

Die Rolle der Analystenprognosen in der Schweiz

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. RUEDI VOLKART

Verfasser: TOBIAS HOCHSTRASSER

Abgabedatum: 20. Juni 2008

Executive Summary

Problemstellung

In den letzten Jahren konnten immer wieder Fälle beobachtet werden, wo Unternehmen zwar gute Gewinnaussweise publizierten, der Aktienmarkt aber dennoch mit heftigen Kursabschlägen reagierte. Die übliche Erklärung dafür ist, dass die erreichten Gewinne die Erwartungen der Analysten nicht erfüllten. Dies impliziert eine bedeutende Rolle der Finanzanalytiker, deren Meinungen die Investoren beachten und teilweise gar übernehmen. Da Analystenberichte zu den fortschrittlichsten und genauesten Informationsquellen gehören, die den Investoren zur Verfügung stehen, nimmt die Literatur an, dass die Gesamtheit der Investoren, sprich der „Markt“, ihre Erwartungen auf Basis dieser formen. US-Kapitalmarkttheoretiker beginnen Ende der 1980-Jahre damit, diese Analystenprognosen als Proxies für die Erwartungen des Marktes zu verwenden. Sie kreieren verschiedene Prognosemodelle, die aufgrund ihrer Informationsgrundlage zukünftige Gewinne vorhersagen. Um die Leistungsfähigkeit dieser Modelle zu testen, benutzen sie den von Foster (1977) vorgeschlagenen „Marktzusammenhang“. Dieser misst die statistische Beziehung zwischen der Gewinnüberraschung, d.h. der Differenz der tatsächlichen und der erwarteten Gewinne, und der entsprechenden „Marktantwort“ in Form von abnormalen Aktienrenditen.

Das Ziel der Arbeit ist es, gemäss diesem Ansatz, die Rolle der Analystenprognosen in der Schweiz zu beurteilen. Dabei lautet die zentrale Frage, welche Prognosemodelle die unbeobachtbaren Markterwartungen am besten approximieren können.

Vorgehen

Die Arbeit gibt eine zweiteilige Antwort. In einem ersten theoretischen Teil werden zunächst fünf der am häufigsten verwendeten Modelle als potentielle Proxies vorgestellt, die sich in zwei Gruppen einteilen lassen. Drei dieser Proxies gehören zu den vergangenheitsbezogenen Modellen, die sehr einfach konzipiert sind und ihre Gewinnerwartungen aufgrund von vergangenen Gewinnniveaus, Gewinnveränderungen und Aktienrenditen bilden. Sie dienen als Benchmark für zwei „Analystenproxies“, deren Grundlage eine oder mehrere Analystenprognosen sind. Dabei steht insbesondere der so genannte „Analystenkonsens“ im Fokus der Öffentlichkeit, der sich aus dem arithmetischen Mittel aller verfügbaren Analystenvorhersagen errechnet. Seine Stärken liegen darin, dass er möglichst viele Informationen in seine Erwartungen einpreist. Dagegen entsprechen die Gewinnvorhersagen des fünften Modells derjeni-

gen der aktuellsten Analystenprognose. Diese nutzt ihren „Timing-Vorteil“ aus und kann ihre Prognose auf Basis der aktuellsten Informationen erstellen.

Beide Analystenmodelle generieren nachweislich akkuratere Vorhersagen, da sie auf ein breiteres und aktuelleres Informationsset zurückgreifen.

Unter der Annahme, dass der Markt seine Erwartungen auf Basis der genauesten Informationsquellen bilden und diese von den restlichen unterscheiden kann, sind die beiden Analystenmodelle die besseren Proxies. Diese These bestätigt eine Mehrheit von früheren Studien, die vorwiegend aus den USA stammen. Dennoch weisen einzelne empirische Studien höhere Marktzusammenhänge für die angeblich schlechteren vergangenheitsbezogenen Modelle aus. Mögliche Erklärungsansätze für diese anomalen Resultate finden sich in der „analyst bias“-Theorie und der Existenz des „post-earnings-announcement drifts“.

Obwohl keine vergleichbaren Ergebnisse für den Schweizer Aktienmarkt vorliegen, sehen die Studien von Capstaff et al. (2001), Bolliger (2004) und Nöldeke (2006) die Rolle von Finanzanalytikern in der Schweiz als weniger bedeutungsvoll als in den USA. Dennoch scheinen die Analystenprognosen aus theoretischer Sicht die besseren Proxies zu stellen.

Der empirische zweite Teil untersucht den Marktzusammenhang der vorgestellten Prognosemodelle anhand eines kleinen Schweizer Samples, das 67 Unternehmen umfasst und die Geschäftsjahre 2003-2007 berücksichtigt. Dabei werden die so genannten „earnings response coefficients“ (ERC) gemäss der unten stehenden Regressionsgleichung geschätzt:

$$CAR_{it}(S) = a + b * UX_{it} / P_{S-1} + u_{it}$$

Die beiden zentralen Elemente der obigen Regressionsgleichung sind einerseits die Prognosefehler (bzw. die Gewinnüberraschung) UX und andererseits die kumulierten abnormalen Renditen CAR . Erstere sind die Differenz zwischen dem tatsächlichen EPS aus der Jahresrechnung und dem vom jeweiligen Modell vorgängig geschätzten EPS. Die Differenz beschreibt demnach den vom Modell unerwarteten Teil des Gewinns. Die abhängige Variable CAR kumuliert die täglichen abnormalen Aktienrenditen beispielsweise im Fenster $(-1,1)$ auf, wobei am Tag 0 die Gewinne der Unternehmen veröffentlicht werden. Die beiden Indizes i und t bedeuten, dass die jeweilige Beobachtung vom Unternehmen i des Jahres t stammt.

