

**Nachrichtenergebnisse und Kursbewegungen.
Preiseffekte ökonomischer und nicht-ökonomischer
Veröffentlichungen in den Nachrichtenmedien**

Thomas Schuster

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

Entwurf: Mai 2003

Für freundliche Unterstützung und wertvolle Hinweise darf ich mich bei Andrew Chen, Wolfgang Donsbach, Christopher Gadarowski, Michael Haller, Walter Krämer und Volker Wolff bedanken.

Abstract

Numerous empirical studies have demonstrated that asset prices react rapidly, if at all, to news published in the mass media. In many cases, the information has been discounted and prices have already moved upon primary publication through news wires, press releases or firm announcements. Any remaining information is usually quickly priced in after dissemination through the mass media. But not always: Often enough delayed price adjustments, underreactions as well as overreactions, can be observed after particular news reports have been published. This points to inadequacies in the efficient markets hypothesis *as well as* in Behavioral Finance theories: Delayed reactions appear too often to be explained away as “anomalies” within models of rational pricing. But they appear too erratically to be explained as “normalities” such as in newer models of systematically irrational pricing. In other words: Asset prices frequently do not react to news published in the media. Sometimes they do. The evidence leads to the following conclusion:

That markets can be efficient and inefficient at the same time.

Nachrichtenereignisse und Kursbewegungen. Preiseffekte ökonomischer und nicht-ökonomischer Veröffentlichungen in den Nachrichtenmedien

Die Synchronisation war perfekt und wurde nach dem Ereignis von den Kommentatoren in den Medien schauernd anerkannt. Die Zeichen der Zerstörung ließen keinen Zweifel an der Intention der Täter: Das Zentrum des Kapitalismus, Symbol und Schaltzentrale der globalisierten Ökonomie, sollte mit einem kühl kalkulierten Streich geschlagen werden. Der Nordturm stand kaum in Flammen, da waren viele Fernsehsender bereits live dabei. Zum Zeitpunkt des Kollaps der Twin Towers, gut eine Stunde später, war die internationale Öffentlichkeit zugeschaltet.¹ Die ganze Welt schaute zu, als das World Trade Center am sonnendurchfluteten Morgen des 11. Septembers 2001 in Schutt und Asche versank.

Die Rasanzen des Realtime-Konfliktes erzwingt eine rapide Gegenreaktion. Der Response der Weltfinanzmärkte erfolgt prompt und heftig: Die Londoner Börse erlebt den größten Kurseinbruch ihrer Geschichte, der FTSE 100-Index fällt um 5,7 Prozent. Der CAC 40-Index in Paris verliert 7,4 Prozent. Auch in Frankfurt kommt es zu Panikverkäufen, der DAX büßt 8,5 Prozent seines Wertes ein – einer der historisch größten Tagesverluste. Der Nikkei-Index in Tokyo fällt zum ersten Mal seit 1984 unter die Marke von 10.000 Punkten.² Im Gegenzug legen der Goldpreis und der Rohölpreis stark zu. Der Dollar knickt ein. Die Schockwellen der Nachrichten aus New York erschüttern die Märkte rund um den Globus.

Kein Zweifel: Dies ist der Ernstfall. Dessen sind sich auch die Entscheidungsträger in den Zentralbanken bewußt: Die U.S. Federal Reserve Bank, die Europäische Zentralbank, die Bank of Japan und viele ihrer Kollegen in den

internationalen Finanzaufsichts- und Regulierungsbehörden versammeln sich zu Krisensitzungen. Sie beeilen sich, den Märkten zu versichern, daß sie die notwendigen Geldmittel zur Verfügung stellen werden, um die internationalen Zahlungssysteme operativ zu halten und einen möglichen Finanzkollaps zu verhindern. Die Zinsen werden gesenkt, umfangreiche Finanzhilfen sollen die unmittelbar betroffenen Industrien vor dem Schlimmsten bewahren.³

Die Märkte vibrieren noch geraume Zeit unter der psychologischen Erschütterung der Terrorangriffe. In der Tat ist der finanzielle Fallout am Ziel des Anschlags, an der Wall Street, relativ noch vergleichsweise gering: Der Aktienhandel beginnt am 11. September erst gar nicht und bleibt für mehrere Tage geschlossen, womit unmittelbare Schock-Reaktionen verhindert werden. Knapp zwei Monate später, und damit erheblich schneller als manch andere internationale Börse in Weltregionen weitab vom Explosionsort, erreichen die amerikanischen Indizes das Niveau, das sie vor den Angriffen hatten.⁴ Doch setzen auch die meisten anderen internationalen Indizes bald zu einer mittelfristigen Erholung an. Wie es scheint, handelte es sich bei den starken Kursverlusten unmittelbar nach den Angriffen, besonders in Europa, um schockbedingte Überreaktionen.

