

**Fifty-Fifty.
Aktienempfehlungen und Börsenkurse.
Wirkungen und Nutzen von Anlagetips
in den Wirtschaftsmedien**

Thomas Schuster

Institut für
Kommunikations- und Medienwissenschaft
Universität Leipzig
E-mail: Thomas.Schuster@rz.uni-leipzig.de
www.tom-schuster.de

Entwurf: März 2003

Für freundliche Unterstützung, Kommentare und wertvolle Hinweise darf ich mich bei Günter Bamberg, Brad M. Barber, Hans-Bernd Brosius, Wolfgang Donsbach, Christian Fenner, Eurico Ferreira, Werner Früh, Wolfgang Gerke, Michael Haller, Jürgen Heinrich, Jan Pieter Krahenen, Walter Krämer, Marcel Machill, Burton Malkiel, Ike Mathur, Christoph Neuberger, Klaus Röder, Reinhart Schmidt, Jan Aslak Stannies und Volker Wolff bedanken.

Abstract

The business media play an active role in influencing stock prices. Statistically significant excess returns at the time of the publication of stock recommendations have been documented many times. Frequently these abnormal gains begin to accumulate long *before* the publication date. In most cases they reach their highs on the day the recommendations are disseminated to the public. With few exceptions a price reversal sets in shortly thereafter: Excess returns in recommended stocks are at least partially given up. Many stocks now enter a period of underperformance, earning significant negative returns. The return reversions indicate that such stock price reactions are due to price pressure from "naïve" investors hoping to profit from the experts. However, most media lack any real information that is not yet reflected in stock prices. In short: There is no evidence that stock recommendations published in the media offer any systematic opportunity to outperform the market. The evidence leads to the opposite conclusion:

That investors who follow such advice will lose in the long run.

Aktienempfehlungen und Börsenkurse. Wirkungen und Nutzen von Anlagetips in den Wirtschaftsmedien

255 Kolumnen in 26 Jahren. Dies ist die Bilanz der Tätigkeit von William Peter Hamilton beim *Wall Street Journal* in der Zeit von 1904 bis zu seinem Tod im Dezember 1929, als er in seinem Haus in Brooklyn an Lungenentzündung starb. Hamilton, Nachfolger des Gründungsherausgebers Charles Henry Dow, gilt als einer der Väter des modernen Finanzjournalismus. Berühmt für seinen Instinkt, lukrative Investmentgelegenheiten aufzuspüren, wird Hamilton noch lange nach seinem Tod als hervorragender Börsen-Prognostiker und Meister der Muster-Erkennung betrachtet. Ihm wird sogar nachgesagt, drei Tage im voraus den großen Crash von 1929 prophezeit zu haben.

Im Dezember 1932, drei Jahre nach Hamiltons Tod, hält Alfred Cowles, ein Geschäftsmann aus Colorado, einen Vortrag in Cincinnati, Ohio. Der Titel seiner Ausführungen lautet "Can Stock Market Forecasters Forecast?". Cowles, der sich sehr für Themen der quantitativen Ökonomik interessiert, beschäftigt die Frage, ob es möglich sei, den zukünftigen Verlauf von Aktienkursen und -indizes zu bestimmen. Der Börsencrash hatte Zweifel an der Brauchbarkeit existierender Prognose-Modelle geweckt. Der Text seines Referats in Ohio, 1933 in der neu gegründeten Zeitschrift *Econometrica* veröffentlicht, wird zu einem Klassiker der modernen Finanzliteratur.

Cowles untersucht in seiner Studie die Trefferquote der Vorhersagen verschiedener Investmentprofis. Zu seinen Stichproben zählen die Aktienmarkt-Prognosen von 16 spezialisierten Börsendiensten, die Investment-Entscheidungen von 20 Feuerversicherungen, die Vorhersagen von 24 Finanzpublikationen sowie die Kommentare von William Peter Hamilton im *Wall Street*

Journal. Cowles ist von den Leistungen der Börsenspezialisten wenig beeindruckt: Die Treffer der Vorhersagen befinden sich bestenfalls im Zufallsbereich. Oft liegt die Performance der Prognosen um mehrere Prozent schlechter als die Vergleichsindizes.

Selbst Hamilton, dem ein solch fulminanter Ruf als Experte für Börsentrends folgt, bescheinigt er posthum nur bedingten Erfolg: Die Empfehlungen des Finanzkolumnisten, so Cowles, hätten von 1903 bis 1929 eine jährliche Rendite von 12 Prozent erreicht. Ein Portfolio aus Aktien des Vergleichsindex hätte dieses Ergebnis mit 15,5 Prozent *per annum* leicht geschlagen.¹ Die Trefferquote der Vorhersagen des *WSJ*-Kommentators sieht etwas besser aus, unterscheidet sich aber dennoch nicht von einer Zufallsverteilung. Von 90 Mal lag er 45 Mal richtig. Kurzum: Sie beläuft sich auf exakt Fifty:Fifty.

1. Einleitung

Mit dem Börsen-Boom der neunziger Jahre kam der Boom der Börsen-Berichterstattung. Der Aufschwung der Finanzmärkte wurde von einem systematischen Ausbau und einer strategischen Neuausrichtung der Wirtschaftsmedien begleitet: Anlage- und Finanzmarktthemen fanden breite Aufmerksamkeit, nicht nur in den ohnehin darauf spezialisierten Zielgruppen-Publikationen, den Anlegerzeitschriften und Finanztiteln, sondern auch in der allgemeinen Wirtschaftsberichterstattung, in den Tageszeitungen und im Fernsehen. Von den Fachblättern, bis zum Boulevard - die Börse wurde zu einem beherrschenden Thema.

Doch die Wirtschaftsberichterstattung expandierte nicht nur kräftig, sie verlagerte auch ihren Schwerpunkt: Aktien, Optionsscheine, Investmentfonds, und der möglichst lukrative Handel mit ihnen, gewannen in diesem neuen Wirtschaftsjournalismus vehement an Bedeutung.² Finanz- und Anlageinstrumente wurden zum Thema Nummer Eins. Nicht das allgemeine Wirtschaftsgeschehen oder Entwicklungen der Arbeitswelt, sondern Finanzprodukte dominierten zur Jahrtausendwende die Themen der Wirtschaftsmagazine. Und auch Jahre nach Beginn des Börseneinbruchs, so die Ergebnisse quantitativer Inhaltsanalysen, beschäftigt sich fast die Hälfte aller Beiträge mit Geldanlagemöglichkeiten.³ Andere Themen folgen weit abgeschlagen.

Rasch veränderte sich auch der Ton der Beiträge: Mit der sich im Zuge des Aufstiegs der "New Economy" vollziehenden Ökonomisierung der Öffentlichkeit wurde die Wirtschafts- und Börsenberichterstattung zunehmend positiver.⁴ Eine systematische Vermögens-Vermehrung durch Börsengewinne schien für jedermann greifbar. Diesen Eindruck konnte man zumindest aus den Medien gewinnen, die mit ihren Aktientips und Anlageempfehlungen immer rosigere Szenarien kollektiven Wohlstands entwarfen. Zum fulminanten Ende des Börsenbooms fiel der ohnehin stets geringe Anteil von *Verkaufsempfehlungen* an den Aktienbesprechungen der Analysten und Journalisten auf eine vernachlässigbare Größe.⁵ Und selbst in der Baisse, trotz gegenteiliger Belege, war der Blick der Berichtersteller tendenziell und langfristig positiv.⁶

Angesichts des hohen Stellenwerts, welchen Aktienempfehlungen in den Medien gewonnen haben, überrascht der geringe Wissensstand über diese Form der Wirtschaftskommunikation: Weder ihre Wirkungen, noch ihr Nutzen wurden bislang systematisch erforscht. Zwar wird der Untersuchung der Kurswirkungen und der Trefferquote in den Massenmedien publizierter Börsenempfehlungen seitens der angelsächsischen empirischen Finanzmarktforschung seit gut zwei Jahrzehnten rege Aufmerksamkeit zuteil. Doch der Versuch, dieses verstreute Wissen über die Preisbildung von Wertpapieren in einem Modell der Wechselwirkungen von Finanzmärkten und Finanzmedien zu verdichten, wurde noch nicht unternommen.⁷ Die Medienforschung schweigt bislang zu diesem Thema.

Im Folgenden werden die Ergebnisse von 32 Fallstudien zu den Wechselwirkungen von Aktienempfehlungen und Börsenkursen extrahiert und einer qualitativen Meta-Analyse unterzogen (Siehe Tabelle 1).⁸ Wie diese aus vorhandenem empirischen Material vorgenommene Synthese zeigen wird, tritt gerade im langfristigen Überblick ein über die verschiedensten Phasen des Marktzyklus stabiles Muster zutage. Es ergibt sich ein erstaunlich klares Bild von den Möglichkeiten und Grenzen der massenmedialen Verbreitung von Anlageinformationen. Geklärt werden sollen dabei folgende Fragen: Wie wirken Aktienempfehlungen in den Wirtschaftsmedien? Und wem nützen sie?

2. Der Publicity-Effekt: Die Stunde der Gurus

Statistische Auswertungen der Trefferquote von Aktientips lassen nichts Gutes ahnen. Kladruba und von der Lippe (2001) kommen in einer Untersuchung von 1.647 Aktienempfehlungen, die in führenden deutschen Wirtschaftszeitschriften veröffentlicht wurden, zu deutlichen Ergebnissen: Kaufempfehlungen machen die große Mehrheit der Börsentips der Wirtschaftspresse aus. Temporäre Gewinne ergeben sich in nur knapp der Hälfte der Fälle. Die Zahl der empfohlenen Aktien, die fallen - und dem Anleger damit sichere Verluste bescheren -, übersteigt die Zahl der steigenden Aktien um ein Vielfaches. Kurszielprognosen, d.h. Vorhersagen von Analysten zu Zielpreisen, die Aktien in einem bestimmten Zeitraum erreichen sollen, werden fast immer verfehlt (86,2 % der Empfehlungen mit "Kursziel").

Dorfleitner und Klein (2002) untersuchen die Qualität mittels Charttechniken getroffener Vorhersagen, die zwischen 1995 und 2001 in der Anlegerzeitschrift *Börse Online* veröffentlicht wurden. Sie bescheinigen diesen durch sogenannte "technische Analyse" getroffenen Kursprognosen ähnlich schwache Resultate: Erstens, die Trefferquoten der Prognosen sind niedrig, Erfolge ergeben sich, wenn überhaupt, nur zufällig. Zweitens, Investitions-Strategien auf der Basis dieser Prognosen sind nicht systematisch besser als der Markt - oft ist es sogar von Vorteil, sich entgegengesetzt zu den Projektionen der Propheten zu verhalten. Kurzum: Die veröffentlichten Prognosen besitzen keine Aussagekraft für die zukünftige Kursentwicklung.

Schon diese Studien liefern also ernstzunehmende Hinweise darauf, daß die Wirtschaftsmedien *in toto* weder außergewöhnliche Prognosequalitäten aufweisen, noch in der Lage sind, das Erreichen ihrer Vorhersagen selbst hervorzurufen - sonst nämlich müßte die Trefferquote wesentlich höher liegen: Ein signifikanter, jenseits zufälliger Wahrscheinlichkeiten befindlicher Anteil der Tips müßte in Erfüllung gehen. Dies jedoch scheint eben nicht der Fall zu sein. Zwar gelten Aktienempfehlungen als Publikumsbringer der Wirtschaftsmedien. Doch die empirischen Ergebnisse zum Erfolg der Empfehlungen der Medien führen zu folgender Vermutung: daß weder Journalisten, noch deren Informanten Börsenkurse systematisch treffsicher prognostizieren können.

