

Patrick Lommertin

Auswirkungen von Empfehlungsänderungen deutscher Analystenhäuser auf Aktienkurse

Eine empirische Analyse für den DAX 30

Masterarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Impressum:

Copyright © 2016 GRIN Verlag
ISBN: 9783668890787

Dieses Buch bei GRIN:

<https://www.grin.com/document/457579>

Patrick Lommertin

Auswirkungen von Empfehlungsänderungen deutscher Analystenhäuser auf Aktienkurse

Eine empirische Analyse für den DAX 30

GRIN - Your knowledge has value

Der GRIN Verlag publiziert seit 1998 wissenschaftliche Arbeiten von Studenten, Hochschullehrern und anderen Akademikern als eBook und gedrucktes Buch. Die Verlagswebsite www.grin.com ist die ideale Plattform zur Veröffentlichung von Hausarbeiten, Abschlussarbeiten, wissenschaftlichen Aufsätzen, Dissertationen und Fachbüchern.

Besuchen Sie uns im Internet:

<http://www.grin.com/>

<http://www.facebook.com/grincom>

http://www.twitter.com/grin_com

FOM Hochschule für Oekonomie & Management

Studienzentrum Düsseldorf

Master-Thesis

zur Erlangung des Grades eines

Master of Science (M.Sc.)

über das Thema

**Auswirkungen von Empfehlungsänderungen deutscher Analystenhäuser auf
Aktienkurse – eine empirische Analyse für den DAX 30**

von

Patrick Lommertin

Abgabedatum 2016-07-11

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|---------------|
| Abkürzungsverzeichnis | V |
| Abbildungsverzeichnis | VII |
| Tabellenverzeichnis | VIII |
| 1 Einleitung | - 1 - |
| 1.1 Problemstellung | - 1 - |
| 1.2 Forschungsziel | - 2 - |
| 1.3 Gang der Untersuchung | - 3 - |
| 2 Grundlagen von Analystenempfehlungen | - 4 - |
| 2.1 Komponenten einer Analystenempfehlung | - 5 - |
| 2.1.1 Business Analysis | - 6 - |
| 2.1.2 Financial Modelling | - 9 - |
| 2.1.3 Sell, Hold oder Buy – Die Empfehlung | - 12 - |
| 2.2 Informationsbeschaffung | - 15 - |
| 2.2.1 Accounting Information | - 15 - |
| 2.2.2 Analystenkonferenzen und Investor Relations | - 17 - |
| 2.2.3 Reaktion auf neue Informationen | - 18 - |
| 2.3 Der Aktienresearch-Markt | - 19 - |
| 2.3.1 Typologie von Analysten | - 20 - |
| 2.3.2 Überblick der deutschen Analystenhäuser | - 22 - |
| 2.3.3 Erwartungen an Analysten | - 23 - |
| 2.4 Regulierung von Analystenempfehlungen | - 24 - |
| 2.4.1 Gesetzliche Regulierung | - 25 - |
| 2.4.2 Vorschriften der nationalen Berufsverbände | - 26 - |
| 3 Finanzierungstheoretische Aspekte von Analystenempfehlungen | - 28 - |
| 3.1 Principal-Agency-Theorie | - 28 - |
| 3.1.1 Agency-Beziehungen | - 29 - |
| 3.1.2 Hidden Intentions und Hidden Characteristics | - 31 - |
| 3.1.3 Adverse Selection | - 32 - |

| | | |
|----------|--|---------------|
| 3.2 | Markteffizienzhypothese nach Fama..... | - 33 - |
| 3.2.1 | Schwache Form der Informationseffizienz | - 34 - |
| 3.2.2 | Halbstrenge Form der Informationseffizienz | - 35 - |
| 3.2.3 | Strenge Form der Informationseffizienz | - 36 - |
| 3.3 | Verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie | - 37 - |
| 3.3.1 | Anomalien in der Informationsaufnahme | - 39 - |
| 3.3.2 | Anomalien in der Informationsverarbeitung | - 40 - |
| 3.3.3 | Anomalien in der Entscheidungsfindung | - 41 - |
| 4 | Empirische Untersuchung von Empfehlungsänderungen im DAX 30 | - 42 - |
| 4.1 | Die Methodik der Ereignisstudie..... | - 43 - |
| 4.1.1 | Definition des Events - Empfehlungsänderungen von Analysten | - 45 - |
| 4.1.2 | Untersuchungsgruppe und Untersuchungszeitpunkt..... | - 47 - |
| 4.1.3 | Bestimmung der Ereignis- und Schätzperiode..... | - 48 - |
| 4.1.4 | Prognose der erwarteten Renditen | - 51 - |
| 4.1.5 | Berechnung der abnormalen Renditen und Signifikanzprüfung | - 55 - |
| 4.2 | Stand der bisherigen Forschung | - 57 - |
| 4.2.1 | Bisherige globale Forschungsergebnisse | - 58 - |
| 4.2.2 | Kritische Würdigung der bisherigen Studien..... | - 62 - |
| 4.3 | Stichprobenauswahl und Datengewinnung | - 63 - |
| 4.4 | Ergebnisse der empirischen Untersuchung | - 71 - |
| 4.4.1 | Analyse der Regressionsergebnisse | - 71 - |
| 4.4.2 | Bestimmung der Überrenditen | - 74 - |
| 4.4.3 | Signifikanztest der abnormalen Renditen | - 78 - |
| 4.4.4 | Kritische Würdigung der Ereignisstudie..... | - 79 - |
| 4.4.5 | Handlungsempfehlungen für Kapitalmarktteilnehmer..... | - 80 - |

