögenswerte.....	179
IV.	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	182
C.	Institutionelle Faktoren .....	183
I.	Publizitäts- und Rechnungslegungsvorschriften.....	183
1.	Die Beziehung zwischen Rechnungslegungsinformationen und Aktienkursen .....	184
a.	Informationsgehalt und Wertrelevanz von Rechnungslegungsinformationen .....	185
b.	Ausgestaltung der Rechnungslegungsgrundsätze .....	187
c.	Ergebnis nach DVFA/SG .....	188
2.	Einfluss von Rechnungslegungs- und Publizitätsstandards auf die Researchqualität von Finanzanalysten .....	190
II.	Situationsbezogene Publizitätsvorschriften und Insiderrichtlinien .....	194
a.	Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG in Deutschland.....	194
b.	Regulation Fair Disclosure (FD) in den USA .....	198
c.	Empirische Ergebnisse zu den Auswirkungen situationsbezogener Publizitätsvorschriften .....	199
III.	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	200
D.	Regulierung des Aktienresearchs.....	201
I.	Gesetzliche Regelungen der Finanzanalyse.....	202
1.	Regelung der Finanzanalyse in Deutschland und Europa .....	203
a.	§§ 34b + 34c Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) .....	205
b.	Finanzanalyseverordnung (FinAnV).....	208
2.	Regelungen der Finanzanalyse in den USA .....	212
a.	NASD Rule 2711 und NYSE Rule 472 .....	212
b.	Erweiterungen und Neuschaffung der NASD Rule 1050 .....	214
II.	Standesregeln der internationalen Analystenverbände.....	216

1.	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA).....	217
a.	Zweck der Vereinigung und Formen der Aus- und Weiterbildung.....	217
b.	Standards der DVFA.....	218
ba.	DVFA-Kodex für Finanzanalyse.....	218
bb.	Deutsche Grundsätze für Finanz-Research (DGFR).....	221
2.	CFA Institute.....	222
a.	Zweck der Vereinigung und Formen der Ausbildung.....	222
b.	Standards des CFA Institute.....	223
ba.	Ethische Grundsätze und Standesrichtlinien.....	223
bb.	Research Objectivity Standards.....	224
bc.	Best Practice Guidelines Governing Analyst/Corporate Issuer Relations.....	226
III.	Zusammenfassung und kritische Würdigung der Regelungen zur Finanzanalyse.....	227
E.	Die Analystendichte von Unternehmen.....	230
I.	Auswirkungen einer optimalen Analystendichte.....	230
II.	Determinanten der Analystendichte.....	236
1.	Informationsangebot und Investor Relations.....	236
2.	Unternehmensgröße und Handelsvolumen.....	237
3.	Aktionärsstruktur.....	239
4.	Diversifikationsgrad, industriespezifische Charakteristika und Gewinnvolatilität.....	240
5.	Entwicklung und Offenheit des Kapitalmarktes.....	242
III.	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	242
F.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.....	243

### **Teil 3: Eigene empirische Untersuchung – Determinanten der Qualität des Aktienresearchs in Deutschland.....247**

**Kapitel I: Zielsetzung und Aufbau der empirischen Untersuchung..... 247**

**Kapitel II: Statistische Methoden zur Messung der Researchqualität und Datenbeschreibung..... 253**

A.	Statistische Methoden zur Beurteilung der Qualität von Gewinnprognosen .....	254
I.	Quantitative Analyse der Prognosegenauigkeit und Prognoseverzerrung .....	254
1.	Ex-post-Analyse der Güte eines Prognoseverfahrens.....	255
a.	Prognosefehlermaße .....	255
aa.	Einfache Prognosefehlermaße .....	255
ab.	Relative Prognosefehlermaße .....	257
ac.	Quadratische Prognosefehlermaße .....	258
ad.	Besondere Probleme der Fehlermaße bei Gewinnprognosen.....	260
b.	Qualität der Prognoserichtung.....	262
2.	Ex-post-Analyse des Vergleichs der Güte zweier Prognoseverfahren .....	264
a.	Einfacher Vergleich der Prognosefehler .....	264
b.	Diebold-Mariano-Test.....	265
c.	Theil'scher Ungleichgewichtskoeffizient „neuer Art“ .....	266
II.	Überoptimismus und Überreaktion auf neue Informationen – Aufspaltung der Prognoseverzerrung .....	267
III.	Erhöhung der Prognosegüte durch Prognosekombination .....	268
1.	Encompassing-Test nach Chong und Hendry (1986).....	269
2.	Encompassing-Test nach Harvey et al. (1998) .....	269
B.	Statistische Methoden zur Beurteilung der Qualität von Aktienempfehlungen.....	271
I.	Durchschnittliche Aktienempfehlung (Recommendation Mark) .....	272
II.	Kurzfristiger Informationsgehalt von Aktienempfehlungen .....	272
III.	Langfristige Performance von Aktienempfehlungen.....	275
C.	Statistische Methoden zur Bestimmung der Determinanten der Researchqualität .....	276
I.	Differenzierung von Teilstichproben.....	276
II.	Lineare Regressionsmodelle .....	276
D.	Tests zur Überprüfung auf statistische Signifikanz .....	279
E.	Datenbasis der empirischen Untersuchung.....	282