Dies bedeutet jedoch *nicht*, daß Aktienempfehlungen stets wirkungslos bleiben. Entscheidend ist der Zeithorizont: Kurzfristig, dies wird eine im Folgenden genauer zu betrachtende Serie von Fallstudien zeigen, können Tips in den Massenmedien durchaus Aktienkurse beeinflussen. Ob durch Printmedien, per Fernsehen oder via Internet - Investoren scheinen sich durch die Empfehlungen der Börsenkommentatoren zum Kauf von Wertpapieren anregen zu lassen. Zeitweilige signifikante Preiszuwächse und ein oft sehr starker Anstieg der Handelsvolumina der besprochenen Unternehmenswerte sind die Folge. Die Tips der Profis erzeugen einen vorübergehenden Preisdruck durch Anleger, die nach den angepriesenen Papieren greifen.⁹

Insbesondere über das Fernsehen veröffentlichte Tips, so das Ergebnis mehrerer Untersuchungen, können erhebliche Kursbewegungen an den Märkten auslösen. So weist Wolfgang Gerke (2000) auf verschiedene Fälle hin, in denen Kursreaktionen auf Aktienbesprechungen im Fernsehen erfolgten. Anlageempfehlungen von "Börsengurus", so Gerke in einer Studie zur Sendung "3sat Börse", die wöchentlich im gleichnamigen Gemeinschaftskanal von ARD, ZDF, ORF und SRG läuft, besonders Tips zu kleineren Nebenwerten, können "extreme Kursauschläge bewirken". Im Durchschnitt 24 Prozent betragen die kumulierten Kursveränderungen, nachdem in Fernsehauftritten bekannter Analysten und Journalisten Aufmerksamkeit für einzelne Aktien erzeugt worden war.

Gerke erwähnt einen Fall, in dem die TV-Tips eines Analysten eine Überrendite von neun Prozent ermöglichten - *vor* der Ausstrahlung der Sendung.¹⁰ Solche ungewöhnlich starken Preisreaktionen lassen vermuten, daß einzelne Journalisten oder Analysten versucht sein könnten, durch Informationsmanipulation Kursveränderungen selbst zu produzieren. Die Kenntnis zukünftiger, über die Medien induzierter Preisschübe bietet eine günstige Gelegenheit zum *front running*: Die Insider greifen vor der Empfehlung zu und steigen aus den Positionen aus, während das breite Publikum noch am Markt ist. Ein Indiz dafür, daß dies geschieht, ist immer dann zu erkennen, wenn die Kurse einzelner Aktien anziehen, unmittelbar *bevor* sie dem breiten Publikum empfohlen werden.

Vergleichbare Vorgänge wurden in den USA für einen Insider Trading-Skandal bereits in den 80er Jahren dokumentiert, in den ein Kolumnist des

Wall Street Journal, verwickelt war: R. Foster Winans, Ko-Autor der Kolumne "Heard on the Street", gab seine Informationen vor deren Veröffentlichung an Aktienhändler der Investmentfirma Kidder Peabody weiter und teilte sich anschließend mit ihnen den illegalen Profit. Winans und seine Kontaktleute wurden nach der Aufdeckung des Skandals wegen Betrugs verurteilt. Syed, Liu und Smith (1989) gelangten später in einer Studie zu den betroffenen Aktien zu dem Ergebnis, daß die Insider-Tips bis zum Veröffentlichungstag eine Überrendite von 6,25 Prozent ermöglichten.

Das Phänomen an sich ist somit nicht neu. In den USA wurden Preisausschläge in Verbindung mit Börsentips bereits in den 70er und 80er Jahren beobachtet. Zum Beispiel im Zuge der Sendung "Wall Street Week", die seit 1970 auf dem *Public Broadcasting System* läuft: Empfehlungen, die dort gesendet wurden, führten wiederholt zu Kursreaktionen in den besprochenen Aktien. Pari (1987) dokumentiert statistisch signifikante Überschußrenditen von 0,7 Prozent am ersten Handelstag nach der Sendung für die Jahre 1983 und 1984. Doch die Gewinne waren sehr kurzlebig: Die Über-Performance verkehrte sich einen Tag später in ihr Gegenteil. Mittelfristig entwickelten sich die empfohlenen Aktien weit unter dem Marktdurchschnitt. Nach 12 Monaten lag die Performance der empfohlenen Aktien bei 8,95 Prozent. Der Markt hingegen hatte 13,05 Prozent hinzugewonnen.¹¹

Ähnliche Ergebnisse zu "Wall Street Week" liegen aus einer weiteren Studie vor: Beltz und Jennings (1997) dokumentieren eine "wenig eindrucksvolle" Überschußrendite von 0,52 Prozent am Tag nach der Sendung für die Jahre 1990 bis 1992. Sie zeigen, daß der "Publicity-Effekt", d.h. der statistisch signifikante Kursanstieg der empfohlenen Aktien, sich am stärksten am ersten Handelstag nach der Fernsehshow auswirkt - und danach verpufft. Die anfänglich positive Kursbewegung verkehrt sich in ihr Gegenteil: Die Aktien treten in eine Phase der Unter-Performance ein. Sechs Monate nach der Show liegen die vermeintlichen Überflieger-Werte erheblich hinter dem Markt zurück.

Solche Kursreaktionen im Anschluß an Empfehlungen sind zwar statistisch signifikant. Dem Privatanleger, der sich auf diese öffentlichen Informationen stützt, ist es jedoch nicht möglich, von den geringen und kurzfristigen Preisbewegungen zu profitieren: Überrenditen von 0,5 bis 1,1 Prozent werden in der Anlagepraxis durch Transaktionskosten, wie Order- und Depotgebühren,

und den Bid-Ask-Spread (der Differenz zwischen Kauf- und Verkaufskurs) mehr als aufgezehrt. Schon der Versuch, solche Gewinnsprünge auszunutzen, wird bestenfalls zu einem ausgeglichenen Ergebnis führen. Doch die besprochenen Aktien beginnen oft schon ab dem zweiten Tag nach der Empfehlung, sich schlechter als der Vergleichsindex zu entwickeln. Und damit fällt ein Verlust an.

Dies ist ein untrügliches Zeichen für den Publicity-Effekt: Wenn die Überrenditen schnell wieder verschwinden, läßt sich darauf schließen, daß die Kursreaktionen nicht durch die inhärente Substanz der Empfehlungen, sondern durch die Überreaktionen uninformatierter Investoren auf die Medienberichte hervorgerufen wurden. Der Anleger, der solchen Empfehlungen folgt, fällt hinter den Markt zurück: Aus dem anfänglichen Kursanstieg hat er keinen Nutzen, da er ihn nicht mitvollzieht. Den Kursabstieg hingegen schon. Statt erhoffter Gewinne ergeben sich so mitunter erhebliche Verluste relativ zum Markt.

*** Hier Tabelle 1 einfügen ***

Auch Anlagetips im Internet können einen starken Publicity-Effekt bewirken. Zum Beispiel Veröffentlichungen der Website *Motley Fool*, einer führenden amerikanischen Finanz-Website: In einer Untersuchung zum Verhalten von Internet-Investoren fanden Hirschey, Richardson und Scholz (2000) statistisch signifikante Preissprünge in den Aktien, die auf dieser Website besprochen wurden. 3,36 bis 3,72 Prozent betrug die Überschubrendite am Tag nach den Empfehlungen. Zusammen mit Preisbewegungen am Tag *vor* und am Tag nach den Empfehlungen ergab sich ein durchschnittlicher außergewöhnlicher Gewinn von 6,08 bis 6,87 Prozent.

Auch das Handelsvolumen der besprochenen Aktien stieg zeitweilig stark an und lag in der Periode um die Veröffentlichungen um durchschnittlich 568,12 Prozent über normal - ein ernstzunehmender Hinweis darauf, daß die Publikationen der Gurus einen großen Einfluß auf Privatanleger ausüben können. Fazit der Studie: "Aktienempfehlungen, die im Internet veröffentlicht werden, bewegen Preise und Handelsvolumina."¹² Intensiviert wurden diese Effekte wahrscheinlich dadurch, daß sich ein Großteil der Tips des *Motley Fool* während der Untersuchungsperiode auf Internet-Unternehmen bezog -

ein Geschäft, das, wie sich nach dem Kollaps der "New Economy" zeigte, seine "Kursphantasie" vor allem aus der Imagination bezog.

Ähnliche empirische Ergebnisse liegen zu Wirtschaftspublikationen aus dem Printbereich vor: Benesh und Clark (1994) finden statistisch signifikante Marktreaktionen auf Empfehlungen in der Finanzzeitschrift *Barron's*. Die Überschubrenditen belaufen sich auf durchschnittlich 1,8 Prozent am Ereignistag; danach werden keine ungewöhnlichen Ausschläge festgestellt. Han und Suk (1996) dokumentieren Kurseffekte auch nach der Veröffentlichung von Analystenempfehlungen in der Kolumne "Research Reports" von *Barron's*. Die Kursbewegung beläuft sich auf 0,54 Prozent am Veröffentlichungstag; auch in diesem Fall verschwindet sie am Tag danach. Der ungewöhnliche Preiszuwachs wird innerhalb von fünf Handelstagen durch eine signifikante negative Performance revidiert.¹³

Prägnant sind solche Reaktionen mitunter bei kleineren Werten, die weniger im Rampenlicht der Öffentlichkeit stehen.¹⁴ Dann können die Medien kurzfristig zu Überreaktionen unter Investoren beitragen. Trahan und Bolster (1995) zeigen, daß kurzfristige Kurssprünge bei kleinen Firmen mitunter besonders stark ausfallen: Die Forscher finden für 144 empfohlene Aktien abnormale Renditen von durchschnittlich 2,1 Prozent. Diese Gewinne sind über das Sample nicht gleichmäßig verteilt: Die Untergruppe, die aus den kleinsten Unternehmen gebildet wurde, reagiert auf die Empfehlungen am stärksten. Unternehmensgröße und der Publicity-Effekt stehen in inverser Beziehung zueinander. Doch auch solche Gewinne werden revidiert: Die Preisanpassung dauert nur wenige Minuten.¹⁵ Danach setzt die Gewinnerosion ein.

Auch Trend-Werte, die schon in der Vergangenheit eine gute Performance aufweisen, können mitunter eine ausgeprägte Resonanz provozieren - ein Grund dafür, daß zahlreiche Ereignis-Studien abnormale Kursgewinne nachweisen, die schon Tage vor den Veröffentlichungen einsetzen: Viele Empfehlungen beziehen sich auf "heiße" Aktien, die bereits im Aufwind sind und sich vielleicht, so die mutmaßliche Hoffnung der Tip-Geber, nach einer gezielten Veröffentlichung noch ein Stück weiter bewegen werden - und meist doch schnell "erkalten".¹⁶ Denn, wie eine genauere Analyse zeigen wird: Die Meinungen folgen dem Markt, nicht umgekehrt.

3. Börsenempfehlungen: Nachrichten, aber keine Neuigkeiten

Wie groß sind die Chancen, aus veröffentlichten Meinungen gewinnbringende Informationen zu ziehen? Tumarkin und Whitelaw (2001) sind dieser Frage für die *message boards* des Internet nachgegangen. Dazu haben sie 181.633 Meinungsbeiträge der Finanzseite *RagingBull.com* analysiert. Um sie auf ihre Kursrelevanz zu überprüfen, wurde die Zahl und Art der Meinungsbeiträge zu den Preisbewegungen in den erwähnten Aktien in Beziehung gesetzt. Das Ergebnis: Eine hohe Diskussionsintensität und ein positives Meinungsbild korrespondieren mit ungewöhnlichen Aktiengewinnen. Besonders positiv besprochene Aktien erfahren eine besonders positive Entwicklung - *in den Tagen vor dem aufgeregten Geplauder im Internet*.

Auf positive Einschätzungen, so Tumarkin und Whitelaw, folgen weitere positive Einschätzungen. Auf positive Einschätzungen folgt ein stark erhöhtes Handelsvolumen. Auf positive Einschätzungen folgen aber *keine* signifikanten Aktiengewinne. Unter dem Strich sind die Renditen nach dem Ereignistag: gleich Null.¹⁷ Das heißt: Aus der Publikumsresonanz in den Finanzforen lassen sich keine brauchbaren Preisprognosen ableiten; das Meinungsbild liefert keine systematisch verwertbaren Vorhersagen. Nicht die Meinungen machen den Markt, der Markt bedingt die Meinungen. Oder anders formuliert: Für den Markt sind die Nachrichten auf den *message boards* keine Neuigkeiten.¹⁸

Sanjiv Das und Mike Chen (2001) gelangen in einer der interessantesten Studien zum Informationsgehalt der Finanz-Webseiten zu ähnlichen Einsichten. Auf der Basis einer statistischen Auswertung von 85.000 Nachrichten in den *message boards* von *Yahoo!* stellen sie fest: Daß das Nachrichten-Volumen im Internet und das Handels-Volumen an den Finanz-Märkten stark korrelieren. Daß zwischen Stimmungs-Schwankungen und Kurs-Schwankungen eine Beziehung besteht. Daß die Nachrichten-Dichte mit der Schwankungsbreite der Kurse zunimmt. Doch, so Chen und Das, die Marktteilnehmer verhalten sich reaktiv. Die Märkte eilen den Meinungen voraus. Gerade überraschende Preisumschwünge werden kaum antizipiert. Kurzum: Die Informationen in den Internet-Foren besitzen keinen Vorhersage-Gehalt.