Zweifellos ist es die Unglaublichkeit des Vorgangs „an sich“, welche zu diesen Überreaktionen führt. Doch nicht allein die physische Gewalt, definiert die Signifikanz dieses Weltereignisses, sondern auch dessen psychische Potenzierung durch die zeitgleiche globale Übertragung in den Massenmedien. Die ganze Welt sieht zu und weiß, daß der Rest der Welt zusieht. Entsprechend vehement fallen die Reaktionen aus. Wenngleich es nicht möglich ist, das Ereignis selbst von dessen Übertragung in den Medien zu trennen – sie sind untrennbar miteinander verbunden –, spricht doch viel dafür, daß die spezifische Qualität des Kataklysmus gerade durch seine gezielte Realisation als Medienereignis bedingt wird.⁵ So betrachtet ist es angemessen, einen autonomen Anteil der Medien an den (Über)Reaktionen zu vermuten.

1. Einleitung

Eine ganze Branche lebt davon: Anlegermagazine, Finanzsender und Wirtschaftszeitungen, selbst die allgemeine Tagespresse, vermitteln den Eindruck,

die von ihnen selektierten und präsentierten Informationen erlaubten Rückschlüsse auf zukünftige Bewegungen der Börsen. Öffentlich kursierende Wirtschaftsnachrichten hätten einen signifikanten, ökonomisch realisierbaren, kursrelevanten Informationsgehalt – scheinen sowohl die Medien, als auch gewisse Marktbeobachter zu unterstellen. Manche vermuten sogar, Wirtschaftsnachrichten riefen systematische Kursbewegungen an den Finanzmärkten hervor. Die Medien, so scheint es, sind nicht bloße Beobachter, sie sind Beweger der Märkte.

„Wissen, was wichtig wird“, wirbt die *Financial Times Deutschland*. „Fakten machen Geld“, erklärt *Focus Money*. „Profit from it“, verspricht der U.S.-Finanzsender *CNBC*. Solche Werbeslogans nähren die Vorstellung von den Nachrichtenproduzenten als visionären Prognostikern oder machtvollen Bewegern der Märkte. Es liegt im Geschäftsinteresse der Medien, das Publikum davon zu überzeugen, daß ihre Nachrichten die Kurse bewegen. Denn je höher das prognostische oder kursbeeinflussende Potential der Wirtschaftsberichterstattung, desto höher ist der zu erwartende Nutzen eines intensiven Medienkonsums. Dies wiederum erhöht den Kaufanreiz.

Tatsächliche oder vermeintliche Markt-Manipulationen nähren ebenfalls die Vorstellung von den Medien als einflußreichen Kursbewegern: In einer ganzen Reihe von Fällen wurde Wirtschaftsjournalisten oder ihren Kontaktleuten aus der Wirtschaft vorgeworfen, sie hätten durch gezielte Veröffentlichung von Aktientips und übertriebene Kursprognosen Einfluß auf das Anlegerverhalten genommen, um die Preise bestimmter Börsenwerte zu manipulieren.⁶ Solche Versuche der Instrumentalisierung von Presse und Fernsehen wiederum wurden zeitweilig selbst zum Inhalt der Medienberichterstattung.⁷ Vermutete Manipulationsversuche in Börsensendungen des Fernsehens fanden dabei besonders große Aufmerksamkeit.⁸

Andererseits mußten viele Anleger im Zuge des Zusammenbruchs der „New Economy“ zur Kenntnis nehmen, daß das Potential der Wirtschaftsmedien, die Kurse zu bewegen, weit geringer ist, als einzelne Manipulationsfälle vermuten lassen: Noch während die Medien vom permanenten Börsenaufschwung träumten, stürzten die Finanzmärkte ab und machten die Hoffnungen vieler Anleger zunichte. Doch die Journalisten blieben bei ihrer positiven Botschaft: Noch tief in der Börsenkrise überstieg die Zahl der Kaufempfehlungen

die der Verkaufsempfehlungen um ein Vielfaches.⁹ Als Frühwarnsystem taugen die Wirtschaftsmedien offensichtlich nicht. Als verlässliche Kursprognostiker oder Kursmacher ebenso wenig. Sind die veröffentlichten Informationen also doch nicht kursrelevant?

