

2.2 Überblick über die Grundbegriffe

Bevor die Thematik der vorliegenden Arbeit bearbeitet wird, sollen die wichtigsten Begriffe erklärt werden. Als Erstes werden die signifikanten Variablen aus dem Kapitalmarktumfeld eines Unternehmens definiert. Diese sind: Kapitalkosten, Renditevolatilität und Fehlerdispersion der Analystenprognose. Danach folgt die Beschreibung der drei relativ definierten Begriffe: Management- und Analystenprognose sowie die Prognosegenauigkeit.

Wenn ein Unternehmen eine neue Investition bewerten will, zum Beispiel den Kauf eines Gebäudes, müssen verschiedene Faktoren berücksichtigt werden. Einer dieser Faktoren sind die Kapitalkosten. Pratt und Grabowski¹ definieren die Kapitalkosten folgendermaßen: Kapitalkosten sind die erwarteten Renditen, welche die Marktteilnehmer benötigen, um eine Finanzierung für eine bestimmte Investition zu erhalten. Im wirtschaftlichen Kontext können die Kapitalkosten einer bestimmten Investition als Opportunitätskosten ausgedrückt werden. In diesem Sinne beziehen sich diese Kosten auf das wirtschaftliche Prinzip der Substitution; das heißt, ein Anleger wird nicht in ein bestimmtes Projekt investieren, wenn eine attraktivere Ersatzanlage zum gleichen Preis verfügbar ist. Die obige Definition beschreibt die Bedeutung der am Markt beobachteten und diskontierten Kapitalkosten. In Kapitel 4 wird aber ein anderer Blick auf die Kapitalkosten untersucht. Auf die Unterscheidung zwischen diesen verschiedenen Betrachtungsweisen wird im Untertitel 4.5 eingegangen. Renditevolatilität ist die andere Variable, die für Asset Pricing, Asset Allocation und Risikomanagement von zentraler Bedeutung ist. Diese kann mit statistischen Varianzmaßen wie Standardabweichung und Beta ermittelt werden. Die Standardabweichung ist ein Maß für die absolute Volatilität, die angibt, wie stark die Rendite einer Anlage von ihrer durchschnittlichen Rendite über die Zeit abweicht. Beta ist dagegen ein Maß für die relative Volatilität, welche die Preisabweichung einer Anlage im Vergleich zum Gesamtmarkt anzeigt. Je höher die Standardabweichung oder Beta ist, desto höher ist das Risiko. In einem steigenden Markt kann jedoch eine hohe Volatilität das Renditepotenzial einer Investition steigern.² Schließlich folgt ein Maß für die Streuung der Analystenprognosen: die Fehlerdispersion der Analystenprognose, die als die Standardabweichung zwischen den Prognosen der Analysten für einen Prognosehorizont geteilt durch das realisierte earnings per share (EPS) verstanden werden kann.³ Die Analysten- und

¹ Vgl. Pratt und Grabowski (2014), S. 3.

² Vgl. Kepper (1990), S. 1.

³ Vgl. Hutira (2016), S.3

Managementprognosen sind wichtige Informationsquellen, die von den Investoren bei der Entwicklung der Gewinnerwartungen auf Unternehmensebene verwendet werden.⁴ In der vorliegenden Arbeit bezieht sich der Begriff „Prognosen“ auf Schätzungen von fundamentalen Unternehmenskennzahlen wie Umsatz, Marge oder *earnings per share* (EPS), die von Management und Analysten bereitgestellt werden. Hier ist anzumerken, dass die meisten wissenschaftlichen Studien nur die Prognosen von Sell-Side-Analysten untersuchen, da diese öffentlich verfügbar sind. Analysten von Brokerhäusern und Investmentbanken aus der Finanzdienstleistungsbranche veröffentlichen Sell-Side-Prognosen. Buy-Side-Analysten werden in der Regel von Investmentfonds und Pensionskassen beschäftigt und veröffentlichen Prognosen hauptsächlich für interne Investitionsentscheidungszwecke.⁵ Wie bei den meisten Studien zu Analystenprognosen werden in der vorliegenden Arbeit die Prognosen der Sell-Side-Analysten überprüft. Zu guter Letzt folgt die Prognosegenauigkeit, die als der absolute Wert der prozentualen Differenz zwischen dem realisierten EPS und dem prognostizierten EPS definiert werden kann.