Ähnliches meldete *Die Telebörse*, ein Finanzmagazin, das auf die Bedürfnisse des Anlegers spezialisiert war. Nur wenige Monate vor ihrem eigenen, sehr frühzeitigen Ausscheiden aus dem Markt, nach nur zweijährigem Bestehen, berichtete die Zeitschrift über den begrenzten Nutzen von Analysten-Empfehlungen, die in den "Finanzportalen" des Internet abrufbar sind: Die Mehrzahl der Prognosen liege daneben und schaffe keinen Anlegernutzen.¹⁹ Weder die Meinungen von Privatleuten, noch die Empfehlungen von Investmentprofis scheinen somit dem Kleinanleger den "Informationsvorsprung" zu verschaffen, zu dessen Verwirklichung das Internet einst begeistert begrüßt wurde.

Auch Tips in den Printmedien sind für deren Nutzer zumeist ein schlechtes Geschäft. Wie die Aktien demonstrieren, die in der Kolumne "Inside Wall Street" der Wirtschaftszeitschrift *Business Week* besprochen werden: Werte, welche dort positiv erwähnt werden, so eine Studie von Mathur und Waheed (1995), zeigen eine signifikante positive Kursentwicklung - *in den Tagen und Wochen vor solchen Veröffentlichungen*. Der außergewöhnliche Gewinn beginnt circa zwei Monate vor dem Publikationsdatum zu kumulieren. Er erreicht seinen Höhepunkt am Veröffentlichungstag der Kolumne mit einer Überschußrendite von 1,71 Prozent, bei stark erhöhten Handelsvolumina. Vom Tag davor bis zum Tag danach ergibt sich eine durchschnittliche Überschußrendite von 2,63 Prozent.²⁰

Doch der Kurseffekt nach den Presseberichten ist nur von kurzer Dauer, im Schnitt ein bis zwei Tage. Wenn überhaupt, können nur Großinvestoren und Insider, die geringe Transaktionskosten tragen, von solchen Kursbewegungen profitieren. Mittelfristig, so Mathur und Waheed, weisen die besprochenen Aktien eine *negative* Performance relativ zu ihren Vergleichsindizes auf. Die Empfehlungen kommen somit, wenn überhaupt jemandem, dann denen zugute, die die Werte *bereits vor* der Veröffentlichung besitzen. Diejenigen, die nach den Veröffentlichungen kaufen, ziehen daraus keinen Nutzen - sie haben einen Unter-Performer erworben. Die Negativrendite der besprochenen Aktien, relativ zum Vergleichsindex, beträgt nach sechs Monaten durchschnittlich 5,33 Prozent.²¹

Sant und Zaman (1996) treffen in einer Studie mit dem bislang größten Sample von "Inside Wall Street"-Artikeln praktisch dieselben Befunde: Die

Mehrzahl der Kommentare in der Wirtschaftszeitschrift sind positiv (8:1). Die solcherart besprochenen Aktien neigen um den Publikationstag zu Überrenditen. Diese Überrenditen beginnen schon Wochen vorher zu kumulieren. Sie erreichen zur Veröffentlichung der Kolumne ihren Höhepunkt mit einer Überschußrendite von 1,16 Prozent. Die Handelsvolumina der betroffenen Aktien sind stark erhöht. Vom Tag davor bis zum Tag danach ergibt sich eine durchschnittliche Überschußrendite von 2,44 Prozent. Danach läuft der Trend in die Gegenrichtung.

Die Negativrendite der besprochenen Aktien beträgt nach sechs Monaten durchschnittlich 6,80 Prozent.²² All dies deutet darauf hin, daß die Meinungen dem Markt folgen, nicht umgekehrt. Der Grund dafür liege darin, daß der kursrelevante Informationsgehalt schon vor den Veröffentlichungen ausgeschöpft sei. Analysten hätten kaum ein Interesse daran, Insider-Informationen preiszugeben, ohne daraus einen Nutzen gezogen zu haben. Die Kursauschläge im Zuge der Veröffentlichungen würden durch den Publicity-Effekt ausgelöst. Es handele sich somit um nichts anderes als *self-fulfilling prophecies*. Sant und Zaman folgern: "Wir schließen daraus, daß die *Business Week* Stories nur einen geringen Nutzen für ihre Leser haben."²³

Nicht anders beim *Wall Street Journal*. Der führenden Wirtschaftszeitung der USA wurde besonders große wissenschaftliche Aufmerksamkeit zuteil. Kaum ein Ressort der Zeitung, das nicht auf seine Kursrelevanz überprüft wurde. Wie die Kolumne "Investment Dartboard", die monatlich erscheint: Dabei handelt es sich um ein Börsenspiel, in welchem vier Finanzmanager mit ihren Tips gegeneinander antreten - und gegen eine Zufalls-Auswahl von Aktien, die durch das Werfen von Darts auf den Kursteil des *WSJ* ermittelt wird. Nach Ablauf von sechs Monaten wird die Rendite der Profi-Auswahl mit der Rendite der Zufalls-Auswahl verglichen. Eine ganze Reihe von Studien hat sich mit dem "Dartboard" beschäftigt - alle sind zu sehr ähnlichen Ergebnissen gelangt.

Barber und Loeffler (1993) finden eine außergewöhnliche Rendite von 3,53 Prozent am Veröffentlichungstag der Empfehlungen der Investmentprofis. Insbesondere wenig liquide Firmen, Unternehmen, von denen geringe Aktienstückzahlen im Umlauf sind, werden durch die stark erhöhten Umsätze im Zuge der Tips angeschoben.²⁴ Doch die Preisbewegungen verkehren sich in-

nerhalb weniger Tage in ihr Gegenteil. In dieser Phase erzielen die ausgewählten Aktien eine negative Rendite von 2,08 Prozent. Auch Wright (1994) findet eine positive Überrendite, 3,73 Prozent am Veröffentlichungstag, die in den folgenden Handelssitzungen durch eine negative Rendite fast komplett revidiert wird: Auf den Kursanstieg folgt der Kursabstieg.

Auch Greene und Smart (1999) beobachten ungewöhnliche Renditen bei ungewöhnlichen Umsätzen: Gewinne von 3,00 Prozent am Tag 0 bei Umsätzen von 140 Prozent über normal. Diese Gewinne werden fast vollständig in den ersten Handelsminuten, bis etwa eine Stunde nach dem Bekanntwerden der Empfehlungen, realisiert.²⁵ Wer danach mitspielt, zählt zu den Verlierern: Auf den Kursanstieg folgt der Kursabstieg. Die größten Gewinner unter den empfohlenen Aktien werden nun zu den größten Verlierern. Greene und Smart zufolge verschwinden die Überrenditen innerhalb eines Monats völlig. Es ist leicht ersichtlich, daß auch in diesem Fall für Privatanleger keine Chance besteht, von der vorübergehenden Über-Performance zu profitieren.

Ähnlich Allen und Awang-Damit (1998) in ihrer Studie zum "Dartboard": Sie finden eine Überrendite von circa 3,0 Prozent am Veröffentlichungstag und zeigen, daß der positive Trend bereits *vor* der Publikation der Tips einsetzt.²⁶ Doch der Gewinn verschwindet innerhalb weniger Tage. Die Autoren vermuten, daß die Analysten die Tips an ihre Kunden weitergeben, bevor sie diese veröffentlichen. Metcalf und Malkiel (1994) sowie Ghani und Thomas (1997) gelangen zu vergleichbaren Resultaten. Liang (1999), der fast fünf Jahre des Börsenspiels untersucht hat, bestätigt diese Befunde: Die Auswahl der Profis, so Liang, erzeugt einen bemerkenswerten Preisdruck, der sich am Veröffentlichungstag mit einem Plus von 2,84 Prozent auswirkt. Das Handelsvolumen liegt bei 144 Prozent über normal.²⁷ Sowohl die Überrenditen, als auch die hohen Handelsvolumina setzen schon mehrere Tage vor der Publikation ein.

Doch der Preisanstieg ist nicht permanent. Auf die kurzfristige Überrendite folgt die Preisumkehr innerhalb weniger Tage. Hätten die Tips einen Informationsgehalt, so wäre der Preisanstieg von größerer Dauer. Genau dies jedoch ist nicht der Fall: Dem geschwinden Rendite-Aufschwung folgt der prompte Preis-Abschwung - danach der kontinuierliche Kurs-Rückzieher. Das Renditekarussell ist für die Öffentlichkeit keineswegs neutral: Anleger, die den Em-

pfehlungen folgen, verlieren auf sechs Monate im Schnitt 3,8 Prozent.²⁸ Das Fazit aller sieben Studien ist dasselbe: Der Preisdruck wird durch die Reaktionen "naiver" Investoren hervorgerufen. Ein Informationsgehalt der Empfehlungen spielt, wenn überhaupt, nur eine marginale Rolle. Einzig Albert und Smaby (1996) finden keine Anzeichen für eine Rendite-Umkehr. Sie finden allerdings auch kaum Anzeichen für signifikante Renditen.

Wie das "Dartboard" wurde auch die Kolumne "Heard on the Street", die seit 1969 im *Wall Street Journal* erscheint, zahlreichen Wirkungsanalysen unterzogen. Davies und Canes (1978) gelangten in ihrer Pionier-Studie schon in den 70er Jahren zu Ergebnissen, die in späteren Forschungen mehrfach repliziert wurden: Die Veröffentlichung von Analystenmeinungen, so die Autoren, steht in einer meßbaren Wechselbeziehung zu den Aktienkursen. Ein Großteil der Preisbewegungen wird bereits in den Tagen *vor* der Veröffentlichung der Informationen antizipiert. In Relation dazu ist die Kursbewegung am Ereignistag vergleichsweise gering. Ungewöhnliche Profitmöglichkeiten ergeben sich auch in diesem Fall *nicht*.

Diese Befunde werden von Syed, Liu und Smith in Folgestudien zu "Heard on the Street" im wesentlichen bestätigt: Sie beobachten Überrenditen am Veröffentlichungstag und davor, eine Kursumkehr danach.²⁹ Lloyd Davies und Canes hatten nur schwache Hinweise auf eine Umkehr der Kurs-Tendenz nach dem Preisanstieg gefunden. Sie schlossen daraus, daß es sich bei den Reaktionen auf die Kolumne nicht um bloße *self-fulfilling prophecies* handelt. Doch schon diese frühe Studie zeigte, daß die Informationen der Kolumne sehr schnell in den Aktienpreisen reflektiert sind. Somit besteht, trotz eines vermuteten Informationsgehalts, keine Chance, nach Transaktionskosten eine Überrendite zu erzielen. Selbst dem wachsamem Investor wird es nicht gelingen, theoretische Gewinne in reale Wertzuwächse seines Depots umzuwandeln. Kurzum: Der Markt ist *de facto* effizient.

Auch Beneish (1991) repliziert die Studie von Lloyd Davies und Canes in wichtigen Punkten: Er zeigt, daß die wesentlichen Kursgewinne in den zwei Tagen vor der Veröffentlichung der Kolumne zustande kommen. Er findet Anhaltspunkte dafür, daß Insider, die Autoren von "Heard on the Street" oder deren Kontaktpersonen in der Finanzindustrie, schon vor dem Erscheinungstermin in den besprochenen Werten aktiv sind und die frühzeitigen Preisreak-

tionen auslösen. Im Anschluß an die Veröffentlichungen sind nur noch geringe Kurssteigerungen zu beobachten, die den Outsidern bestenfalls geringe theoretische Überrenditen ermöglichen.³⁰ Auch hier gilt: Nach Transaktionskosten bleibt von diesen rein rechnerischen Gewinnen nichts mehr übrig.³¹

In vielen Fällen weisen statistische Post-hoc-Analysen nicht einmal auf theoretische Gewinne hin: Pound und Zeckhauser (1990) demonstrieren, daß es nicht möglich ist, mit Übernahme-Gerüchten, die in "Heard on the Street" veröffentlicht werden, eine Überrendite zu erwirtschaften. Der Markt reagiert effizient auf die in der Finanzzeitung veröffentlichten Gerüchte: Sie treffen in weniger als 50 Prozent der Fälle zu und haben somit keinen prognostischen Wert. Sie bewirken keine systematischen Effekte in den Aktienpreisen. Tatsächlich haben sie im Durchschnitt praktisch gar keine Wirkung auf die Kursnotierungen.³² Mit anderen Worten: Die Nachrichten sind für den Markt keine Neuigkeiten.