Den selbstbewußten Äußerungen gewisser Medien- und Finanzpraktiker zum Trotz, ist die tatsächliche Qualität der Wechselwirkungen von Märkten und Medien längst nicht geklärt. Seitens der Finanzwissenschaften hat das Thema große Aufmerksamkeit erfahren, meist im Kontext der Frage nach den Prozessen der Informationsverarbeitung an den Finanzmärkten. Dabei wird ein enger Begriff von „Informationsgehalt“ zugrunde gelegt, der diesen auf Nachrichteninhalte reduziert, die zu zeitnahen Kursausschlägen führen. Die Medienwissenschaften haben die Effekte von Wirtschaftsnachrichten, wenn überhaupt, dann zumeist unter dem Blickwinkel einer vermuteten Beeinflussung des Wählerverhaltens, also in einem politischen Kontext, analysiert.¹⁰ Die Wechselwirkungen von Märkten und Medien wurden von diesem Fach bislang nicht untersucht.

Im Folgenden werden die Ergebnisse der empirischen Forschung zu den Prozessen der Nachrichtenverarbeitung an den Finanzmärkten extrahiert und einer qualitativen Meta-Analyse unterzogen. Ziel ist es, den unmittelbaren Wirkungen der Medien auf die Finanzmärkte auf die Spur zu kommen. Wie die Synthese des vorhandenen Materials zeigen wird, treten in der langfristigen Analyse wiederkehrende Muster zutage. Märkte und Medien stehen in Beziehung zueinander, Medien können auf die Märkte wirken. Doch in welcher Weise dies geschieht, läßt sich nur bedingt in verallgemeinerbare Sätze fassen. Geklärt werden sollen folgende Fragen: Haben die in den Massenmedien veröffentlichten Nachrichten unmittelbare Wirkungen auf die Finanzmärkte? Und wenn ja, in welcher Weise?

2. Forschungsstand: „Random Walks“ und „irrationaler Überschwang“

Haben Nachrichten Preiseffekte an den Finanzmärkten oder nicht? Diese Frage ist Teil einer zentralen, heftigen und längst nicht entschiedenen Debatte in der Wirtschaftswissenschaft. Die Vertreter der empirischen Kapitalmarktfor-

sung sind in einer Vielzahl von Untersuchungen zu dem Ergebnis gelangt, daß neue Informationen zumeist rasch und ohne nennenswerte Zeitverzögerung in den Aktienkursen reflektiert sind. Sie bezeichnen die Märkte deswegen als „effizient“ und betrachten Nachrichten als weitgehend wirkungslos.¹¹ Die Vertreter der Behavioral Finance hingegen dokumentieren zahlreiche Fälle verzögerter Preisreaktionen in der Folge der Ankunft neuer Informationen und bezeichnen die Märkte deswegen als „ineffizient“.¹² Sie betrachten Nachrichten in den Medien als potentiell wirkungsmächtig.

Die theoretischen Prämissen der beiden Ansätze und deren Implikationen könnten kaum unterschiedlicher sein: Wie Paul Samuelson (1965) in seinem klassischen Text „Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly“ ausführt, stellt der aktuelle Preis einer Aktie die beste Schätzung ihres wahren Wertes dar. Wäre der korrekte zukünftige Kurs schon bekannt, so Samuelson, würde der Preis sich sofort dorthin bewegen.¹³ Doch dies ist eben nicht der Fall. Somit ergeben sich Preisfluktuationen. Diese Theorie besagt, laut Eugene Fama (1970) klassische Definition der „Effizienzmarkthypothese“, „daß Aktienkurse zu jeder Zeit *alle* vorhandenen Informationen ‚vollständig reflektieren‘.“¹⁴ Eine Spezifikation dieses Satzes ergibt, daß die Preisbildung an den Finanzmärkten einem *random walk* folgt.¹⁵ Kurzum: In einem informations-effizienten Markt lassen sich Kursveränderungen nicht vorhersagen.¹⁶

Das Konzept der effizienten Märkte impliziert, daß die Auswertung öffentlich verfügbarer Informationen keine überdurchschnittlichen Renditen verspricht. Wenn Aktienkurse nur auf zukünftige, das heißt unbekannte Daten reagieren, dann sind öffentlich zugängliche Nachrichten, wie sie von den Massenmedien verbreitet werden, für die Kursfindung so gut wie irrelevant. Sie werden vom Markt antizipiert. Vor der Veröffentlichung noch nicht vollzogene Preisanpassungen laufen ohne Verzögerung ab.¹⁷ Kurzum: Die Nachrichten sind in den Preisen bereits „enthalten“. Daraus folgt, daß die Preise stets eine adäquate Reflektion der Fundamentalwerte darstellen.¹⁸ Damit erübrigt sich eine Auswertung der Medieninhalte, zur Erkennung daraus ableitbarer zukünftiger Kursmuster, da sie keinen Mehrwert schafft. Denn es gibt keine zukünftigen Kursmuster, die sich daraus ableiten ließen.