4. Eigene Analyse zum Zusammenhang zwischen Management- und Analystenprognosen

4.1 Hypothesenentwicklung

In den folgenden Kapiteln wird die Beziehung zwischen den Prognosen des Managements und denjenigen des Analysten untersucht. Hierbei soll festgestellt werden, welche Auswirkungen die Kommunikationspraktiken des Managements auf Analystenschätzungen in Bezug auf Kapitalkosten / Bewertungsparameter haben.

Die Frage, die mithilfe der durchgeführten Untersuchung beantwortet werden soll, lautet: Welche Managementprognosen und Kommunikationspraktiken des Managements erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass Analysten in ihren Modellen niedrigere Kapitalkosten / Bewertungsprämien berücksichtigen?

Die Suche nach einem fairen Wert börsennotierter Unternehmen durch Sell-Side-Analysten ist eine wichtige Komponente der effizienten Kapitalmärkte. Management, Investoren, Fremdkapitalgeber und andere Stakeholder haben ein offensichtliches Interesse am Wert eines Unternehmens. In einem effizienten Markt ist der Firmenwert definiert als der Barwert der erwarteten zukünftigen Netto-Cashflows, diskontiert mit dem angemessenen

⁴ Vgl. Hutton, Lee und Shu (2012), S. 1217.

⁵ Vgl. Kothari (2001), S.152

Kapitalkostensatz, der in den Sell-Side-Analystenmodellen in hohem Maße nach Ermessen des Analysten bestimmt wird. Aus diesen Gründen lässt sich feststellen, dass die Empfehlungen der Analysten sich erheblich auf die Marktaktivitäten auswirken, was auch zahlreiche Studien, beispielweise die von Frankel, Kothari und Weber⁶, bestätigen.

Abschließend lässt sich die Forschungshypothese aufstellen, dass die Wahrscheinlichkeit, dass Analysten niedrigere Kapitalkosten / Bewertungsprämien anwenden, wesentlich davon beeinflusst werden kann, wie das Management seine Prognosen vorbereitet und den Analysten kommuniziert.

4.2 Forschungsdesign

Um die Hypothese und die Ergebnisse der in den vorherigen Kapiteln diskutierten Studien zu validieren, wurde eine Umfrage⁷ unter Analysten durchgeführt. Die Umfrage wurde an über 200 Sell-Side-Analysten, die europäische Aktien (hauptsächlich im deutschsprachigen Raum) analysieren, geschickt. Insgesamt wurden 40 Antworten gesammelt (Rücklaufquote von ca. 20%). Wie die unterstehende Tabelle zeigt, hat die Mehrheit der Analysten, die an der Umfrage teilgenommen haben, mehr als 3 Jahre Arbeitserfahrung.