Auch für andere Teile des *Wall Street Journal* ist kaum eine Kursrelevanz festzustellen - jedenfalls keine positive. So finden Ferreira und Smith (1999) keine nennenswerten Überrenditen für die Aktien, die in der Kolumne "Small Stock Focus" besprochen werden. Dort werden Nachrichten zu kleineren Unternehmen gemeldet, deren Aktien am Vortag durch große Preissprünge auffielen. Zwar kommt es am Tag der Publikation der Kolumne zu keinen ungewöhnlichen positiven Kursbewegungen, ab dem folgenden Tag jedoch setzt ein *price reversal* ein: Die Renditen sinken. Leser, die auf die Meldungen reagieren, machen also keinen außergewöhnlichen Gewinn - denn der ergab sich am Tag vor der Veröffentlichung. Sie laufen aber Gefahr, sich außergewöhnliche Verluste einzuhandeln - denn diese ergeben sich ab dem Tag nach der Veröffentlichung.

Selbst den führenden Köpfen der Finanzbranche gelingt es nicht, durch überlegene Performance zu brillieren. Zu dieser Erkenntnis sind Desai und Jain (1995) in ihrer Untersuchung von 1.599 Aktienempfehlungen gelangt, die von 1968 bis 1991 im jährlichen "Roundtable" von *Barron's* genannt wurden: Dabei handelt es sich um eine Zusammenkunft von acht bis zwölf "Wall Street Superstars" (O-Ton *Barron's*), die von der Zeitschrift jährlich zur Jahreswende an den Runden Tisch gebeten werden. Doch die Geschichte der Empfehlungen der Geldmanager ist wenig eindrucksvoll. Wie die Studie de-

monstriert, die mit Berichten aus einem Vierteljahrhundert die umfangreichste Stichprobe analysiert hat: Die jährliche Aktienselektion bringt eine Überrendite von 1,04 am Publikationstag.³³ Danach tut sich nur noch wenig.

Desai und Jain gelangen zu einem eindeutigen Ergebnis: "Die Überrenditen liegen im wesentlichen bei Null für Haltefristen von ein bis drei Jahren nach der Publikation." Sie schließen daraus: "Ein Investor, der die Empfehlungen in *Barron's* liest und dementsprechend investiert, würde nicht davon profitieren, wenn er den Kaufempfehlungen des Roundtable folgen würde." Selbst die vermeintlich Besten der Investment-Industrie schlagen also den Markt im Durchschnitt auf Dauer nicht: "Insgesamt", so Desai und Jain, "deuten unsere Ergebnisse darauf hin, daß die sogenannten 'Superstar'-Geldmanager im Durchschnitt keine überlegenen Fähigkeiten zu besitzen scheinen, Aktienempfehlungen auszusprechen."³⁴

4. Performance-Störungen: Reflexive Rendite-Reduktion

Die Erkenntnisse aus den Ereignis-Studien lassen sich zu einem Modell verdichten: Im Falle von Werten mit hoher Börsenkapitalisierung und großer Marktbreite, von Unternehmen also, deren Entwicklung von vielen Beobachtern verfolgt werden, gehen Aktienempfehlungen oft mit keinen und meist mit keinen substantiellen Preisreaktionen einher. Die guten Nachrichten sind in den Kursen bereits vorweggenommen. Immer wieder ziehen die Kurse schon vor den Empfehlungen an, was den Schluß nahe legt, daß die Tips in den Medien sich auf die gute Performance der Vergangenheit stützen. Nennenswerte Kursreaktionen bleiben in solchen Fällen aus, wahrscheinlich auch weil ein etwaiger, durch naive Investoren erzeugter Preisdruck durch die Reaktionen informierter Investoren ausgeglichen wird.

Bei Werten mit niedriger Börsenkapitalisierung und geringer Marktbreite kann die Sache anders aussehen: Auch in diesen Fällen bewegen sich die Kurse, wenn überhaupt, oft schon vor den Empfehlungen - auch hier ein Hinweis darauf, daß sich die Tips an der guten Performance der Vergangenheit orientieren.³⁵ Mitunter kommt es zu besonders heftigen Preisanpassungen schon vor dem Erscheinungstag, was den Gedanken nahe legt, daß Insider im Umkreis der Tip-Geber aktiv sind. Doch werden bei solchen Unternehmen, die

weniger im öffentlichen Rampenlicht stehen, gelegentlich auch erhebliche abnormale Renditen nach der Publikation der Empfehlungen registriert. Die Überrenditen ergeben sich vor allem am Veröffentlichungstag, oft bei stark erhöhten Umsätzen der betroffenen Werte. Die Überrenditen bleiben jedoch meist nicht an den Kursen haften: Diese normalisieren sich und fallen innerhalb weniger Tage auf Normalwerte zurück - und oft auch darunter.³⁶

Summa summarum handelt es sich bei diesem Prozeß der medieninduzierten Preisreaktion mit anschließender Kursumkehr um ein dauerhaft stabiles Muster: Ob Presse, Fernsehen oder Internet, ob an der Wall Street, an den Börsen von Amsterdam, Frankfurt und London oder am Istanbul Stock Exchange, ob in den 70er, den 80er oder den 90er Jahren - reversierende Preisreaktionen wurden im Zusammenhang mit den verschiedensten Nachrichtenangeboten, in den verschiedensten Ländern, zu den verschiedensten Zeiten dokumentiert.³⁷ Die Meinungen folgen dem Markt, der für einen kurzen Moment den Meinungen zu folgen scheint, doch schnell wieder in Richtung seines Ausgangszustandes zurück findet. Weitaus interessanter als die vielen Kaufempfehlungen sind hingegen die wenigen Verkaufsempfehlungen: Sie scheinen mitunter zu dauerhaften Kursveränderungen zu führen.³⁸

Solche Kursbewegungen werden jedoch erst *im nachhinein* sichtbar - sie sind im voraus nicht systematisch prognostizierbar. In der Tat kann man nicht mit Gewißheit sagen, ob es sich um direkte Reaktionen auf die Medieninhalte handelt: Die Fallstudien liefern nur Korrelationen, die 'mal mehr, oft weniger signifikant sind. Diese als unmittelbare Effekte der Nachrichteninhalte zu interpretieren, wäre ein unzulässiger Kausalschluß. Oft sind die Kursausschläge zwar statistisch signifikant, doch in ihrem Ausmaß so gering, daß sich kein klarer Zusammenhang ableiten läßt.³⁹ Oft handelt es sich bei den beobachteten vermeintlichen Preisbewegungen wohl nur um Artefakte.⁴⁰ Vielfach ist im voraus nicht einmal vorhersagbar, in welche Richtung die Reaktion gehen wird. Auf fast identische Nachrichten erfolgen diametral entgegengesetzte Kursbewegungen.⁴¹ Oft steht wahrscheinlich nur der pure Zufall dahinter.⁴²

So wurden für einen Zeitraum von einem Vierteljahrhundert für die Empfehlungen führender *money manager* in der Zeitschrift *Barron's* keine überdurchschnittlichen Renditen gefunden. Für die Empfehlungen führender *money manager* im *Wall Street Journal* hingegen schon - für einen Zeitraum von

nur drei Jahren.⁴³ Kaum scheinen die Zahlen auf signifikante Überrenditen hinzuweisen, schon sind diese wieder verschwunden.⁴⁴ Doch aus der Perspektive des Privatanlegers macht dies keinen Unterschied, selbst wenn die Reaktionen in die "richtige" Richtung zu gehen scheinen. Er oder sie kann selbst aus positiven Ausreißern keinen ökonomischen Nutzen ziehen.⁴⁵ Die Kursreaktionen erfolgen zu schnell und die Transaktionskosten übersteigen die kumulativen Überrenditen.

Selbst eine gezielte Suche nach dem ökonomischen Nutzen der Empfehlungen der Finanzkommentatoren führt somit zu enttäuschenden Ergebnissen. Lee (1986) erläutert: "Einige Finanzkolumnen mögen manchmal fähig sein, nützlichen Rat zu liefern, doch keiner Finanzkolumne gelingt es, ständig nützlichen Rat zu liefern."⁴⁶ Sicherlich führen Aktienempfehlungen auch zu Treffern.⁴⁷ Und schon durch Zufall ergeben sich auch Gewinnsträhnen. Doch entscheidend ist deren Wahrscheinlichkeit: Es ist garantiert kein Zufall, daß gerade die Fallstudien mit den längsten Untersuchungsperioden zu dem Ergebnis gelangen, daß man mit den Finanzratschlägen der Medien den Markt nicht schlägt.⁴⁸

Neun von zehn der von uns betrachteten empirischen Studien zeigen, daß es keiner Publikation gelingt, eine Erfolgssträhne über einen längeren Zeitraum aufrechtzuerhalten (Siehe Tabelle 2). Shepard (1977) hat 1.008 Empfehlungen in sieben Publikationen in einem Sechs-Jahres-Zeitraum untersucht. Er schreibt: "36 Monate nach ihrer Veröffentlichung hatten die Empfehlungen von sechs der sieben Publikationen im Durchschnitt relative Verluste zwischen 7 und 13 Prozent erlitten."⁴⁹ Dimson und Marsh (1986) bringen ihre Ergebnisse folgendermaßen auf den Punkt: "Trotz substantieller Unterschiede in der Performance verschiedener Publikationen, schafft keine eine statistisch signifikante Über-Performance über einen Zeitraum von ein und zwei Jahren nach der Veröffentlichung der Empfehlungen."⁵⁰ Untersuchungen zur Performance von Börsenbriefen gelangen zu keinem anderen Ergebnis.⁵¹

Einzeltreffer und kurzfristige Ausreißer werden gerne in der Eigenwerbung der Medien zitiert. Oft wird durch vorsortierte Stichproben, die sich auf die Gewinner konzentrieren, der Eindruck einer systematischen Über-Performance erzeugt. Doch sie widersprechen unserer Folgerung nicht: Je länger der Betrachtungszeitraum und damit die Verlässlichkeit der Daten, das heißt je ge-

ringer die Wahrscheinlichkeit, daß man periodenspezifische Abweichungen von der Norm erfaßt, desto klarer wird: Daß die Renditen der Aktienempfehlungen nicht dem Know-how ihrer Urheber, sondern einer Zufallsverteilung folgen.⁵²

Dimson und Marsh stellen deswegen zurecht fest: "Es wäre unangemessen zu behaupten, daß von einer Ratgeber-Kolumne mit einer guten Erfolgsquote sicher zu erwarten ist, daß sie ihren Anlageerfolg wiederholen wird."⁵³ Die Erklärung dafür ist naheliegend: In wettbewerbsintensiven Märkten kann ein gewinnbringender Informationsvorteil auf der Basis öffentlicher Quellen nie lange bestehen bleiben. Denn jede Erfolgsmethode ruft umgehend Nachahmer auf den Plan. Dies ist gerade im Medienmarkt der Fall, denn dort ist die Konkurrenzbeobachtung besonders ausgeprägt. Gewinnversprechende Informationsquellen haben somit eine besonders kurze Halbwertszeit. Ihre Art der Nachrichtenanalyse und -aufbereitung wird bald kopiert. Etwaige Informationsasymmetrien werden folglich schnell verschwinden.

Doch mit der sinkenden Exklusivität der Medieninhalte sinkt der von ihnen zu erwartende Nutzen: Geheimtips, die jeder kennt, sind keine. So geht jeder systematische Informationsvorteil schnell wieder verloren: Je größer eine Chance, desto schneller wird diese Lücke ausgenützt. Doch die Ausnutzung der Lücke führt zur Beseitigung ihrer Bedingungen. Digitale Kommunikationsmittel und computergestützte Analysemethoden tragen heute dazu bei, daß das Aufspüren und Ausnutzen außerordentlicher Profit-Gelegenheiten immer zügiger abläuft. Komparative Informationsvorteile werden somit rapide abgebaut.

