

AUS DER KAPITALMARKTFORSCHUNG

Beeinflussen Analystennamen Anlageentscheidungen?

Bisher wenig erforschte Fragestellung – Wer heimisch klingt ist klar im Vorteil – Geringere Prognosefehler

Börsen-Zeitung, 11.6.2015
Der Name eines Menschen kann einen sehr großen Einfluss auf dessen externe Wahrnehmung haben. Die psychologische Forschung hat beispielsweise gezeigt, dass der Klang eines Namens mannigfaltige Emotionen wie z. B. Abneigung und Sympathie auslösen kann. Wann immer man den Namen eines Menschen erstmalig hört oder liest, schreibt man diesem in der Regel automatisch verschiedene Eigenschaften zu. So lassen sich auf Grundlage des Namens häufig das Alter, das Geschlecht und die ethnische Herkunft eines Menschen ableiten.

ren hat sich daher zum Ziel gesetzt zu analysieren, ob Finanzanalysten mit heimisch klingenden Namen vom Kapitalmarkt anders wahrgenommen werden als ihre Kollegen, die einen ausländisch klingenden Namen tragen.

Datenbank und Methodik

Ausgangspunkt der Untersuchung ist die Analystendatenbank von Factset. Der Datensatz umfasst für den Zeitraum von 2004 bis 2010

ung als Proxy für den Informationsgehalt eines Analystenberichts betrachtet. Wenn Analysten mit heimisch klingenden Namen von den Investoren anders wahrgenommen werden als Analysten mit ausländisch klingenden Namen, so wird sich dies in einem signifikanten Unterschied in der Kursreaktion widerspiegeln.

Per Definition gilt ein Analyst als heimisch, wenn dieser einen Namen trägt, der vom Klang her typisch für das Land ist, in dem das gecoverte

dem Kapitalmarkt gemessen wird, und kein etwaiger Effekt aus Standortunterschieden. Ein Analyst gilt als lokaler (nichtlokaler) Analyst, wenn dieser bei einem Brokerhaus angestellt ist, das sich im gleichen (anderen) Land befindet wie das gecoverte Unternehmen.

Reaktion des Kapitalmarktes

Abbildung 1 zeigt die Ergebnisse der univariaten Analyse der Kapitalmarktreaktion. Dargestellt sind die durchschnittlichen abnormalen Renditen, die sich bei Revision der Prognosemaße durch ausländische bzw. heimische Finanzanalysten rund um den Veröffentlichungstag ergeben. Bei der abnormalen Rendite handelt es sich um die Differenz zwischen der tatsächlich am Markt beobachtbaren Rendite und der erwarteten Rendite, die sich ohne die Veröffentlichung der Prognoseänderung theoretisch hätte ergeben müssen. Heraufstufungen der Empfehlungen sowie Anstiege der Gewinn- und Kurszielprognosen gehen im Durchschnitt mit einer positiven abnormalen Rendite einher. Dementgegen führen Herabstufungen der Empfehlungen und Absenkungen von Gewinn- und Kurszielprognosen zu einer im Durchschnitt negativen Marktreaktion. Ändert zum Beispiel ein Analyst die Empfehlungskategorie zu einer bestimmten Aktie von „Halten“ auf „Verkaufen“, so spiegelt dies die damit verbundenen negativen Zukunftsaussichten wieder, die der Analyst dem Unternehmen beimisst. Der Kapitalmarkt reagiert rund um den Veröffentlichungstag mit einer negativen Kursanpassung. Vergleicht man die abnormalen Renditen zwischen ausländischen und heimischen Analysten miteinander, so wird deutlich, dass die Kursreaktionen stärker ausfallen, wenn der Name des Analysten (aus Unternehmenssicht) heimisch klingt. Positive sowie negative Prognoseveränderungen durch heimische Analysten bewirken höhere positive bzw. negative abnormalen Renditen als bei entsprechenden Prognoseveränderungen durch ausländische Analysten.

Konsistenter Befund

Dieser Befund lässt sich konsistent über alle drei Prognosemaße feststellen. Zum Beispiel führt eine Erhöhung der Kurszielprognose durch einen heimischen Analysten im Durchschnitt zu einer abnormalen Rendite von 1,30%. Eine äquivalente Revision des Kursziels durch einen ausländischen Analysten führt demgegenüber zu einer durchschnittlichen abnormalen Rendite von lediglich 0,95%. Die Unterschiede in den Marktreaktionen zwischen ausländischen und heimischen Analystenberichten sind sowohl aus ökonomischen als auch statistischen Gesichtspunkten hochsignifikant. Um die Robustheit der univariaten Ergebnisse zu überprüfen, erfolgt zusätzlich eine multivariate Paneldatenanalyse. Hierbei wird simultan für eine Vielzahl an Faktoren auf Analysten-, Broker- und Unternehmensebene kontrolliert, die ebenfalls einen potenziellen Einfluss auf die Kursreaktionen haben können.