Anders die Folgerungen aus den neueren verhaltenswissenschaftlichen Ansätzen: Die Behavioral Finance, die sich auf Erkenntnisse der Psychologie, der Soziologie und der Anthropologie stützt, hat mit Nachdruck auf die Existenz sogenannter „Marktanomalien“ hingewiesen. Damit sind Preisbewegungen gemeint, die den Erklärungsversuchen der Modelle rationalen ökonomischen Verhaltens zu widersprechen scheinen.¹⁹ Einflüsse im Marktumfeld, so die Beobachtung, scheinen zu Abweichungen der Preise von ihrem rational zu rechtfertigenden Niveau zu führen. Aktienkurse entfernen sich mal mehr, mal weniger stark von den fundamentalen Werten.²⁰ Irrationale Übertreibungen und die Entstehung von Preis-„Blasen“ sind die mögliche Folge. Kurzum: Die Kurse folgen nicht (immer) einer Zufallsverteilung.

Die Überlegungen der Behavioral Finance implizieren, daß die Berichte der Nachrichtenmedien kursrelevant sein können. Wenn nämlich Aktienkurse auf gute oder schlechte Nachrichten über- oder unterreagieren, dann sind die Massenmedien sehr wohl von Belang: Weil sie solche Marktreaktionen verstärken, diese vielleicht sogar selbst hervorrufen. Robert Shiller (1999) schreibt dazu: „Es sieht so aus, als würden die Aktienkurse auf manche Nachrichten [...] überreagieren, bevor die Investoren wieder zu Sinnen kommen und die Preise korrigieren.“²¹ Insoweit sie öffentliche Aufmerksamkeit erzeugen, Massenstimmungen beeinflussen und das Verhalten der Anleger vereinheitlichen, sind die Medien somit ein potentiell zentraler Faktor zum Verständnis der Dynamik der Finanzmärkte.

Summa summarum: Die Finanzwissenschaft liefert gewichtige Hinweise darauf, daß Medienberichte auf Aktienkurse wirken. Und sie liefert gewichtige Hinweise darauf, daß Medienberichte auf Aktienkurse *nicht* wirken.

Die Medienwissenschaften haben sich des Themas, wenn überhaupt, dann meist unter einem anderen Blickwinkel angenommen: Im Vordergrund stand bislang die Insiderproblematik der Wirtschaftsberichterstattung und sich daraus potentiell ergebende Interessenskonflikte.²² Den Anlaß zu solchen Betrachtungen lieferten Fälle, in denen Journalisten, die in engem Kontakt zu Finanzmarktakteuren standen und damit *de facto* zu Insidern wurden, ihr nicht-öffentliches Wissen zur persönlichen Bereicherung einsetzten - beispielsweise durch Publikation von Aktienempfehlungen zu Firmen, mit denen sie eine Geschäftsbeziehung hatten, um daraus Spekulationsgewinne zu erzielen.²³

Die Kritik an solchen Vorgängen basiert auf der zumindest impliziten Annahme, daß Wirtschaftsmedien Einfluß auf das Anlegerverhalten haben können. Wären die Medien wirkungslos, so wären Diskussionen um un-ethisches Verhalten von Medienvertretern ohne praktische Relevanz, da von journalistischen Regelverstößen keine negativen Folgen zu erwarten wären. Diese werden jedoch unterstellt, wenn man zum verantwortungsvollen Umgang mit dem Publikum mahnt und vor Manipulationen warnt.²⁴ Die spärlichen medienwissenschaftlichen Ansätze gehen also zumindest implizit davon aus, daß Nachrichten wenigstens eine punktuelle Wirkung auf das Investorenverhalten entfalten und durch eine manipulative Beeinflussung der Anleger zu Marktverzerrungen führen können.