*** Hier Tabelle 2 einfügen ***

Dies schließt nicht aus, daß einzelne Publikationen einen zeitweiligen Vorsprung erlangen.⁵⁴ Doch der Erfolg verkehrt sich in sein Gegenteil: Publikationen, die ein gutes Produkt liefern, werden ihre Kundenbasis verbreitern - und genau dadurch ihren Informationsvorsprung einbüßen. Gelingt es einer Finanzzeitschrift, mit ihren Empfehlungen kurzfristig den Markt zu schlagen, so wird die Öffentlichkeit schnell darauf aufmerksam werden - spätestens wenn das Blatt zur Gewinnung neuer Leser mit dieser Leistung wirbt. Damit jedoch geht der komparative Vorteil verloren: Denn je weiter eine Information ver-

breitet ist, desto geringer ist ihr ökonomischer Nutzen. Langfristig ist es somit einer Wirtschaftspublikation kaum möglich, ihrem Publikum einen konsistenten und schon gar nicht einen großen Nutzen zu liefern.

In Wirklichkeit leisten die kapitalmarktorientierten Wirtschaftsmedien mit Aktienempfehlungen ihren Nutzern mehrheitlich einen Bärenienst. Diejenigen Fallstudien, die sich nicht nur für ein schmales Ereignisfenster um den Veröffentlichungstag interessieren, sondern die langfristige Performance der publizierten Aktientips gemessen haben, kommen zu einem klaren Ergebnis (Siehe Tabelle 2). Ob auf sechs Monate oder ein Jahr, auf zwei oder drei Jahre: Die Renditen unterscheiden sich entweder nicht entscheidend von Null oder sie sind deutlich negativ. Positive Ausnahmen gibt es kaum. Die Zahlen lassen keinen Zweifel: Die Aktienempfehlungen in den Medien machen mehrheitlich eine mittelfristige Unter-Performance gegenüber einer passiven Anlagestrategie sehr wahrscheinlich.

Tatsächlich handelt es sich dabei für den Privatanleger um das realistischste Szenario: Ein Großteil der Tips erzielt mittelfristig schon auf dem Papier eine abnormale negative Rendite. Die Kurse hinken in Relation zu ihren Vergleichsindizes erheblich hinterher. Die Verluste aus den uns vorliegenden Fallstudien lagen nach sechs Monaten zwischen -0,71 und -6,80 Prozent. Nach einem Jahr liegen die Negativrenditen bei bis zu -7,23 Prozent. Vor Transaktionskosten. Addiert man diese hinzu, um zu einem realitätsnahen Bild zu gelangen, so verstärken sich die Verluste weiter.⁵⁵ Selbst in den Fällen, in denen die Renditen nahe oder über Null liegen, ergibt sich somit unter dem Strich ein negativer Saldo.

Dies führt zu dem Schluß, daß Investoren auf Dauer entweder keinen Nutzen aus den Finanzratschlägen der Medien ziehen oder sogar einen Schaden davon haben. Eine Chance, systematisch den Markt zu schlagen, liefern die Tips der Öffentlichkeit nicht. Eine solche Chance bietet sich nur denjenigen Insidern, Analysten und Journalisten sowie Personen aus ihrem Umfeld, die schon vor der Veröffentlichung die Empfehlungen in die Tat umsetzen. Es liegt in der Logik dieser Situation, daß der potentielle systematische Gewinn der Insider sich aus einem potentiellen systematischen Verlust der Outsider speist. Somit wäre es nicht verwunderlich, wenn sich in der Mehrzahl der Fälle für den Privatanleger unter dem Strich ein Negativsaldo ergibt. Für ihn ist

der Nettoeffekt bestenfalls gleich Null. Wahrscheinlich jedoch stehen seine Chancen schlechter als Fifty:Fifty.

5. Zusammenfassung

Aktienempfehlungen in den Wirtschaftsmedien können unter Umständen Börsenkurse bewegen. Doch insoweit es zu Ausschlägen kommt, ist der Kursanstieg meist nur von kurzer Dauer. Studie um Studie beweist: Auf die Kursausschläge nach den Tips in den Medien folgen *price reversals*: Sobald die öffentliche Aufmerksamkeit abebbt, läuft die Preisbewegung in die Gegenrichtung, tendieren die Überrenditen gegen Null - und oft auch darunter. Dies ist stets ein Indiz dafür, daß nicht fundamentale Faktoren, sondern der Schub durch die Medien die Kurse treibt.

Dem Privatanleger ist es nicht möglich, systematisch aus solchen Kursumschwüngen Nutzen zu ziehen: Die Renditegewinne am Veröffentlichungstag sind für ihn praktisch nicht relevant, da diese meist schon in den Eröffnungskursen enthalten sind und somit keine Chance besteht an ihnen zu partizipieren. Entscheidend ist die Kursentwicklung ab dem Tag danach. Doch die Überrenditen für die verschiedensten Haltefristen, von kurzen Betrachtungsperioden bis zu Zeiträumen von mehreren Jahren, liegen nahe Null oder darunter. Es gibt somit keinen Grund zu der Annahme, daß Journalisten oder deren Informanten die Fähigkeit besitzen, eine systematisch überlegene Aktienselektion zu treffen.⁵⁶

Schon Alfred Cowles wies in seinem Vortrag vor der Econometric Society im Dezember 1932 darauf hin, daß unter manchen Tipgebern eine Tendenz besteht, besonders erfolgreiche Aktienempfehlungen hervorzuheben. Die weniger glücklichen Tips werden einfach verschwiegen.⁵⁷ Doch davon gibt es jede Menge: Selbst die besten Prognostiker, so Cowles zur Performance der Finanzpublikationen, liegen, wenn überhaupt, kaum besser als der Zufall.⁵⁸ Viele von denen, die eine weniger glückliche Hand haben - und das ist die Mehrheit - liegen hingegen systematisch falsch. Daran hat sich nichts geändert.⁵⁹

In der Tat bildet eine mittelfristige Unter-Performance gegenüber dem Marktdurchschnitt das wahrscheinlichste Szenario: Überrenditen in den Medien empfohlener Aktien sind auf mittlere Sicht die Ausnahme. Die meisten

Tips sind nicht nur nicht besser als der Markt, sie hinken diesem systematisch hinterher. Spätestens nach Berücksichtigung von Transaktionskosten ergibt sich für die Anlagebedingungen, unter denen der Privatanleger handelt, ein Verlust. Diejenigen, die den Lärmmachern auf den Leim gehen, werden systematisch von ihrem Geld getrennt.

Die Finanzkommentatorin Jane Bryant Quinn stellt dazu fest: "Die Artikel klingen, als würde der Journalist die richtigen Aktien oder Investmentfonds kennen, die man kaufen sollte. Tatsache jedoch ist, wir wissen es nicht."⁶⁰ Finanzwirtschaftliche Studien äußern also zurecht den Verdacht, daß die überwiegende Mehrzahl der Empfehlungen auf bloßer Lärmproduktion beruht und somit ohne Informationsgehalt ist.⁶¹ Unter dem Druck, zu kurzfristigen Entwicklungen Stellung zu nehmen, wird Kompetenz vorgetäuscht, selbst wenn diese gar nicht vorhanden ist.

Es läßt sich somit feststellen, daß die Werbebehauptungen der Wirtschaftsmedien, sie lieferten einen Nutzwert, indem sie der Masse der Anleger einen Vorteil verschaffen, einer systematischen Überprüfung nicht standhalten. Das Gegenteil ist der Fall: Jeder Euro, den der Anleger in die Wirtschaftsmedien investiert, schmälert seinen Gewinn und wirft ihn hinter den Markt zurück. Ehrlichkeitshalber müßten die Medien ihre Finanzratschläge also mit folgendem Hinweis versehen: "Achtung: Gewinne, die sich aus der Befolgung unserer Aktienempfehlungen ergeben, sind rein zufällig."

6. Coda

17.457 Aktienprognosen in 67 Jahren. Dies ist die Bilanz des "virtuellen" William Peter Hamilton, den drei amerikanische Finanzwissenschaftler im Computer modelliert haben, um den Ruf des "echten" William Peter Hamilton zu retten: Wie wir wissen, hatte Alfred Cowles, der Geschäftsmann aus Colorado, in seiner Arbeit "Can Stock Market Forecasters Forecast?" die Bilanz des *Wall Street Journal*-Kolumnisten kritisch beurteilt. Die Trefferquote der Vorhersagen Hamiltons, so Cowles, unterschied sich kaum von einer Zufallsverteilung. Ein Portfolio der von ihm empfohlenen Aktien wäre mit durchschnittlich über drei Prozent *per annum* hinter dem Vergleichsindex gelegen.

Brown, Goetzmann und Kumar (1998) haben Cowles' Daten einer Sekundäranalyse unterzogen und versucht, seine Resultate zu revidieren. Dazu haben sie ein Neuronales Netz anhand der 255 Editorials des Kolumnisten auf dessen Prognosetechnik trainiert und, durch Nachahmung seiner Entscheidungsprozesse, einen "Hamilton-Automaten" konstruiert. Ziel war es, die Erfolgsquote und Robustheit seiner Anlage-Strategie einem Langfrist-Test zu unterziehen. Das Ergebnis: In der Re-Interpretation von Brown, Goetzmann und Kumar beläuft die jährliche Performance des Portfolios von 1902 bis 1929 sich auf 10,73 Prozent - bei verringertem Risiko gegenüber dem Benchmark-Index. Dessen Performance beträgt jährlich 10,75 Prozent.

Im Dauertest des "Hamilton-Automaten" für die Zeit von 1930 bis 1997 ergibt sich folgendes Bild: Unter realistischen Handelsbedingungen würde seine Strategie keine nennenswerten Überrenditen generieren. Denn ein gelegentlicher Vorsprung gegenüber dem Vergleichsindex verschwindet, sobald man Transaktionskosten und Zeitverzögerungen zwischen der Veröffentlichung der Empfehlungen und deren Umsetzung in Rechnung stellt. Berechnet man die Rendite ab dem Tag nach der Abgabe der Tips - das realistischste Szenario - ist die Performance schlechter als der Index. Unter dem Strich ist die Rendite der Methode dieses Meisters der Mustererkennung von der Marktrendite kaum zu unterscheiden.

TABELLE 1

**Überblick: Literatur zu den Kurswirkungen
von Aktientips in den Wirtschaftsmedien**

- Kaufempfehlungen -

	Forscher	Publikation	Zeitraum	Sample	Überrendite ^a
[1]	Yazici und Muradoglu (2001)	<i>Moneymatik</i> "Investor Ali"	1993-98	199	2,49
[2]	Desai, Liang und Singh (2000)	<i>Wall Street Journal</i> All-Star Analysts	1993-96	1.157	0,42
[3]	Ferreira und Brooks (2000)	<i>Wall Street Journal</i> "Insider Trading Spotlight"	1994-95	268	0,63
[4]	Hirschey, Richardson und Scholz (2000)	<i>The Motley Fool</i> "Rule Breaker"	1994-98	21	1,60
[5]	Ferreira und Smith (1999)	<i>Wall Street Journal</i> "Small Stock Focus"	1993	398	-0,36
[6]	Greene und Smart (1999)	<i>Wall Street Journal</i> "Dartboard"	1988-92	199 ^b	3,00
[7]	Liang (1999)	<i>Wall Street Journal</i> "Dartboard"	1990-94	208	2,84
[8]	Allen und Awang-Damit (1998)	<i>Wall Street Journal</i> "Dartboard"	1990-91	90	2,60 - 3,28
[9]	Beltz und Jennings (1997)	<i>PBS</i> "Wall Street Week"	1990-92	734	0,52
[10]	Ghani und Thomas (1997)	<i>Wall Street Journal</i> "Dartboard"	1990-92	66	2,99
[11]	Albert und Smaby (1996)	<i>Wall Street Journal</i> "Dartboard"	1988-91	140	3,2
[12]	Han und Suk (1996)	<i>Barron's</i> "Research Reports"	1991	521	0,54
[13]	Sant und Zaman (1996)	<i>Business Week</i> "Inside Wall Street"	1976-88	328	1,16
[14]	Desai und Jain (1995)	<i>Barron's</i> Annual Roundtable	1968-91	1.599	1,04
[15]	Mathur und Waheed (1995)	<i>Business Week</i> "Inside Wall Street"	1981-89	233	1,71
[16]	Trahan und Bolster (1995)	<i>Barron's</i>	1988	144	2,1
[17]	Benesh und Clark (1994)	<i>Barron's</i>	1987-88	258	1,80
[18]	Metcalfe und Malkiel (1994)	<i>Wall Street Journal</i> "Dartboard"	1990-92	120	n.a.

