

Inhaltsübersicht

Einleitung.....	1
Teil 1: Grundlagen und Qualität des Aktienresearchs	11
Kapitel I: Informationen und Informationsintermediäre.....	13
Kapitel II: Finanzanalysten und ihre Funktion auf Kapitalmärkten.....	23
Kapitel III: Möglichkeiten und Grenzen von Finanzmarktprognosen.....	43
Teil 2: Determinanten der Researchqualität.....	89
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
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
Kapitel III: Allgemeine Qualität des Aktienresearchs.....	285
Kapitel IV: Einfluss von Interessenkonflikten in der Finanzanalyse.....	365
Kapitel V: Spezifische Determinanten der Researchqualität	424
Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit und Ausblick	457

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

Kapitel I: Informationen und Informationsintermediäre	13
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
Kapitel II: Finanzanalysten und ihre Funktion auf Kapitalmärkten	23
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

Kapitel III: Möglichkeiten und Grenzen von Finanzmarktprognosen	43
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
 Teil 2: Determinanten der Researchqualität.....	89
 Kapitel I: Verhaltenswissenschaftliche Aspekte im Informations- und Entscheidungsprozess von Finanzanalysten.....	91
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
Kapitel II: Der Einfluss von Principal-Agent-Beziehungen im Aktienresearch		
121		
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
Kapitel III: Spezifische Determinanten der Researchqualität.....		
157		
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

Kapitel III: Allgemeine Qualität des Aktienresearchs.....	285
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
Kapitel IV:	Einfluss von Interessenkonflikten in der Finanzanalyse.....	365
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

Kapitel V: Spezifische Determinanten der Researchqualität.....	424
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
Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit und Ausblick	457
Anhang.....	467
Literaturverzeichnis.....	487
Verzeichnis sonstiger Quellen.....	541