Erst in jüngster Zeit gibt es Versuche einer systematischen medienwissenschaftlichen Analyse der Wechselbeziehungen von Märkten und Medien. So liefert Schuster (2000a und 2001c) zahlreiche Hinweise darauf, daß die Rolle der Massenmedien zum Verständnis der Dynamik der Finanzmärkte sehr wohl in Rechnung zu stellen ist. Zwar finden sich genügend Belege dafür, daß leicht isolierbare Ursache-Wirkungs-Relationen nicht die Regel repräsentieren. Beispielsweise stellen große außergewöhnliche Kursbewegungen nach Aktienempfehlungen nur die Ausnahme dar. Doch folgt daraus keineswegs, daß die Medien wirkungslos sind und Sekundärinformationen in den Massenmedien auf die Kursbildung keinen Einfluß haben. Die Medien können sowohl manifeste, als auch latente Wirkungen entfalten.

3. Nachrichtenwirkungen: Rapide Rendite-Reaktionen

Ganze Berge von Studien der empirischen Finanzmarkt-Forschung machen deutlich: Verzögerte Wirkungen von Nachrichten repräsentieren nicht die Norm. Selbst an Tagen, an denen „große Ereignisse“ die Schlagzeilen der Medien beherrschen, so Cutler, Poterba und Summers (1989), ergeben sich meistens nur kleine Kursbewegungen. Umgekehrt finden viele der größten Marktbewegungen an Tagen ohne wichtige Nachrichtenergebnisse statt.²⁵ Generell scheint zu gelten, daß sich kein systematischer Zusammenhang zwischen der Veröffentlichung ökonomischer und anderer Nachrichten in den Medien und darauf folgenden substantiellen Kursveränderungen an den Fi-

nanzmärkten bestimmen läßt. Die Börsennotierungen bewegen sich, doch die Nachrichten sind oft nicht besonders wichtig. Und umgekehrt.

Dieses Ergebnis wird von den Vertretern der Theorie der effizienten Märkte in einer Vielzahl von Ereignisstudien immer wieder untermauert: Aktienkurse reagieren auf neue Informationen zügig, schon bevor diese von den Nachrichtenmedien veröffentlicht werden. Wirkungen neuer Informationen auf Aktienkurse in Form systematischer und verzögerter Preisreaktionen repräsentieren nicht die Regel. Im Gegenteil: Schon Fama, Fisher, Jensen und Roll (1969) stellen in ihrer Untersuchung zu den Marktreaktionen auf Aktiensplits fest, „daß sich die Aktienkurse sehr schnell an die neuen Informationen anpassen“.²⁶ Bereits kurz nach der Ankündigung von Aktiensplits, so die Autoren, meist innerhalb eines Tages, sind die entsprechenden Preisanpassungen beendet.²⁷ Es ist deswegen gewöhnlich nicht möglich, einen abnormalen Profit zu erzielen, indem man auf solche Daten reagiert.

Ball und Brown (1968) untersuchen die Marktreaktionen auf die Veröffentlichung von Ertragszahlen im *Wall Street Journal*. Ihr Befund: Der größte Teil der neuen Informationen wird in den Monaten davor von den Kursen vorweggenommen. Die eigentliche Veröffentlichung in der Zeitung hat kaum mehr eine meßbare Wirkung.²⁸ „Der Markt“, so Dimson und Mussavian (2000), „scheint die Informationen zu antizipieren und der größte Teil der Preisanpassung ist beendet, bevor das Ereignis dem Markt bekannt wird. Wenn die Nachricht veröffentlicht wird, läuft die verbliebene Preisanpassung schnell und präzise ab.“²⁹ Die Folgerung daraus lautet: Daß sich aus solchen veröffentlichten Informationen nicht auf zukünftige Kursveränderungen schließen läßt.

Eine Vielzahl von Ereignisstudien liefert Belege dafür, mit welchem Tempo der Markt wirklich reagiert. Zum Beispiel auf Unternehmensmeldungen: Patell und Wolfson (1984) zeigen, daß die Kursbewegungen im Zuge von Dividenden- und Gewinnankündigungen über den *Dow Jones News Service* schon vor deren Veröffentlichung einsetzen. Der Hauptschub in den Kursen folgt innerhalb von fünf bis fünfzehn Minuten nach der Publikation. Nach sechzig bis neunzig Minuten ist der Großteil der Preisanpassung abgeschlossen.³⁰ Während Gewinnankündigungen zumindest signifikante Kursveränderungen um den Veröffentlichungstermin auszulösen scheinen, sind die Reakti-

onen auf Dividendenankündigungen schwach und nur im Falle von Dividendenänderungen nennenswert. Insoweit es zu Preisbewegungen nach Dividendenankündigungen kommt, sind auch diese sehr schnell abgeschlossen.