| | | |
|----------|---------------------------|--------|
| 5 | Fazit und Ausblick | - 81 - |
| | Literaturverzeichnis | IX |
| | Onlinequellen | XXV |
| | Anhang | XXXII |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|----------------|---|
| AAR | Average Abnormal Return |
| Abs. | Absatz |
| AER | American Economic Review |
| AIMR | Association for Investment Management and Research |
| AG | Aktiengesellschaft |
| AR | Abnormale Rendite |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| BCG | Boston Consulting Group |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BLUE | Best Linear Unbiased Estimator |
| ca. | circa |
| CAPM | Capital Asset Pricing Model |
| CAR | Cumulative Abnormal Return |
| CAAR | Cumulative Average Abnormal Return |
| CEFA | Certified EFFAS Financial Analyst |
| CF | Cash Flow |
| CIIA | Certified International Investment Analyst |
| DAX | Deutscher Aktienindex |
| DCF | Discounted-Cash-Flow |
| d.h. | das heißt |
| Def. | Definition |
| DVFA | Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management |
| EFFAS | European Federation of Financial Analysts Societies |
| FAZ | Frankfurter Allgemeine Zeitung |
| EU | Europäische Union |
| f. | folgend |
| ff. | fortfolgende |
| GAIP | German Association of Investment Professionals |
| GuV | Gewinn- und Verlustrechnung |
| H ₀ | Nullhypothese (der vorliegenden Untersuchung) |
| H ₁ | Alternativhypothese (der vorliegenden Untersuchung) |
| IOSCO | International Organization of Securities Commissions |
| Nr. | Nummer |

| | |
|------|-------------------------|
| OLS | Ordinary Least Square |
| PAT | Prinzipal-Agent-Theorie |
| PoS | Percentage of Sales |
| S. | Seite |
| SE | Societas Europaea |
| SHV | Shareholder Value |
| sog. | So genannte |
| vgl. | vergleiche |
| Vol. | Volume |
| WpHG | Wertpapierhandelsgesetz |

Abbildungsverzeichnis

| | |
|--|--------|
| Abbildung 1: Prozessphasen der Analysten-Empfehlung..... | - 12 - |
| Abbildung 2: Übersicht ausgewählter deutscher Analystenhäuser | - 22 - |
| Abbildung 3: Agent-Prinzipal-Beziehungen..... | - 30 - |
| Abbildung 4: Formen der Informationseffizienz nach Fama..... | - 34 - |
| Abbildung 5: Anomalien bei Informationsaktivitäten | - 38 - |
| Abbildung 6: Bestandteile einer Ereignisstudie..... | - 45 - |
| Abbildung 7: Schätz- und Eventfenster | - 50 - |
| Abbildung 8: Übersicht über die Return Generating Models | - 52 - |
| Abbildung 9: Empfehlungsänderungen nach Analystenhäusern | - 67 - |
| Abbildung 10: Verteilung nach Ländern..... | - 68 - |
| Abbildung 11: Übersicht der Empfehlungsänderungen je Aktie | - 69 - |
| Abbildung 12: Verteilung Upgrades und Downgrades | - 70 - |
| Abbildung 13: Scatterplot SAP AG (E75)..... | - 72 - |
| Abbildung 14: Teilsample „Upgrades“- Plot der abnormalen Renditen..... | - 75 - |
| Abbildung 15: Teilsample „Downgrades“- Plot der abnormalen Renditen..... | - 77 - |

Tabellenverzeichnis

| | |
|---|--------|
| Tabelle 1: Empfehlungsskalen deutscher Brokerhäuser | - 14 - |
| Tabelle 2: Überblick des bisherigen Forschungsstandes | - 62 - |
| Tabelle 3: Bereinigung der Stichprobe | - 65 - |
| Tabelle 4: Gesamtsample – AAR und CAAR..... | - 74 - |
| Tabelle 5: Teilsample „Upgrades“ – AAR und CAAR | - 76 - |
| Tabelle 6: Teilsample „Downgrades“ - AAR und CAAR | - 77 - |
| Tabelle 7: Teilsample „Upgrades“ - Ergebnisse Signifikanztest | - 78 - |
| Tabelle 8: Teilsample „Downgrades“ - Ergebnisse Signifikanztest | - 78 - |