Aktienempfehlungen und Börsenkurse

[19] Palmon, Sun und Tang (1994)	<i>Business Week</i> "Inside Wall Street"	1983-89	280	1,91
[20] Röckemann (1994)	<i>Actien-Börse</i> <i>Börse Online</i> <i>CC-Brief</i> <i>Effecten-Spiegel</i> <i>Swingtrend</i>	1989-91	276	0,15
[21] Wright (1994)	<i>Wall Street Journal</i> "Dartboard"	1988-90	76	3,73
[22] Barber und Loeffler (1993)	<i>Wall Street Journal</i> "Dartboard"	1988-90	95	3,53
[23] Huth und Maris (1992)	<i>Wall Street Journal</i> "Heard on the Street"	1986	111	0,62
[24] Liu, Smith und Syed (1992)	<i>Wall Street Journal</i> "Heard on the Street"	1982-85	566	1,87 1,09
[25] Beneish (1991)	<i>Wall Street Journal</i> "Heard on the Street"	1978-79	286	0,90
[26] Liu, Smith und Syed (1990)	<i>Wall Street Journal</i> "Heard on the Street"	1982-85	566	1,54
[27] Pound und Zeckhauser (1990)	<i>Wall Street Journal</i> "Heard on the Street"	1983-85	42	0,07
[28] Wijmenga (1990)	<i>Elseviers Magazine</i> <i>Beleggers Belangen</i> <i>de Financieele Koerier</i>	1978-83	160 42 127	n.a.
[29] Syed, Liu und Smith (1989)	<i>Wall Street Journal</i> "Heard on the Street"	1983-84	16 ^c	2,97 0,97
[30] Pari (1987)	<i>PBS</i> "Wall Street Week"	1983-84	349	0,66
[31] Dimson und Marsh (1986)	Britische Finanzpresse	1975-82	792	n.a.
[32] Lee (1986)	<i>Forbes</i> Heinz Biel Kolumne	1962-79	374	0,87 ^d
[33] Lloyd Davies und Canes (1978)	<i>Wall Street Journal</i> "Heard on the Street"	1970-71	597	0,92

^a Außergewöhnlicher Preisanstieg am Veröffentlichungstag in Prozent

^c Inklusive sieben Verkaufsempfehlungen

^b Inklusive neun Verkaufsempfehlungen

^d Kumulative Überrendite von Tag -3 bis +5

Die Tabelle umfaßt Ereignisstudien zur Veröffentlichung von Aktienempfehlungen in den Wirtschaftsmedien. Arbeiten, die sich ausschließlich mit den Tips von Börsendiensten beschäftigen, wurden nicht berücksichtigt. Die Mehrzahl der Untersuchungen arbeitet mit der gängigen *event study*-Methode, deren Ziel es ist, abnormale Renditen um einen Ereignistermin festzustellen: Dazu werden Abweichungen der realisierten Renditen von den erwarteten Renditen gemessen. Die Überrenditen werden durch Subtraktion der Marktrenditen errechnet, wobei das verwendete Referenzmodell entscheidend ist, mit dem die zu erwartenden Renditen generiert werden. Bezüglich des Referenzmodells und der dafür herangezogenen Schätzperiode bestehen in den genannten Arbeiten zum Teil erhebliche Unterschiede.

TABELLE 2
Langfristige Performance von Kaufempfehlungen
- Kumulative Überrenditen -

Forscher	Publikation	6 Monate	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre
[1] Desai, Liang und Singh (2000)	<i>Wall Street Journal</i>	1,77	4,02	6,04	n.a.
[2] Liang (1999)	<i>Wall Street Journal</i>	-3,80	n.a.	n.a.	n.a.
[3] Beltz und Jennings (1997)	<i>PBS</i>	-1,03	n.a.	n.a.	n.a.
[4] Ghani und Thomas (1997)	<i>Wall Street Journal</i>	4,66	n.a.	n.a.	n.a.
[5] Sant und Zaman (1996)	<i>Business Week</i>	-6,80	n.a.	n.a.	n.a.
[6] Desai und Jain (1995)	<i>Barron's</i>	n.a.	0,21 ^{ab}	-0,38 ^{ab}	-0,71 ^{ab}
[7] Mathur und Waheed (1995)	<i>Business Week</i>	-5,33	n.a.	n.a.	n.a.
[8] Trahan und Bolster (1995)	<i>Barron's</i>	-2,30 ^a	-6,92 ^a	n.a.	n.a.
[9] Benesh und Clark (1994)	<i>Barron's</i>	-4,69	-1,65 ^a	n.a.	n.a.
[10] Wijmenga (1990)	<i>Elseviers Magazine</i> <i>Beleggers Belangen</i> <i>de Financiele Koerier</i>	-2,65 0,16 -2,67	n.a.	n.a.	n.a.
[11] Pari (1987)	<i>PBS</i>	-4,18	-7,23	n.a.	n.a.
[12] Dimson und Marsh (1986)	Britische Finanzpresse	n.a.	-0,4	-1,3	n.a.
[13] Shepard (1977)	<i>Barron's</i> <i>Forbes</i> <i>Wall Street Journal</i>	2,92 ^a 1,08 ^a -0,71 ^a	3,41 -1,87 -3,25	n.a.	-8,00 -2,65 ^a -7,86

Die Tabelle gibt einen Überblick zu den kumulativen Überrenditen in den Medien veröffentlichter Aktienempfehlungen (relativ zum Publikationstag) nach 6 Monaten, 1 Jahr, 2 und 3 Jahren.

^a statistisch nicht signifikant ^b ab dem Tag nach der Veröffentlichung

Anmerkungen

¹ Cowles (1933), 315.

² Vgl. Schuster (2000a) und (2001).

³ Kepplinger und Ehmig (2001 und 2002). Auf der Basis einer Untersuchung von elf Wirtschaftszeitschriften gelangt die 2002er-Studie von Kepplinger und Ehmig zu folgendem Ergebnis: "Fast die Hälfte aller Beiträge haben Finanzprodukte, also konkrete Geldanlagemöglichkeiten, zum Thema." Kepplinger und Ehmig (2002), 15. Zwar hat sich die Zahl der Beiträge über Anlagethemen seit dem Börsencrash etwas reduziert. Doch: "Beiträge mit Relevanz für private Geld- und Vermögensfragen besitzen den höchsten Stellenwert unter den Wirtschaftsmagazinen." Mehr als 60 Prozent der Inhalte beschäftigen sich damit. Kepplinger und Ehmig (2002), 56. Zu den analysierten Titeln zählten: *Börse Online*, *Capital*, *DMEuro*, *Euro am Sonntag*, *Finanzen*, *Focus Money*, *Geldidee*, *Impulse*, *Managemagazin*, *Wertpapier* und *Wirtschaftswoche*.

⁴ Zum Begriff der "Ökonomisierung der Öffentlichkeit" vgl. ausführlich Schuster (2001), 33-53 und passim.

⁵ Laut Barber, Lehavy, McNichols und Trueman (2001) fiel der Anteil der *sell recommendations* zwischen 1996 und 2000 von 3,4 (N=19.999) auf 1,8 Prozent (N=39.722).

⁶ Wolf (2001), 70, 74, 76, 80. Wolf demonstriert in einer Analyse der Berichterstattung zum Neuen Markt, daß die Finanzmedien in der Phase des Börsenabschwungs unverändert an ihrer Politik der Verbreitung von Aktientips festhielten. 60 Prozent der Gesamtberichterstattung entfiel auf Anlageempfehlungen und Kursprognosen. Damit kommen "Anlagetipps häufiger vor als jede andere Inhaltsform". Und weiter: "Die Ergebnisse zeigen, daß [...] die Berichterstattung überwiegend optimistisch war und der 'Positivismus' in der Finanzberichterstattung bestätigt werden konnte." Wolf (2001), 84, 112.

⁷ Als allgemeine Einführung in die empirische Kapitalmarktforschung vgl. Möller und Hüfner (2001).

⁸ Die große Mehrzahl der betrachteten Studien arbeitet mit einer Variation des folgenden Verfahrens: Um den Veröffentlichungs-Zeitpunkt der Aktienempfehlungen - den Ereignistermin - werden "abnormale" Renditen gemessen. Dazu wird zunächst, meist mittels einer Version des Marktmodells, eine "erwartete" Rendite errechnet, von der man annimmt, daß sie konstant ist. Anschließend werden die tatsächlichen Renditen der empfohlenen Aktien um den Ereignistermin herum bestimmt. Die Differenz zwischen der beobachteten und der erwarteten Renditen ergibt die abnormale Rendite.

⁹ Ein früher Hinweis auf solche Medienwirkungen findet sich bei Ruff (1963). Er schreibt: "Das Muster der Durchschnitte zeigt einen initialen Impuls für den Aktien-

preis durch die Empfehlung, eine nachlassende Wirkung mit verstreichender Zeit und schließlich ein abfallendes Interesse an der Aktie." Ruff (1963), 43.

¹⁰ Gerke (2000), 162ff.

¹¹ Pari (1987), 75.

¹² Hirschey, Richardson und Scholz (2000), 62.

¹³ Han und Suk (1996), 31.

¹⁴ Gerade auch die von Börsenbriefen empfohlenen Aktien sind im Schnitt erheblich kleiner, als die vergleichbarer Indices. Metrick (1999), 1748; Jaffe und Mahoney (1999), 293; Röckemann (1994), 839.

¹⁵ Vgl. Antunovich und Sarkar (2001).

¹⁶ Vgl. Beltz und Jennings (1997), 24 sowie Dimson und Marsh (1986), 125.

¹⁷ Tumarkin und Whitelaw (2001), 47. Auch Antweiler und Frank (2001), die über 1,5 Millionen Meinungsbeiträge untersucht haben, finden Korrelationen zwischen der Diskussionsintensität in den Internet-Foren und Handelsvolumina. Auch sie finden keine signifikanten Überrenditen: "Die *message boards* treffen keine erfolgreichen Vorhersagen von Aktiengewinnen." Antweiler und Frank (2001), 18. Wysocki (1999) findet eine Überrendite am Ereignistag von 0,18 Prozent nach einer Steigerung der Zahl der Messages um 100 Prozent. Der Autor fragt zurecht, "ob dieses Ergebnis eine realisierbare Trading-Strategie impliziert" und gibt sogleich selbst die Antwort: Daß dies wohl nicht der Fall sei. Wysocki (1999), 20.

¹⁸ Vermutlich ist dies auch den Betreibern solcher Dienste klar. Auf die Frage nach dem Nutzwert der auf seiner Website veröffentlichten Informationen antwortete der Geschäftsführer von *Wallstreet Online*, der größten deutschen Finanz-Community: "Keine Ahnung." Vgl. Schuster (2000b).

¹⁹ Müller (2001).

²⁰ Zum Vergleich: Die kumulierte Überschußrendite (der positive *excess return*) einer Periode von sechs Monaten vor den Besprechungen beläuft sich auf 4,74 Prozent. Das heißt, der wesentliche Kursanstieg findet vor der Veröffentlichung statt. Mathur und Waheed (1995), 591. Palmon, Sun und Tang (1994) finden noch höhere Überrenditen (3,25 Prozent von Tag -1 bis +1), aber *keine* Anzeichen für ein *reversal*.

²¹ Mathur und Waheed (1995), 595.

²² Sant und Zaman (1996), 625.

²³ Sant und Zaman (1996), 632.

²⁴ Ein Großteil des außergewöhnlichen Kursgewinns, so Barber und Loeffler, wird aber *vor* der Börseneröffnung vorweggenommen. Der eigentliche Kursanstieg während des Handelstages beträgt durchschnittlich 1,54 Prozent.

²⁵ Greene und Smart weisen darauf hin, daß die Empfehlungen innerhalb einer Stunde "eingepreist" sind und danach kaum mehr Überrenditen feststellbar sind: "Die Dartboard Kolumne generiert einen temporären Preisdruck ... Die Überrenditen am Ereignistag werden meistens innerhalb der ersten Handelsstunde realisiert." Greene

und Smart (1999), 1892. Die Umsätze in den empfohlenen Werten bleiben hingegen noch längere Zeit über ihrem Durchschnitt: Diejenigen, die zu solchen überhöhten Preisen handeln, haben in der Folge das Nachsehen.

²⁶ Auch Albert und Smaby (1996) beobachten ungewöhnliche Überrenditen, die schon vor der Veröffentlichung einsetzen.

²⁷ Liangs Daten sind mit denen von Greene und Smart fast identisch.

²⁸ Liang (1999), 120.

²⁹ Syed, Liu und Smith (1989); Liu, Smith und Syed (1990); Liu, Smith und Syed (1992).

³⁰ Huth und Maris (1992) gelangen zu ähnlichen Ergebnissen.