<b>Kapitel III: Allgemeine Qualität des Aktienresearchs.....</b>	<b>285</b>
A. Qualität und Effizienz der Gewinnprognosen.....	286
I. Genauigkeit und Verzerrung der Gewinnprognosen .....	286
1. Einfluss des Prognosehorizonts .....	287
2. Earnings Game .....	290
3. Einfluss des Jahres der Prognoseerstellung .....	292
4. Einfluss des Fiskaljahres.....	294
5. Einfluss der Richtung der historischen Gewinnentwicklung.....	296
6. Einfluss des Industriesektors.....	300
II. Faktoren der Prognoseverzerrung – Überoptimismus und Überreaktion .....	304
1. Einfluss des Prognosehorizonts .....	305
2. Einfluss des Jahres der Prognoseerstellung .....	306
3. Einfluss des Industriesektors.....	307
III. Effizienz der Gewinnprognosen .....	308
IV. Zusammenfassung der Ergebnisse.....	311
B. Researchqualität für etablierte Unternehmen (DAX).....	312
I. Qualität der Gewinnprognosen .....	312
II. Qualität der Aktienempfehlungen.....	316
1. Deskriptive Statistik.....	317
2. Performance der Aktienempfehlungen .....	320
a. Informationsgehalt und kurzfristige Performance von Aktienempfehlungen .....	321
b. Informationsgehalt und kurzfristige Performance von Empfehlungsrevisionen .....	325
c. Langfristige Performance von Aktienempfehlungen .....	329
d. Langfristige Performance von Empfehlungsrevisionen.....	332
III. Zusammenfassung der Ergebnisse.....	334
C. Researchqualität für Wachstumsunternehmen (Neuer Markt) .....	335
I. Der Neue Markt .....	336
II. Qualität der Gewinnprognosen .....	340
III. Qualität der Aktienempfehlungen.....	346
1. Deskriptive Statistik.....	346
2. Performance von Aktienempfehlungen .....	348

a.	Informationsgehalt und kurzfristige Performance von Aktienempfehlungen .....	349
b.	Informationsgehalt und kurzfristige Performance von Empfehlungsrevisionen .....	353
c.	Langfristige Performance von Aktienempfehlungen .....	357
d.	Langfristige Performance von Empfehlungsrevisionen .....	360
IV.	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	362
D.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	363
<b>Kapitel IV:</b>	<b>Einfluss von Interessenkonflikten in der Finanzanalyse.....</b>	<b>365</b>
A.	IPO-Underwriting .....	366
I.	Qualität der Gewinnprognosen .....	366
II.	Qualität der Aktienempfehlungen.....	373
1.	Durchschnittliche Aktienempfehlung .....	373
2.	Performance der Aktienempfehlungen von Underwriter-Analysten .....	378
a.	Kurzfristiger Informationsgehalt.....	378
b.	Langfristige Performance .....	382
3.	Post-IPO-Performance .....	387
4.	Überprüfung der Robustheit der Ergebnisse.....	391
a.	Prognosegenauigkeit und Prognoseverzerrung .....	391
b.	Performance der Aktienempfehlungen.....	395
III.	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	398
B.	Verbundene Kapitalanlagegesellschaften .....	399
I.	Qualität der Gewinnprognosen .....	401
II.	Qualität der Aktienempfehlungen.....	404
1.	Durchschnittliche Aktienempfehlung .....	404
2.	Performance der Aktienempfehlungen von KAG-Analysten.....	409
a.	Kurzfristiger Informationsgehalt.....	410
b.	Langfristige Performance .....	414
3.	Überprüfung der Robustheit der Ergebnisse.....	418
a.	Prognosegenauigkeit und Prognoseverzerrung .....	418
b.	Performance der Aktienempfehlungen.....	420
III.	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	422
C.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	423

<b>Kapitel V: Spezifische Determinanten der Researchqualität.....</b>	<b>424</b>
A. Unternehmensspezifische Einflussfaktoren .....	425
B. Immaterielle Vermögenswerte .....	432
C. Analysten- und brokerspezifische Faktoren.....	439
I. Generelle und firmenspezifische Erfahrung .....	439
II. Brokergröße und Portfoliokomplexität.....	446
D. Bestimmungsfaktoren der Analystendichte .....	451
E. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	455
 <b>Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit und Ausblick .....</b>	<b>457</b>
 <b>Anhang.....</b>	<b>467</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>487</b>
<b>Verzeichnis sonstiger Quellen.....</b>	<b>541</b>