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Informationen sind in unserer Wissensgesellschaft ein hohes Gut.¹ Wer über viele Informationen verfügt, hat einen Wissensvorsprung und kann davon profitieren. Insbesondere beim Handel mit Wertpapieren ist ein Informationsvorsprung sehr nützlich.² Um Insiderhandel zu vermeiden, werden Informationen von börsennotierten Unternehmen im Rahmen von Investor Relations Maßnahmen den Kapitalmarktteilnehmern zur Verfügung gestellt. Ob Wertpapiere gekauft oder verkauft werden, hängt von der voraussichtlichen Kursentwicklung ab. Die Kursentwicklung ist wiederum abhängig von vielen Teilaspekten, insbesondere vom zukünftigen Unternehmenswert. An dieser Stelle können Finanzanalysten ihren Beitrag leisten. Sie agieren als Informationsintermediäre und fassen die umfangreichen Einflussfaktoren in Analysten-Empfehlungen zusammen. Die erste Kernaussage einer Analysten-Empfehlung ist, ob ein Wertpapier gekauft, verkauft oder gehalten werden sollte. Grundlage hierfür ist eine Analyse des prognostizierten Kursziels, also des voraussichtlichen Unternehmenswertes je Aktie. Um zu dieser Einschätzung zu kommen, müssen umfangreiche Berechnungen durchgeführt werden. Indem Finanzanalysten diese Informationen in aggregierter Form zu Verfügung stellen, ersparen sie den Anlegern erheblichen Berechnungsaufwand sowie Transaktionskosten. Natürlich können unterschiedliche Analysten zu unterschiedlichen Empfehlungen gelangen, da sie über divergierende Informationen verfügen oder Informationen anders beurteilen.³ Die Frage, ob bzw. welche Einschätzungen davon korrekt sind, ist nicht leicht zu beantworten. Da laufend Informationen verarbeitet werden, sind Analysteneinschätzungen immer Stichtagsbetrachtungen. Sobald neue Informationen bekannt werden, wie z.B. Gesetzesänderungen, aufgrund derer das Geschäftsmodell eines Unternehmens in Frage gestellt werden (Beispiel Ausstieg aus der Atomenergie), können die bisherigen Analystenempfehlung komplett überholt sein. Damit die Einschätzungen und Prognosen kontinuierlich bei neuen Informationen angepasst werden können, beobachten Analysten kontinuierlich die entsprechenden Aktien.

¹ Vgl. Brodersen, J./ Pfüller, K. (2013), S. 5 f.

² Vgl. Hasler, P. (2011), S. 453.; Frank, R. (2006), S. 372 f.

³ Vgl. Stanzel, M. (2007), S. 94.

Finanzanalysten tragen somit maßgeblich zum Informationsaustausch zwischen Investoren und Unternehmen bei und haben einen großen Einfluss auf das Entscheidungsverhalten der Investoren. So ist es nachvollziehbar, dass empirische Untersuchungen einen Zusammenhang zwischen der primären (ersten) Verbreitung von Analystenempfehlungen und der darauffolgenden Aktienkursreaktion nachweisen können.⁴

Dass Analystenempfehlungen nicht immer objektiv sind und faktenorientiert sind, zeigt sich an zwei Beispielen der jüngeren Vergangenheit. Zu erwähnen ist hier das Urteil der US-Wertpapieraufsicht (SEC) gegen einen ehemaligen Analysten der Deutschen Bank. Dieser hatte trotz anderslautender Informationen eine Kaufempfehlung für ein Unternehmen aufrechterhalten und nur gegenüber einem Kunden Bedenken geäußert, sodass dieser Kunde einen klaren Informationsvorsprung hatte.⁵

Gleiches gilt für das Beispiel des TEC-DAX Unternehmens Wirecard. Am 24.02.2016 wurde ein zweifelhafter Research Report im Internet bekannt, der von Geldwäsche und anderen illegalen Geschäften berichtet. Im Zuge dessen brach der Kurs in der Spitze um 30% ein und konnte sich trotz Dementi des Unternehmens und Aktienkäufen des Vorstandsvorsitzenden nicht vollständig erholen.⁶ Die Vorgehensweise spricht für eine gezielte „Short-Attacke“ von Leerverkäufern und gezielte Marktmanipulation.⁷

Die Beispiele zeigen, dass Analystenempfehlungen Aktienkurse nachhaltig beeinflussen können.

1.2 Forschungsziel

In der vorliegenden Arbeit wird untersucht, ob Analystenempfehlungen von deutschen Analysehäusern den Aktienkurs der jeweiligen Unternehmen beeinflussen. Dabei ist nicht die eigentliche Empfehlung das Untersuchungsobjekt, sondern die Änderung der Empfehlung. Hierzu werden sowohl Ereignisse untersucht, in welchen die Empfehlung gesenkt wird (Downgrade/ negatives Ereignis) als auch solche Ereignisse, in den denen die Empfehlung heraufgestuft wird (Upgrade/ positives Ereignis). Die Prognosesicherheit der

⁴ Vgl. Stanzel, M. (2007), S. 80.

⁵ Vgl. Handelsblatt, (2016a), S. 1.

⁶ Vgl. Onvista.de, (2016), S. 1.

⁷ Vgl. Handelsblatt (2016b), S. 1.