³¹ Dieser Befund gilt auch für die Studien, welche die stärksten statistisch signifikanten Überrenditen am Veröffentlichungstag finden und diese so interpretieren, als widersprächen sie der halbstrengen Version der Effizienzmarkthypothese. So Ferreira und Brooks (2000) mit *average abnormal returns* zur Veröffentlichung von 0,63 Prozent: Ökonomisch, d.h. nach Transaktionskosten, sind diese Überrenditen nicht signifikant.

³² Pound und Zeckhauser (1990), 299.

³³ Desai und Jain (1995), 1264.

³⁴ Desai und Jain (1995), 1257, 1271, 1265.

³⁵ Pieper, Schiereck und Weber schreiben in ihrer Untersuchung der Wirkungen der Kaufempfehlungen eines Börsenbriefs: "Bei fast allen Teilstichproben wird der größte Anteil der abnormalen Performance bis inklusive des Erscheinungstages [...] erzielt." Pieper, Schiereck und Weber (1993), 500.

³⁶ Auch bei Unternehmen mit geringer Börsenkapitalisierung dürfte eine Nicht-Reaktion im Zuge publizierter Aktienempfehlungen das realistischste Szenario darstellen. Erklärung: Die hier betrachteten Untersuchungen weisen vermutlich einen *publication bias* der Art auf, daß Studien, die von signifikanten Ergebnissen berichten, wahrscheinlicher sind, als solche, in denen das nicht der Fall ist.

³⁷ Für Großbritannien stellen Dimson und Marsh (1986) fest: "Jedweder potentielle kurzfristige Profit aus den Empfehlungen der Tip-Geber würde durch die in England üblichen Transaktionskosten mehr als aufgebraucht." Und weiter: "Die empirische Schlußfolgerung lautet, daß die in England veröffentlichten Aktienempfehlungen womöglich niemandem irgendeinen Nutzen liefern." Für die Niederlande stellt Wijmenga (1990) fest: "Insoweit abnormale Renditen auf die Empfehlungen folgen, sind diese kurzfristig positiv und langfristig negativ." Für die Türkei stellen Yazici und Muradoglu (2001) fest: "Die Ergebnisse dieser Arbeit zeigen, daß die in einer Zeitschrift veröffentlichte Investmentberatung normalen Kleininvestoren keinen hilfreichen Dienst erbringt, seinen 'bevorzugten Investoren' aber sehr wohl ein lukratives Geschäft bietet."

³⁸ Vgl. Foster (1979, 1987) sowie Desai und Jain (2000). Die Daten von Gerke und Oerke (1998) zeigen vereinzelte, aber keine systematischen Reaktionen auf Kauf-

empfehlungen. Auf *Verkaufsempfehlungen* hingegen ergeben sich deutliche und systematische Preisausschläge.

³⁹ Röckemann (1994) beobachtet zudem, daß der Einfluß von Börsenempfehlungen "in aggregierter Form sehr deutlich ist, in den Ergebnissen für einzelne Börsendienste jedoch die Wirkungen in einer ganz unübersichtlichen Weise vorzufinden sind". Röckemann (1994), 821.

⁴⁰ Heinz Sahner (1979) weist zurecht darauf hin, daß wissenschaftliche Periodika voll von empirischen Studien sind, die den Fehlertyp I aufweisen: Sie verwerfen die Nullhypothese, obwohl sie korrekt ist. Zu oft wird übersehen, so Sahner, daß "Nicht-Beziehungen Wirklichkeit adäquat beschreiben können". Sahner (1979), 269. Krämer und Runde schreiben: "At a significance level of 5%, one will 'discover' on average five 'effects' in 100 trials even if none is really there. This problem has long been known in applied statistics under the heading of 'data mining'." Krämer und Runde (1996), 293.

⁴¹ Vgl. Pound und Zeckhauser (1990), passim.

⁴² In Wirklichkeit leistet die Methode einen entscheidenden Beitrag im Zustandekommen der Ergebnisse. Dimson und Marsh (1986) beschäftigen sich ausführlich mit der Bedeutung der Meß-Methode und des Benchmark-Index für die Beurteilung der Ergebnisse von Ereignis-Studien. Je längerfristiger die Performance-Messung von Aktienempfehlungen, desto stärker fallen Miß-Spezifikationen ins Gewicht. Dimson und Marsh (1986), 135 und passim; vgl. auch Albert und Smaby (1996), 60ff. Salinger (1992) zeigt, daß eine ungenügende Berücksichtigung von Standardfehlern zu verzogenen Ergebnissen von Ereignis-Studien und einer Fehleinschätzung des Signifikanzniveaus führen kann.

⁴³ Desai und Jain (1995); Desai, Liang und Singh (2000). Wie in vielen anderen Fällen auch, bleibt aber nach Transaktionskosten von den Überrenditen nichts mehr übrig.

⁴⁴ Barber, Lehavy, McNichols und Trueman (2001) finden statistisch signifikante, doch für den Privatanleger ökonomisch irrelevante, Überrenditen in den Schätzungen von Investment-Analysten für die Jahre 1986 bis 1996. Barber, Lehavy, McNichols und Trueman (2002) finden *keine* statistisch signifikanten Überrenditen in den Schätzungen von Investment-Analysten für die Jahre 2000 und 2001. Im Gegenteil: Es ergeben sich ökonomisch höchst relevante Verluste. Die von Analysten am wärmsten empfohlenen Aktien liegen sehr viel schlechter als der Markt.

⁴⁵ Und in vielen Fällen auch institutionelle Anleger nicht, selbst wenn sie geringere Transaktionskosten tragen.

⁴⁶ Lee (1986), 38.

⁴⁷ Vgl. Glascock, Henderson und Martin (1986).

⁴⁸ Sant und Zaman (1996) haben ein Sample von 1976-88 untersucht. Sie schreiben: "Die Informationen in Business Week sind 'verbraucht' und wurden von informierten Tradern bereits ausgenutzt." Desai und Jain (1995) haben ein Sample von 1968-91 untersucht. Sie schreiben: "Eine Person, die gemäß den in Barron's veröffentlichten Empfehlungen des Roundtable investiert, würde von dem Rat nicht profitieren."

Mathur und Waheed (1995) haben ein Sample von 1981-89 untersucht. Sie schreiben: "Investoren, die auf der Basis von Sekundärinformationen auf lange Frist kaufen, erhalten im allgemeinen Renditen, die unter dem Marktdurchschnitt liegen." Lee (1986) hat ein Sample von 1962-79 untersucht. Er schreibt: "Meine empirischen Ergebnisse zeigen, daß Investoren keine konsistenten Überrenditen erwirtschaften konnten, abzüglich der Transaktionskosten, indem sie blind dem Rat einer Finanzkolumne in den Medien folgten."

⁴⁹ Shepard (1977), 35.

⁵⁰ Dimson und Marsh (1986), 131.

⁵¹ Andrew Metrick schreibt: "Es gibt keinen Beweis dafür, daß Börsenbriefe eine überlegene Aktienausswahl treffen, egal ob kurz- oder langfristig." Metrick (1999), 1770. Vgl. ferner Graham und Harvey (1996 und 1997).

⁵² Vgl. exemplarisch zum *small sample bias* Krämer (1995).

⁵³ Dimson und Marsh (1986), 131.

⁵⁴ Vgl. Foster (1979).

⁵⁵ Jaffe und Mahoney (1999) weisen darauf hin, daß die Anlageempfehlungen von Finanzbriefen besonders kostenintensiv sind, da sie oft hohe Aktienumsätze erfordern. Schon allein dadurch verschlechtert sich die Anlage-Performance erheblich. Jaffe und Mahoney (1999), 296.

⁵⁶ Es ist somit sachlich in keiner Weise angemessen, eine Abhängigkeit der Aktienkurse von Analysten-Aussagen zu postulieren. Vgl. Medien Tenor (2002).

⁵⁷ Cowles (1933), 310.

⁵⁸ Cowles (1933), 324.

⁵⁹ Unsere Auswertung der Ereignis-Studien zu den Effekten von Sekundärinformationen in den Wirtschaftsmedien liefern also einen starken Hinweis auf die Tragfähigkeit der halb-strengen Version der Effizienzmarkthypothese.

⁶⁰ "Good Investing Isn't Sexy. A Conversation With Jane Bryant Quinn." In: abc-news.com, 27.8.1998.

⁶¹ Bank 2001, 277. Ausführlich dazu Schuster (2001), 114-118 und passim.

Literatur

- [1] Albert, Robert L. und Timothy R. Smaby. 1996. "Market Response to Analyst Recommendations in the 'Dartboard' Column. The Information and Price-Pressure Effects." In: *Review of Financial Economics* Vol. 5, Nr. 1: 59-74.
- [2] Allen, David S. und Hamidah Awang-Damit. 1998. "The Wall Street Journal Investment Dartboard." Flagstaff: Northern Arizona University, College of Business Administration, Working Paper.
- [3] Antunovich, Peter und Asani Sarkar. 2000. "Cheap Talk? Market Impact of Internet Stock Recommendations." Ms. unveröffentlicht.
- [4] Antweiler, Werner und Murray Z. Frank. 2002. "Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards." Vancouver: University of British Columbia, Faculty of Commerce and Business Administration, Working Paper.
- [5] Bank, Matthias. 2001. *Behavioral Finance und Börsenkursmanipulation*. Nürnberg: Universität Erlangen-Nürnberg, Habilitationsschrift.
- [6] Barber, Brad, Reuven Lehavy, Maureen Mc Nichols und Brett Trueman. 2002. "Prophets and Losses. Reassessing the Returns to Analysts' Stock Recommendations." Davis: University of California, Graduate School of Management, Working Paper.
- [7] Barber, Brad, Reuven Lehavy, Maureen Mc Nichols und Brett Trueman. 2001. "Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns." In: *The Journal of Finance* Vol. 56, Nr. 2: 531-563.
- [8] Barber, Brad M. und Douglas Loeffler. 1993. "The 'Dartboard' Column. Second-Hand Information and Price Pressure." In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 28, Nr. 2: 273-284.
- [9] Beltz, Jess und Robert Jennings. 1997. "'Wall Street Week with Louis Rukheyser' Recommendations. Trading Activity and Performance." In: *Review of Financial Economics* Vol. 6, Nr. 1: 15-27.
- [10] Beneish, Messod D. 1991. "Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendations." In: *Journal of Business* Vol. 64, Nr. 3: 393-416.
- [11] Benesh, Gary A. und Jeffrey A. Clark. 1994. "The Value of Indirect Investment Advice. Stock Recommendations in Barron's." In: *Journal of Financial and Strategic Decisions* Vol. 7, Nr. 1: 35-43.
- [12] Brown, Stephen J., William N. Goetzmann und Alok Kumar. 1998. "The Dow Theory. William Peter Hamilton's Track Record Reconsidered." In: *The Journal of Finance* Vol. 53, Nr. 4: 1311-1333.
- [13] Cowles, Alfred. 1933. "Can Stockmarket Forecasters Forecast?" In: *Econometrica* Vol. 1: 309-324.