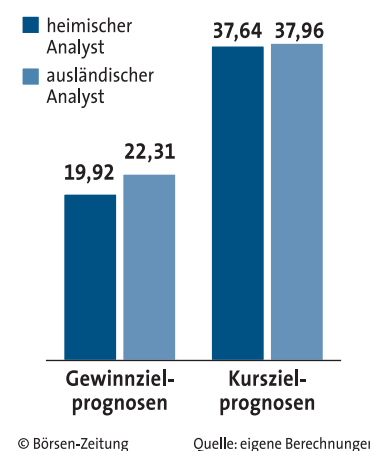
Informationsvorsprung

So konnte unter anderem im Einklang mit der Literatur festgestellt werden, dass Prognoseveränderungen von lokalen Analysten eine stärkere Marktreaktion hervorrufen, als jene von nichtlokalen Analysten. Überlicherweise wird argumentiert, dass lokale Analysten über Informationsvorteile wie z. B. ein besseres Verständnis des lokal geltenden Rechnungslegungssystems verfügen als nichtlokale Analysten. Aufgrund der geografischen Nähe ist es für einen lokalen Analysten einfacher, ein Unternehmen und sein Marktumfeld zu beobachten. Zudem profitieren lokale Analysten in der Regel von einem weitreichenden persönlichen Netzwerk zu den Stakeholdern, insbesondere dem Management, eines Unternehmens.

Durch das Forschungsvorhaben kann erstmalig nachgewiesen werden, dass Investoren neben dem geografischen Standort eines Analysten, auch dem Namen des Analysten

Abb. 2: Prognosegenauigkeit von Analystenreports

Durchschnittlicher Prognosefehler in Prozent



© Börsen-Zeitung Quelle: eigene Berechnungen

agnostiziert werden. Umso größer der Zeitraum ist, über den sich eine Gewinn- oder Kurszielprognose erstreckt, umso größer sind die damit behafteten Unsicherheiten und damit die Prognosefehler. Ein Vergleich der durchschnittlichen Gewinnprognosefehler von ausländischen und heimischen Analysten zeigt, dass die Gewinnprognosen von heimischen Analysten eine höhere Genauigkeit aufweisen. Während die Gewinnprognose eines heimischen Analysten im Durchschnitt um 19,9% vom realisierten Gewinn pro Aktie abweicht, beträgt der durchschnittliche Gewinnprognosefehler eines ausländischen Analysten 22,3%. Die Differenz zwischen den beiden Analystengruppen beläuft sich auf signifikante 2,4 Prozentpunkte. Mit Blick auf die Kurszielprognosen lässt sich ebenfalls feststellen, dass heimische Analysten genauere Prognosen veröffentlichen als ausländische Analysten, wenngleich die Differenz zwischen den beiden Gruppen hier geringer ausfällt. Die stärkere Marktreaktion auf heimische Analystenberichte scheint demnach aufgrund der höheren Prognosegenauigkeit der heimischen Analysten gerechtfertigt zu sein.

Standort ausschlaggebend

Im Rahmen der multivariaten Analyse zeigen die Ergebnisse jedoch, dass heimische Analysten nur dann genauere Prognosen abgeben, wenn diese für ein lokales Brokerhaus arbeiten. Dementgegen lässt sich keine Evidenz für einen signifikanten Unterschied in den Prognosefähigkeiten zwischen ausländischen und heimischen Analysten finden, insofern diese bei einem nichtlokalen Brokerhaus angestellt sind. Hieraus lässt sich schließen, dass der Standort eines Analysten den bedeutendsten Faktor für die Genauigkeit von Prognosen darstellt als etwa die kulturelle Herkunft. Nichtsdestotrotz liefern die Ergebnisse Aufschluss darüber, dass innerhalb der Gruppe der lokalen Analysten, insbesondere diejenigen Analysten, die relativ zum Unternehmen heimisch sind, die genauesten Prognosen erstellen. Die kulturelle Herkunft eines Analysten bewirkt demnach einen zusätzlichen positiven Effekt auf die Prognosegenauigkeit, der über den reinen Standorteffekt hinausgeht.