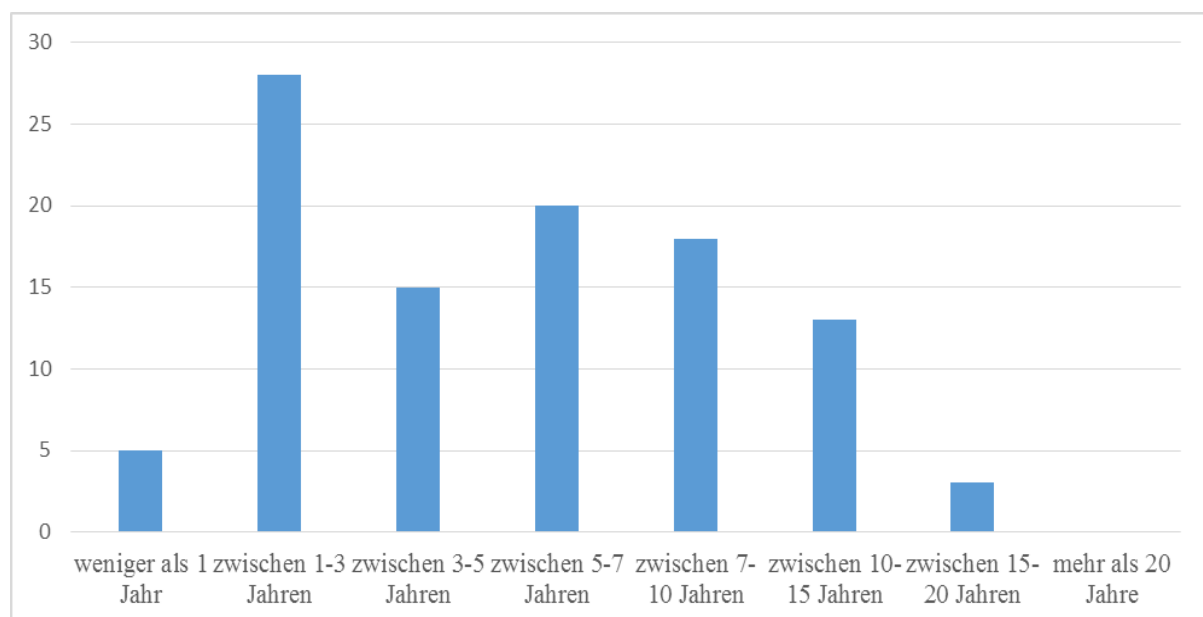


Abbildung 1: Die Arbeitserfahrung der an der Umfrage teilgenommenen Analysten⁸

⁶ Vgl. Frankel, Kothari und Weber (2006), S. 51-52.

⁷ Angang A

⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Umfrageergebnisse aus Angang A

Bei der Gestaltung der Umfrage wurden die wichtigsten Erkenntnisse aus den in den vorherigen Kapiteln besprochenen wissenschaftlichen Arbeiten berücksichtigt. Darüber hinaus wurde ein Interview⁹ mit einem Sell-Side-Analysten durchgeführt, zudem wurden die Praktiken der Managementkommunikation im deutschsprachigen Raum untersucht. Zu diesem Zweck wurden die Webseiten von börsennotierten Unternehmen besucht und ihre Investor-Relations-Praktiken analysiert. Auf Grundlage des Interviews und der Untersuchung wurden zusätzliche Variablen hinzugefügt, die helfen sollen, die Beziehung zwischen Managementkommunikation und Analystenprognosen besser zu erklären.

Die Hauptfrage der Umfrage lautet: „Wie wahrscheinlich würden Sie erwägen, niedrigere Kapitalkosten / Bewertungsprämie anzuwenden, wenn ...?“ Die Frage enthält das Wort „erwägen“, weil die Entscheidung über die Anwendung der niedrigeren Kapitalkosten oder Bewertungsprämie praktisch nie auf nur einem Faktor beruht. Dies bedeutet, dass die Analysten die Bewertungsparameter nur dann erhöhen würden, wenn eine Kombination von mehreren Faktoren auftritt. Die Wahrscheinlichkeit einer Anwendung niedrigerer Kapitalkosten / Bewertungsprämie wurde in Bezug auf eine Reihe von Variablen getestet. Die Wahrscheinlichkeit wurde in insgesamt 7 Kategorien eingeteilt, von 0 (0% Wahrscheinlichkeit) bis 6 (100% Wahrscheinlichkeit der Berücksichtigung von niedrigeren Kapitalkosten / Bewertungsprämie). Die Variablen und ihre Antwortkategorien wurden in der folgenden Tabelle zusammengefasst. Die vollständige Version der Fragen und Variablen ist im Anhang A enthalten.

⁹ Anhang B

	Variable	Kategorien
Form der Kommunikation	Veranstaltung von Investoren-Tagen	JA, NEIN
	Veranstaltung von Meetings mit Analysten	JA, NEIN
Frequenz der Kommunikation	Veröffentlichung von frequenten business updates	JA, NEIN
	Zeithorizont der Guidance	LANGFRISTIG, JAHRWEISE, QUARTALWEISE
Inhalt der Kommunikation	Veröffentlichung von detaillierten Finanzberichten	JA, NEIN
	Positiver vs. negativer Inhalt der Veröffentlichungen	POSITIV, NEGATIV
	Positiver vs. negativer Inhalt der Zeitungsartikel	POSITIV, NEGATIV
	Detailierungsgrad der Guidance	QUALITATIV, QUANT. (UMSATZ), QUANT. (UMSATZ + MARGE)
	Regelmässige Erfüllung der vorherigen Guidance durch Management	JA, NEIN
	Vertrauen des Managements in die eigenen Schätzungen	TIEF, MITTEL, HOCH
	Hoche Meinung des Analysten über Management	JA, NEIN
	Informationsvorteil gegenüber Management	JA, NEIN
Kontrollvariablen	SMID Cap Unternehmen	JA, NEIN
	Tiefes Beta	JA, NEIN
	Hohes Book to Market Ratio	JA, NEIN