- [14] Das, Sanjiv R. und Mike Y. Chen. 2001. "Yahoo! for Amazon. Sentiment Parsing from Small Talk on the Web." Santa Clara: Santa Clara University, Working Paper.
- [15] Davies, P. Lloyd und Michael Canes. 1978. "Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information." In: *Journal of Business* Vol. 51, Nr. 1: 43-57.
- [16] Desai, Hemang, Bing Liang und Ajai K. Singh. 2000. "Do All-Stars Shine? Evaluation of Analyst Recommendations." In: *Financial Analysts Journal* Vol. 56, Nr. 3 (Mai/Juni): 20-29.
- [17] Desai, Hemang und Prem C. Jain. 2000. "Long-Run Common Stock Returns Following Financial Analysis by Abraham Briloff." Washington: Georgetown University, Working Paper.
- [18] Desai, Hemang und Prem C. Jain. 1995. "An Analysis of the Recommendations of the 'Superstar' Money Managers at *Barron's* Annual Roundtable." In: *The Journal of Finance* Vol. 50, Nr. 4: 1257-1273.
- [19] Dimson, Elroy und Paul Marsh. 1986. "Event Study Methodologies and the Size Effect. The Case of UK Press Recommendations." In: *Journal of Financial Economics* Vol. 17, Nr. 1: 113-142.
- [20] Dorfleitner, Gregor und Christian Klein. 2002. "Kursprognose mit Hilfe der Technischen Analyse. Eine empirische Untersuchung." Arbeitspapiere zur Mathematischen Wirtschaftsforschung, Nr. 179. Augsburg: Universität Augsburg, Institut für Statistik und Mathematische Wirtschaftstheorie.
- [21] Ferreira, Eurico J. und LeRoy D. Brooks. 2000. "Re-released Information in the *Wall Street Journal's* 'Insider Trading Spotlight' Column." In: *Quarterly Journal of Business and Economics* Vol. 39, Nr. 1: 22-34.
- [22] Ferreira, Eurico J. und Stanley D. Smith. 1999. "Stock Price Reactions to Recommendations in the *Wall Street Journal's* 'Small Stock Focus' Column." In: *The Quarterly Review of Economics and Finance* Vol. 39: 379-389.
- [23] Foster, George. 1987. "Rambo IX. Briloff and the Capital Market." In: *Journal of Accounting, Auditing and Finance* Vol. 2, Nr. 4: 409-430.
- [24] Foster, George. 1979. "Briloff and the Capital Market." In: *Journal of Accounting Research* Vol. 17, Nr. 1: 262-274.
- [25] Gerke, Wolfgang. 2000. "Mißbrauch der Medien zur Aktienkursbeeinflussung." In: Lothar Rolke und Volker Wolff (Hrsg.), *Finanzkommunikation. Kurspflege durch Meinungspflege. Die neuen Spielregeln am Aktienmarkt*. Frankfurt a.M.: F.A.Z.-Institut: 151-170.
- [26] Gerke, Wolfgang und Marc Oerke. 1998. "Marktbeeinflussung durch Analystenempfehlungen. Eine empirische Studie." In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* Vol. 68, Ergänzungsheft 2: 187-200.
- [27] Ghani, Waqar und Martin R. Thomas. 1997. "The Dart Board Column. Analyst Earnings Forecasts and the Informational Content of Recommendations." In: *The Journal of Business and Economic Studies* Vol. 3, Nr. 2: 33-42.

- [28] Glascock, John L., Glenn V. Henderson und Linda J. Martin. 1986. "When E.F. Hutton Talks ..." In: *Financial Analysts Journal* Vol. 42, Nr. 3: 69-72.
- [29] Graham, John R. und Campbell R. Harvey. 1997. "Grading the Performance of Market-timing Newsletters." In: *Financial Analysts Journal* Vol. 53, Nr. 6: 54-66.
- [30] Graham, John R. und Campbell R. Harvey. 1996. "Market Timing Ability and Volatility Implied in Investment Newsletters' Asset Allocation Recommendations." In: *Journal of Financial Economics* Vol. 42, Nr. 3: 397-421.
- [31] Greene, Jason und Scott Smart. 1999. "Liquidity Provision and Noise Trading. Evidence from the 'Investment Dartboard' Column." In: *The Journal of Finance* Vol. 54, Nr. 5: 1885-1899.
- [32] Han, Ki C. und David Y. Suk. 1996. "Stock Prices and the *Barron's* 'Research Reports' Column." In: *Journal of Financial and Strategic Decisions* Vol. 9, Nr. 3: 27-32.
- [33] Hirschey, Mark, Vernon J. Richardson und Susan Scholz. 2000. "How 'Foolish' Are Internet Investors?" In: *Financial Analysts Journal* Vol. 56, Nr. 1: 62-69.
- [34] Huth, William L. und Brian A. Maris. 1992. "Large and Small Firm Stock Price Response to 'Heard on the Street' Recommendations." In: *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* Vol. 7: 27-47.
- [35] Jaffe, Jeffrey F. und James M. Mahoney. 1999. "The Performance of Investment Newsletters." In: *Journal of Financial Economics* Vol. 53, Nr. 2: 289-307.
- [36] Kepplinger, Hans Mathias und Simone C. Ehmig. 2002. *Content Guide Wirtschafts-magazine 2002. Eine Contentanalyse deutscher Wirtschaftsmagazine im Auftrag von Geldidee und Wertpapier*. Hamburg: Bauer Verlagsgruppe.
- [37] Kepplinger, Hans Mathias und Simone C. Ehmig. 2001. *Content Guide Wirtschafts-magazine 2001. Eine Contentanalyse deutscher Wirtschaftsmagazine im Auftrag von Geldidee*. Hamburg: Bauer Verlagsgruppe.
- [38] Kladroba, Andreas und Peter von der Lippe. 2001. "Die Qualität von Aktienempfehlungen in Publikumszeitschriften." Essen: Diskussionsbeiträge aus dem Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Essen, Nr. 117.
- [39] Krämer, Walter. 2001. "Kapitalmarkteffizienz." In: Manfred Steiner und Wolfgang Gerke (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel: 1267-1274.
- [40] Krämer, Walter. 1995. "The Probability of a 'Gross' Violation of an Efficient Markets Variance Inequality." In: *Empirical Economics* Vol. 20: 473-478.
- [41] Krämer, Walter und Ralf Runde. 1996. "Stochastic Properties of German Stock Returns." In: *Empirical Economics* Vol. 21: 281-306.
- [42] Lee, Chi-wen Jevons. 1986. "Information Content of Financial Columns." In: *Journal of Economics and Business* Vol. 38: 27-39.
- [43] Liang, Bing. 1999. "Price Pressure. Evidence from the 'Dartboard' Column." In: *The Journal of Business* Vol. 72, Nr. 1: 119-134.

- [44] Liu, Pu, Stanley D. Smith und Azmat A. Syed. 1992. "The Impact of the Insider Trading Scandal on the Information Content of the *Wall Street Journal's* 'Heard on the Street' Column." In: *Journal of Financial Research* Vol. 15, Nr. 2: 181-188.
- [45] Liu, Pu, Stanley D. Smith und Azmat A. Syed. 1990. "Stock Price Reactions to *The Wall Street Journal's* Securities Recommendations." In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 25, Nr. 3: 399-410.
- [46] Mathur, Ike und Amjad Waheed. 1995. "Stock Price Reactions to Securities Recommended in *Business Week's* 'Inside Wall Street'." In: *The Financial Review* Vol. 30, Nr. 3: 583-604.
- [47] McQueen, Grant und V. Vance Roley. 1993. "Stock Prices, News, and Business Conditions." In: *The Review of Financial Studies* Vol. 6, Nr. 3: 683-707.
- [48] Medien Tenor. 2002. "'Entwicklungshelfer' der Kapitalmärkte. Aktienkursentwicklung in Abhängigkeit von Analystenaussagen in der Wirtschaftspressse im 1. Quartal 2002." In: *Medien Tenor Forschungsbericht* Nr. 120: 78f.
- [49] Metcalf, Gilbert E. und Burton G. Malkiel. 1994. "The *Wall Street Journal* Contests. The Experts, the Darts, and the Efficient Market Hypothesis." In: *Applied Financial Economics* Vol. 4, Nr. 5: 371-374.
- [50] Metrick, Andrew. 1999. "Performance Evaluation With Transactions Data. The Stock Selection of Investment Newsletters." In: *The Journal of Finance* Vol. 54, Nr. 5: 1743-1775.
- [51] Möller, Hans Peter und Bernd Hüfner. 2001. "Kapitalmarktforschung, empirische." In: Manfred Steiner und Wolfgang Gerke (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel: 1275-1293.
- [52] Müller, Volker. 2001. "Mit zweifelhaften Empfehlungen." In: *Die Telebörse*, Nr. 40: 80-82.
- [53] Palmon, Oded, Huey-Lian Sun und Alex P. Tang. 1994. "The Impact of Publication of Analysts' Recommendations on Returns and Trading Volume." In: *The Financial Review* Vol. 29, Nr. 3: 395-417.
- [54] Pari, Robert A. 1987. "Wall Street Week Recommendations. Yes or No?" In: *Journal of Portfolio Management* Vol. 14, Nr. 1: 74-76.
- [55] Pearce, Douglas K. und V. Vance Roley. 1985. "Stock Prices and Economic News." In: *Journal of Business* Vol. 58, Nr. 1: 49-67.
- [56] Pieper, Ute, Dirk Schiereck und Martin Weber. 1993. "Die Kaufempfehlungen des 'Effecten-Spiegel'. Eine empirische Untersuchung im Lichte der Effizienzthese des Kapitalmarktes." In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* Vol. 45: 487-509.
- [57] Pound, John und Richard J. Zeckhauser. 1990. "Clearly Heard on the Street. The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices." In: *Journal of Business* Vol. 63, Nr. 3: 291-308.

- [58] Röckemann, Christian. 1994. "Anlageempfehlungen von Börseninformationsdiensten und Anlegerverhalten. Eine empirische Analyse für den deutschen Aktienmarkt." In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* Vol. 46: 819-848.
- [59] Ruff, Raymond T. 1963. "Effect of a Selection and Recommendation of a 'Stock of the Month'." In: *Financial Analysts Journal* Vol. 19, Nr. 2: 41-43.
- [60] Sahner, Heinz. 1979. "Veröffentlichte empirische Sozialforschung. Eine Kumulation von Artefakten? Eine Analyse von Periodika." In: *Zeitschrift für Soziologie* Vol. 8, Nr. 3: 267-278.
- [61] Salinger, Michael. 1992. "Standard Errors in Event Studies." In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 27, Nr. 1: 39-52.
- [62] Sant, Rajiv und Mir A. Zaman. 1996. "Market Reaction to Business Week 'Inside Wall Street' Column. A Self-fulfilling Prophecy." In: *Journal of Banking and Finance* Vol. 20: 617-643.
- [63] Schuster, Thomas. 2001. *Die Geldfalle. Wie Medien und Banken die Anleger zu Verlierern machen*. Reinbek: Rowohlt.
- [64] Schuster, Thomas. 2000a. "Zwischen Boom und Crash." In: *Message. Internationale Fachzeitschrift für Journalismus* Nr. 3: 10-17.
- [65] Schuster, Thomas. 2000b. "Virtuelle Finanz-Gemeinschaften. Die gefährliche Jagd nach heißen Börsentipps." In: *Süddeutsche Zeitung*, 28.01.2000: 32.
- [66] Shepard, Lawrence. 1977. "How Good is Investment Advice for Individuals?" In: *The Journal of Portfolio Management* Vol. 3, Nr. 2: 32-36.
- [67] Stice, Earl K. 1991. "The Market Reaction to 10-K and 10-Q Filings and to Subsequent *The Wall Street Journal* Earnings Announcements." In: *The Accounting Review* Vol. 66, Nr. 1 (Januar): 42-55.
- [68] Syed, Azmat A., Pu Liu und Stanley D. Smith. 1989. "The Exploitation of Inside Information at the *Wall Street Journal*. A Test of Strong Form Efficiency." In: *The Financial Review* Vol. 24, Nr. 4: 567-579.
- [69] Thompson, Robert B., Chris Olsen und J. Richard Dietrich. 1987. "Attributes of News About Firms. An Analysis of Firm-Specific News Reported in the *Wall Street Journal Index*." In: *Journal of Accounting Research* Vol. 25, Nr. 2: 245-274.
- [70] Trahan, Emery A. und Paul J. Bolster. 1995. "The Impact of Barron's Recommendation on Stock Prices." In: *Quarterly Journal of Business and Economics* Vol. 34: 3-15.
- [71] Tumarkin, Robert und Robert F. Whitelaw. 2001. "News or Noise? Internet Postings and Stock Prices." In: *Financial Analysts Journal* Vol. 57, Nr. 3: 41-51.
- [72] Wijmenga, R.Th. 1990. "The Performance of Published Dutch Stock Recommendations." In: *Journal of Banking and Finance* Vol. 14: 559-581.
- [73] Wolf, Katja. 2001. *Finanzberichterstattung in Special-Interest-Zeitschriften. Ein Vergleich der Berichterstattung in der Hoch- und der Tiefphase der Börse*. Dresden: TU Dresden, Magisterarbeit.

- [74] Wright, David W. 1994. "Can Prices be Trusted? A Test of the Ability of Experts to Outperform or Influence the Market." In: *Journal of Accounting, Auditing and Finance* Vol. 9: 307-323.
- [75] Wysocki, Peter D. 1999. "Cheap Talk on the Web. The Determinants of Postings on Stock Message Boards." Ann Arbor: University of Michigan Business School Working Paper.
- [76] Yazici, Bilgehan und Gülnur Muradoglu. 2001. "Stock Recommendations and Small Investors. Who Benefits?" London: City University Business School London, Faculty of Finance, Working Paper Nr. 9.