Der ERC ist nun die Steigung b der obigen Gleichung. Er setzt also den Prognosefehler UX , skaliert durch den Aktienpreis P , in einen linearen Zusammenhang mit der zugehörigen kumulierten abnormalen Rendite CAR .

Nimmt man an, dass der Gewinn der aktuellen Periode die einzige Variable ist, die den Aktienkurs beeinflusst, so basiert die Methode auf folgender Idee: Falls Prognosefehler gewinnrelevante Informationen reflektieren, die das Prognosemodell nicht eingepreist hat, dann korrelieren diese positiv mit den zugehörigen abnormalen Aktienrenditen. Dasjenige Vorhersagemodell, das den höchsten statistischen Zusammenhang herstellt, gilt dabei als der beste Proxy für die Markterwartungen.

Aufgrund der beschränkten Anzahl an verfügbaren Daten misst die Arbeit die verschiedenen ERC-Koeffizienten mit einer gepoolten Schätzmethode. Das bedeutet, dass mit den Beobachtungen aller Unternehmen und über sämtliche untersuchten Geschäftsjahre gemeinsam je ein ERC pro Modell geschätzt wird. Diese zugleich wichtigste Restriktion besagt, dass für alle Unternehmen dieselbe lineare „price-earnings relationship“ besteht.

Resultate

Es werden für jedes Modell zwei Tests mit den unterschiedlichen Kumulationsfenstern (-1,1) und (-3,3) für die kumulierten abnormalen Renditen durchgeführt. Da kurze Fenster ein besonders hohes Fehlerpotential bergen, wird neben dem üblichen (-1,1) Fenster noch das siebenbägige Fenster (-3,3) in die Analyse miteinbezogen.

Obwohl die ERC-Koeffizienten für das längere Fenster durchwegs höher ausfallen, liefern beide Tests ähnliche Ergebnisse. Es kann dabei kein Marktzusammenhang für die beiden Analystenproxies nachgewiesen werden. Die gemessenen ERC's zeigen zwar für den Analystenkonsens eine positive Beziehung, diese ist jedoch auf dem 5%-Niveau nicht signifikant. Für die aktuellste Analystenprognose besteht kein statistischer Zusammenhang. Die Schätzungen zu den beiden Modellen weisen, verglichen mit ähnlichen früheren Studien, zudem sehr tiefe R^2 -Statistiken aus.

Im Gegensatz dazu sind sämtliche geschätzten ERC's der vergangenheitsbezogenen Modelle signifikant positiv. Erstaunlicherweise erweist sich das einfachste Modell, ein „Random Walk“-Modell auf Jahresbasis, als der beste Proxy. Des Weiteren bewegen sich die R^2 -Statistiken im Bereich früherer Studien. Diese Ergebnisse widersprechen somit den Erkenntnissen aus dem theoretischen Teil. Sie unterstützen folglich die These, wonach Analystenprognosen in der Schweiz wenig Bedeutung haben.

Allgemeine Beurteilung

Es zeigt sich, dass keine direkten Schlüsse aus US-Studien für die europäischen Aktienmärkte gezogen werden dürfen. Die erhaltenen Resultate untermauern, dass die unterschiedlichen

Accounting-Standards, die Corporate Governance Richtlinien und auch die unterschiedliche Bedeutung der Finanzmärkte in den verschiedenen Ländern ins Gewicht fallen und insbesondere für die Schweiz eine vergleichsweise untergeordnete Rolle der Analysten implizieren.

Diese ersten empirischen Ergebnisse für den Schweizer Markt, welche die Arbeit für diesen Forschungsbereich bereitstellt, dürfen allerdings nicht überbewertet werden. Aufgrund der geringen Anzahl an untersuchten Firmenjahren nimmt der Autor teilweise gewichtige Einschränkungen vor. Auch ist die verwendete Testanordnung in der Literatur nicht unbestritten. So geht diese beispielsweise von einer linearen Beziehung zwischen den Variablen UX und CAR aus, was verschiedene Forscher ablehnen. Weiter scheinen gepoolte Schätzungen durchwegs zu tiefe ERC's zu liefern, was mit einer firmen- oder einer branchenspezifischen Testmethode, wie dies Teets und Wasley (1996) vorschlagen, behoben werden kann.

Die durchgeführten Tests bieten eine Grundlage für weitere Untersuchungen in der Schweiz. Dafür ist jedoch eine Ausweitung des Firmensamples notwendig, damit differenzierte Untersuchungen möglich werden. Eine interessante Fragestellung wäre beispielsweise, ob die Analystenprognosen im Fall von Grossunternehmen wichtiger sind als bei kleineren Firmen. Prüfenswert erscheint dem Autor auch die Frage, ob der Markt Analysteneinschätzungen beachtet, falls diese eine hohe Streuung aufweisen und sich folglich uneinig sind.

Schliesslich führt die Arbeit ins neue Gebiet der „intelligenten Proxies“ ein. Diese generieren ihre Gewinnvorhersagen auf Basis mehrerer Analystenprognosen, wobei sie diese jedoch nach bestimmten Prognose- und Analysteneigenschaften auswählen. Der Autor schlägt auf der Grundlage einer eingehenden Literaturrecherche einen solchen Proxy vor. Dieser beachtet, gemäss den wichtigsten zwei Eigenschaften nur aktuelle Prognosen, die von Analysten mit einer hohen Reputation herausgegeben werden. Im Gegensatz zum Analystenkonsens ist dabei ein lineares Gewichtungssystem zu bevorzugen, das ältere Prognosen diskriminiert und besonders aktuelle Vorhersagen bevorzugt. Obwohl dieser Proxy nur mit einer breiten Datengrundlage testbar ist, sieht der Autor erhebliches Potential in diesem Bereich.