Implikationen

Die Ergebnisse verdeutlichen, dass der Kapitalmarkt stärker auf Prognosen von Analysten mit heimisch klingenden Namen reagiert. Zudem konnten bei heimischen Analysten tendenziell geringere Prognosefehler als bei ausländischen Analysten festgestellt werden. Die beiden Erkenntnisse haben praktische Bedeutungen sowohl für Brokerhäuser als auch für Investoren. Um die Research-Qualität zu verbessern, empfiehlt es sich für Brokerhäuser, ein internationales Analysteam zu beschäftigen, das einen kulturellen Bezug zu den gecoverten Unternehmen aufweist. Dementgegen können Investoren, die sich im Rahmen ihrer Anlageentscheidungen an den Empfehlungen von heimischen Analysten orientieren, von genaueren Prognosen und letztlich höheren Renditen profitieren.

Literatur zum Thema:

Aktuelles Arbeitspapier

Kerl, A., Schäfer, N. (2015): Do capital markets discriminate against analysts with foreign sounding names?

Literatur zum Thema Analystenresearch

Arand, D., Kerl, A., Walter, A. (2015): When do sell-side analyst reports really matter? Shareholder protection, institutional investors and the informativeness of equity research, erscheint in European Financial Management.

Kerl, A., Ohlert, M. (2015): Star-analysts' forecast accuracy and the role of corporate governance, Journal of Financial Research 38 (1), 93–120.

Arand, D., Kerl, A. (2015): Sell-side analyst research and reported conflicts of interest, European Financial Management 21 (1), 20–51.

Kerl, A., Pauls, T. (2014): Analyst herding and investor protection: A cross-country study, Applied Financial Economics 24 (8), 533–542.

Franck, A., Kerl, A. (2013): Analyst forecasts and European mutual fund trading, Journal of Banking and Finance 37, 2677–2692.

DIE AUTOREN

Die Herde im Blick



Alexander Kerl



Nils Schäfer

Alexander Kerl arbeitet seit April 2014 am Lehrstuhl für Finanzdienstleistungen der Justus-Liebig-Universität Gießen. 2014 wurde er für seine Forschungsleistungen im Bereich Analystenresearch und Herdeneffekte auf Kapitalmärkten habilitiert. Seine Veröffentlichungen finden sich in wissenschaftlichen Zeitschriften, unter anderem dem renommierten „Review of Finance“. Für seine Forschung erhielt er 2014 den Finanzkompass-Innovationspreis des Finanzplatzes Hamburg e.V.

Nils Schäfer arbeitet als wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand seit Juli 2014 an der Justus-Liebig-Universität in Gießen. Er studierte internationale Volkswirtschaftslehre und Betriebswirtschaftslehre in Regensburg und Gießen. Seine Forschungsschwerpunkte sind Analystenresearch und Household Finance. Er konnte seine Forschung bereits auf unterschiedlichen nationalen sowie internationalen Konferenzen präsentieren.

knapp 730 000 Analystenberichte für 4400 Unternehmen aus acht Industrienationen, darunter die EU-5-Staaten, Japan, Schweiz und die USA. Aus jedem einzelnen Bericht wird die analystenspezifische Einschätzung bezüglich des Unternehmens extrahiert. Dabei wird neben der übergeordneten Empfehlung (Kaufen/Halten/Verkaufen) auch die Schätzung des Gewinns pro Ak-

Unternehmen beheimatet ist. Wenn z. B. ein Analyst mit einem typisch deutschen Namen (z. B. Stefan Müller) eine Kurszieländerung für ein deutsches Unternehmen (wie z. B. BMW) veröffentlicht, gilt dieser als heimisch. Wird BMW jedoch beispielsweise von François Duval ge-covert, so wird dieser (französische) Analyst aus Sicht des Unternehmens und dem dazugehörigen Kapitalmarkt als ausländisch klassifiziert. Insgesamt beläuft sich die Anzahl an Analysten im Datensatz auf 8777. Um zu bestimmen, für welches Land der Name eines Analysten typisch ist, findet ein namensbasiertes Klassifikationssystem Anwendung. Hierbei erfolgt zunächst eine Zerlegung der Personennamen sämtlicher Analysten in deren Bestandteile: Vorname, Mittelname, Präfix und Nachname.

In einem zweiten Schritt wird in einem automatisierten Prozess jeder einzelne dieser Bestandteile mit länderspezifischen Referenzlisten abgeglichen. Für die Erstellung der Referenzlisten erfolgte unter anderem ein Rückgriff auf soziodemografische Namenslisten, die im Rahmen von Volkszählungen für die unterschiedlichen Länder des Datensatzes entstanden sind. In Abhängigkeit von der Anzahl der Übereinstimmungen zwischen den Einträgen auf den länderspezifischen Referenzlisten und den einzelnen Bestandteilen des Analystennamens wird dieser schließlich einem bestimmten Herkunftsland zugeordnet. In seltenen Fällen war keine automatische Zuordnung nach dem entwickelten Algorithmus möglich, so dass auf eine manuelle Recherche mit Hilfe von Namenszyklopedien zurückgegriffen wurde. Während anhand des Namens auf die ethnische Herkunft eines Analysten geschlossen werden kann, lässt sich anhand des Brokerhauses der geografische Standort eines Analysten ableiten.

