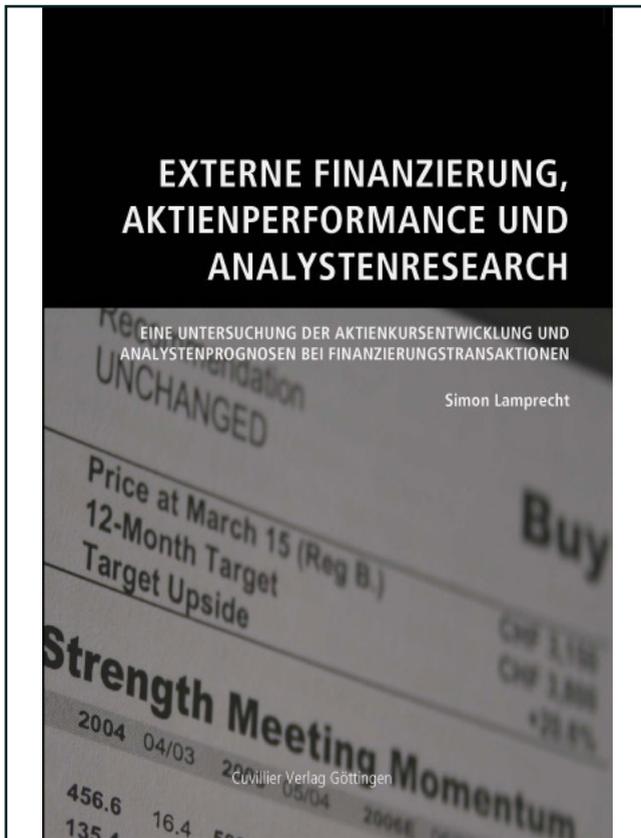




Simon Lamprecht (Autor)

## **Externe Finanzierung, Aktienperformance und Analystenresearch**

Eine Untersuchung der Aktienkursentwicklung und  
Analystenprognosen bei Finanzierungstransaktionen



<https://cuvillier.de/de/shop/publications/1848>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen,  
Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: [info@cuvillier.de](mailto:info@cuvillier.de), Website: <https://cuvillier.de>

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	iv
Tabellenverzeichnis	vi
Abkürzungsverzeichnis	ix
<b>1 Einführung in die Thematik</b>	<b>1</b>
1.1 Einleitung . . . . .	1
1.2 Problemstellung und Zielsetzung . . . . .	4
1.3 Aufbau der Arbeit . . . . .	6
<b>2 Externe Finanzierung und Kapitalmarktreaktion</b>	<b>9</b>
2.1 Begriff und Bedeutung der externen Finanzierung . . . . .	9
2.1.1 Zunehmende Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung	10
2.1.2 Relative Bedeutung der Finanzierungsarten . . . . .	13
2.1.2.1 Netto-Finanzierungsquellen . . . . .	14
2.1.2.2 Brutto-Finanzierungsquellen . . . . .	17
2.1.2.3 Finanzierungsquellen im Zeitraum von «Investment Spikes» . . . . .	21
2.2 Kurz- und langfristige Marktreaktionen auf Finanzierungsaktivitäten . . . . .	26
2.2.1 Ankündigungseffekte . . . . .	27
2.2.2 Erklärungsansätze für Ankündigungseffekte . . . . .	31
2.2.2.1 Informationsbasierte Erklärungsansätze . . . . .	31
2.2.2.2 Preisdruckeffekt . . . . .	34
2.2.3 Langfristige Aktienkursperformance . . . . .	36
2.2.4 Operative Performance im Umfeld externer Finanzierungstätigkeit . . . . .	42
2.3 Erklärungsansätze für die langfristige abnormale Aktienkursperformance . . . . .	45