Abbildung 2: Übersicht über die Umfragevariablen und ihre Antwortkategorien¹⁰

Alle Variablen sind qualitativ. Die Mehrheit der Variablen kann in den beiden Kategorien JA und NEIN ausgedrückt werden. Andere Variablen, welche die Qualität oder Häufigkeit messen sollen, werden in mehr als zwei Kategorien eingeteilt.

4.3 Übersicht über die Umfragevariablen und ihre Charakterisierung

1. Organisation von regelmäßigen Investorentagen

Während der Investorentage haben Analysten die Möglichkeit, umfangreichere Informationen über das Geschäft des Unternehmens zu erhalten und eine höhere Anzahl von Führungskräften als bei der regelmäßigen Veröffentlichung von Finanzergebnissen zu treffen. Diesbezüglich besteht der Verdacht, dass die Analysten, die mehr wissen und das Geschäft eines Unternehmens besser verstehen, mit höherer Wahrscheinlichkeit eine Bewertungsprämie anwenden.

2. Organisation der getrennten Treffen mit Analysten

Standardmäßig hält die Geschäftsleitung Präsentationen nach dem Eintreten von wesentlichen Ereignissen. Diese Präsentationen richten sich in der Regel an die allgemeine Stakeholdergemeinschaft. Einige Unternehmen entscheiden sich jedoch dafür, separate Treffen

¹⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Umfrageergebnisse aus Angang A

mit Analysten für solche Anlässe zu organisieren. Genau wie bei der ersten Variablen besteht der Verdacht, dass besser informierte Analysten, die zusätzlich einen besseren Zugang zum Management haben, mit höherer Wahrscheinlichkeit einen günstigeren Bewertungsparameter anwenden.

3. Veröffentlichung der häufigen Business Updates

Einige Unternehmen neigen dazu, Business Updates am Anfang der Herausgabe der periodischen Ergebnisse zu veröffentlichen. Es besteht der Verdacht, dass häufigere Aktualisierungen der Geschäftsleistung eines Unternehmens den Analysten einen besseren Eindruck der Fundamentaldaten des Unternehmens vermitteln, was mit der Bewertungsprämie belohnt werden könnte.

4. Zeithorizont von Guidance

In unserer Untersuchung wurde festgestellt, dass die Guidance eines Unternehmens unterschiedliche Zeithorizonte haben kann: langfristig, für jedes Jahr und in seltenen Fällen auch für jedes Quartal. Es besteht der Verdacht, dass die kürzere Frist die Rechenschaftspflicht des Managements erhöht und es Analysten erleichtert, Prognosen zu erstellen, was zu günstigeren Bewertungsbedingungen führen könnte.

5. Details von Guidance

In Bezug auf die Variable 4 wurde zusätzlich beobachtet, dass die Guidance einen ganz anderen Detaillierungsgrad haben kann. Eine qualitative Guidance kann als unpräzise wahrgenommen werden. Wenn das Unternehmen eine quantitative Guidance liefert, kann dies lediglich auf Umsätze bezogen werden, ohne Bezug auf Margen. Wie bei der Variablen 4 besteht der Verdacht, dass je präziser die Guidance ist, desto besser und einfacher die Prognosen der Analysten sind, was zu niedrigeren Kapitalkosten führen sollte.

6. Veröffentlichung von detaillierten Finanzveröffentlichungen

Je detaillierter die finanziellen Veröffentlichungen sind, desto besser kann sich ein Analyst über die Fundamentaldaten des Unternehmens informieren, und wie im Fall von Variable 1 und Variable 2 sollte ein solcher Analyst eher großzügiger sein, wenn er den Aktien eine faire Bewertung zuteilt.

7. Positiver vs. negativer Inhalt der Finanzveröffentlichungen