Standort als Kontrollgröße

Der Standort eines Analysten stellt eine wichtige Kontrollgröße für die Analyse dar, da sichergestellt werden muss, dass ausschließlich der Einfluss des ausländisch bzw. heimisch klingenden Namens auf

onsintermediäre zwischen Unternehmen und Investoren. Spezialisiert auf die Beschaffung, Verarbeitung und Verbreitung von bewertungsrelevanten Informationen, leisten Finanzanalysten einen maßgeblichen Beitrag zum Abbau von Informationsasymmetrien und zur Verbesserung der Kapitalmarkteffizienz. Der Research-Bericht eines Finanzanalysten enthält neben diversen Finanzkennzahlen wie z. B. Cash-flow und Ertragsprognosen in der Regel auch den Namen des verantwortlichen Analysten sowie den Namen des Brokerhauses, für das der Analyst tätig ist. Während es in der Literatur bereits Erkenntnisse darüber gibt, gemäß derer der Kapitalmarkt sensibler auf Analystenberichte reagiert, die von lokalen Brokerhäusern veröffentlicht werden, gibt es bislang kaum Erkenntnisse darüber, welcher Informationswert dem Namen des Finanzanalysten beigemessen wird. Das Forschungsvorhaben der Auto-

Nährboden für Vorurteile

Die vielfältigen Assoziationsmöglichkeiten, die Personennamen mit sich bringen, bieten Nährboden für Stereotypisierungen und Vorurteile. Von der Arbeitsmarktforschung ist hinlänglich bekannt, dass Personen mit ausländisch klingenden Namen trotz gleicher Qualifikation seltener zu Vorstellungsgesprächen eingeladen werden als Personen mit heimisch klingenden Namen. Ein ähnliches Bild lässt sich für den Immobilienmarkt konstatieren: Wohnungsinteressenten, deren Namen heimisch klingen, werden trotz gleicher Einkommenssituation mit einer höheren Wahrscheinlichkeit zu einer Wohnungsbesichtigung eingeladen als ausländische Wohnungsinteressenten.

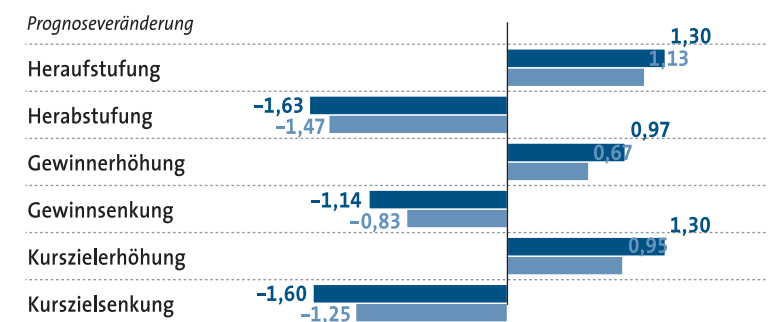
Präferenz für Vertrautes

In Bezug auf den Kapitalmarkt existieren bislang nur sehr wenige Studien, die sich damit beschäftigen, inwiefern unterschiedliche Namen sich auf das Verhalten von Kapitalmarktakteuren auswirken. So wurde in der bisherigen Literatur zumindest nachgewiesen, dass Investoren eine Präferenz für Aktien von Unternehmen haben, deren Vorstände vertraut klingende Namen tragen. Zudem wurde gezeigt, dass Investmentfondsmanager mit ausländisch klingenden Namen geringere Mittelzuflüsse erhalten als ihre Kollegen mit heimisch klingenden Namen. Ein jüngst durchgeführtes Forschungsprojekt liefert in diesem Zusammenhang neue empirische Erkenntnisse. Dabei wird untersucht, inwiefern die Namen von Finanzanalysten im Rahmen der Anlageentscheidungen von Investoren eine Rolle spielen. Finanzanalysten agieren als Informati-

Abb. 1: Marktreaktion auf die Veröffentlichung von Analystenreports

Durchschnittliche abnormale Rendite in Prozent

■ heimischer Analyst ■ ausländischer Analyst



© Börsen-Zeitung

Quelle: eigene Berechnungen