2.3.1	«Bad Model Problems» und risikobasierter Erklärungsansatz . . . . .	45
2.3.2	Limitierte Arbitrage . . . . .	48
2.3.3	Leerverkaufsrestriktionen und heterogene Erwartungen . . . . .	52
2.3.4	Irrationale Investoren und verhaltensorientierte Kapitalmarktmodelle . . . . .	55
2.3.4.1	Selbstüberschätzung und Phänomene der Selbsttäuschung . . . . .	57
2.3.4.2	Limitierte kognitive Ressourcen . . . . .	59
2.3.4.3	Verhaltensorientierte Kapitalmarktmodelle . . . . .	64
2.3.4.4	Probleme und Kritik des verhaltensorientierten Ansatzes . . . . .	67
2.3.5	Market Timing . . . . .	70
2.3.5.1	Ergebnisse aus Umfragen . . . . .	70
2.3.5.2	Finanzierungsverhalten . . . . .	71
2.3.5.3	Insidertransaktionen . . . . .	74
2.3.6	Irrationale Manager . . . . .	76
2.3.6.1	Plausibilität der Annahme irrationaler Manager . . . . .	77
2.3.6.2	Irrationale Manager und Überinvestition . . . . .	78
2.4	Zusammenfassung . . . . .	80
<b>3</b>	<b>Erwartungsbildung und die Rolle der Finanzanalysten</b>	<b>83</b>
3.1	Verändertes Markt- und Informationsumfeld . . . . .	84
3.2	Die Rolle der Finanzanalysten . . . . .	87
3.2.1	Promotoren informationseffizienter Finanzmärkte . . . . .	88
3.2.1.1	Wertrelevanz von Analystenprognosen . . . . .	89
3.2.1.2	Erhöhung der Liquidität und Beschleunigung der Preisreaktion . . . . .	93
3.2.2	Monitoring-Funktion . . . . .	96
3.2.2.1	Analysten versus Unternehmenspublizität . . . . .	101
3.2.2.2	Finanzanalysten als Substitut für ein schwaches Governance-Umfeld? . . . . .	104
3.2.3	Verbreiterung der Investorenbasis . . . . .	105
3.2.4	Marketinginstrument der Investmentbanken? . . . . .	106
3.3	Prognoseverhalten . . . . .	109
3.3.1	Prognoseoptimismus . . . . .	110
3.3.1.1	Gewinnprognosen . . . . .	110
3.3.1.2	Wachstumsprognosen . . . . .	117
3.3.1.3	Empfehlungen . . . . .	119
3.3.1.4	Preisziele . . . . .	120
3.3.2	Unterreaktion auf neue Informationen . . . . .	121

3.3.3	Herdenverhalten . . . . .	125
3.4	Durchschauen die Marktteilnehmer die verzerrten Prognosen? . . . . .	127
3.4.1	Evidenz von kurzfristigen Gewinnprognosen . . . . .	127
3.4.2	Evidenz von Wachstumsprognosen . . . . .	130
3.4.3	Evidenz von Empfehlungen . . . . .	132
3.4.4	Abschliessende Beurteilung . . . . .	134
3.5	Erklärungsansätze für Prognoseoptimismus . . . . .	136
3.5.1	Arbeitsumfeld und Interessenkonflikte . . . . .	136
3.5.1.1	Investment Banking-Konflikt . . . . .	139
3.5.1.2	Anreize im Brokerage . . . . .	145
3.5.1.3	Druck von Kunden . . . . .	147
3.5.1.4	Eigene Investitionen . . . . .	148
3.5.1.5	Beziehung zum Management . . . . .	150
3.5.2	Nicht direkt anreizbezogene Erklärungsansätze . . . . .	153
3.5.2.1	Selection Bias . . . . .	153
3.5.2.2	Insidersicht . . . . .	154
3.5.2.3	Reputation und Karriereperspektiven . . . . .	155
3.6	Exkurs: Regulatorische Entwicklungen und Auswirkungen auf das Prognoseverhalten . . . . .	158
3.6.1	Regulation Fair Disclosure . . . . .	158
3.6.2	Global Research Settlement, NASD Rule 2711 und NYSE Rule 472 . . . . .	162
3.7	Zusammenfassung . . . . .	170
<b>4</b>	<b>Empirischer Teil</b>	<b>173</b>
4.1	Problemstellung und Hypothesen . . . . .	175
4.1.1	Externe Finanzierung und zukünftige Renditeentwick- lung . . . . .	175
4.1.2	Analystenresearch und externe Finanzierung . . . . .	178
4.2	Daten und Methodik . . . . .	180
4.2.1	Herleitung der des Masses für externe Finanzierung . . . . .	181
4.2.2	Berechnung der grössenadjustierten Renditen . . . . .	183
4.2.3	Berechnung der Analystenvariablen . . . . .	184
4.3	Resultate . . . . .	186
4.3.1	Externe Finanzierung und zukünftige Aktienkursrenditen . . . . .	186
4.3.1.1	Deskriptive Statistik . . . . .	187
4.3.1.2	Portfolio-Tests . . . . .	192
4.3.1.3	Resultate von Querschnittsregressionen . . . . .	204
4.3.1.4	Robustheit gegenüber Risikofaktoren . . . . .	206
4.3.1.5	Portfoliostrategie . . . . .	209

4.3.1.6	Gewinnentwicklung im Zeitraum von Finanzierungstransaktionen . . . . .	215
4.3.2	Externe Finanzierung und Analystenresearch . . . . .	223
4.3.2.1	Deskriptive Statistik . . . . .	224
4.3.2.2	Portfolio-Tests . . . . .	231
4.3.2.3	Resultate von Querschnittsregressionen . . . . .	244
4.3.2.4	Dynamischer Verlauf der Analystenvariablen . . . . .	247
4.3.2.5	Verlauf der Analystenvariablen im internationalen Vergleich . . . . .	262
4.4	Zusammenfassung . . . . .	273
<b>5</b>	<b>Fazit und Ausblick</b>	<b>279</b>
<b>A</b>	<b>Ergänzende Statistiken Externe Finanzierung</b>	<b>285</b>
<b>B</b>	<b>Ergänzende Statistiken Analystenresearch</b>	<b>293</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>299</b>