Vergleichbare Ergebnisse liegen für den deutschen Markt vor: Gerke, Oerke und Sentner (1997) untersuchen die Marktreaktionen auf die Veröffentlichung von Dividendenänderungen in Wirtschaftsdiensten und im *Handelsblatt* im Zeitraum von 1987 bis 1994. Ihre Resultate zeigen, daß die Kurse auf Dividendenerhöhungen mit abnormalen Renditen von circa 1 Prozent am Ereignistag reagieren; danach sind keine ungewöhnlichen Preisbewegungen feststellbar.³¹ Anders bei negativen Überraschungen: Dividendensenkungen und Dividendenausfälle werden zwar mit sofortigen Kursabschlägen quittiert, doch kommt die Reaktion erst nach einigen Tagen zum Stillstand. Auffällig ist zudem, daß sich ein signifikanter Teil der Preisanpassung erst im Anschluß an die Veröffentlichung der Informationen in der Presse (und nicht bereits nach der Agentur-Meldung) einstellt.

In vielen Fällen läuft die Nachrichtenverarbeitung sehr zügig ab. Röder (2000a) gelangt zu dem Ergebnis, daß die Verarbeitung bestimmter Unternehmensnachrichten, sogenannter Ad-hoc-Meldungen, bei den im DAX notierten Unternehmen praktisch reibungslos abläuft. Nach dem Veröffentlichungstag lassen sich keine abnormalen Preisbewegungen feststellen. Die Kursreaktion setzt in den ersten 15 Minuten nach der Publikation ein und ist innerhalb der ersten Handelsstunde zum Großteil vollzogen.³² Die Aktienkurse kleinerer Unternehmen können zwar verzögerte Kursbewegungen auf Unternehmensnachrichten aufweisen, sogar noch am Tag nach der Veröffentlichung. Doch lassen sich diese – im nachhinein – zu beobachtenden theoretischen Überrenditen in der Praxis kaum realisieren, da die Transaktionskosten den potentiellen Gewinn übersteigen.

Positive Unternehmensmeldungen, so die Ergebnisse von Woodruff und Senchack (1988) zum amerikanischen Markt, werden besonders rapide in den Kursen verarbeitet. Sie sind zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung meist schon vorweggenommen. May (1994) und Röder (2000b) legen ähnliche Testergebnisse für die deutsche Börse vor. Generell scheint zu gelten: „Gute Nachrichten sind keine Nachrichten.“³³ Schlechte Neuigkeiten können stärkere Preisbewegungen bewirken, besonders in einem positiven Marktumfeld, indem sie

die Unsicherheit über die Zukunftsaussichten erhöhen.³⁴ Doch selbst solche negativen Informationen werden zumeist ohne große Verzögerung verarbeitet. Zeit darauf zu reagieren bleibt den Outsidern, die erst nach der öffentlichen Verbreitung zugreifen, in der Regel nicht. Der Markt (re)agiert (blitz)schnell.

Doch nicht immer. Stice (1991) zeigt, daß die Veröffentlichungsmethode sich auf den Kurs-Response auswirken kann: Ertragszahlen, die zum Zeitpunkt ihrer Pflichtveröffentlichung keine meßbare Wirkung hervorrufen, können dies sehr wohl tun, wenn sie einige Zeit später im *Wall Street Journal* erscheinen. Womöglich handelt es sich dabei um einen Verstoß gegen die Effizienzmarkttheorie, derzufolge Wiederveröffentlichungen keine abnormalen Preisbewegungen produzieren sollten. Dies könnte ein Hinweis auf autonome Medieneffekte sein, da die Zeitungsartikel keine neuen Informationen enthalten. Allerdings sind die von Stice vorgelegten Zahlen zu Preis- und Volumen-Bewegungen ökonomisch kaum signifikant. Ferner handelt es sich um sehr kleine Firmen – deren Aktienkurse generell langsamer reagieren, da sie seltener auf dem Radar der Öffentlichkeit erscheinen.

Schon Beaver (1986) legt Belege dafür vor, daß Aktienkurse und Handelsvolumina auf die Publikation von Ertragszahlen reagieren können: Er dokumentiert abnormale Renditen und Umsätze um den Veröffentlichungstermin und schließt daraus, daß die Ertragsberichte einen Informationsgehalt besitzen. Ähnliche außergewöhnlichen Handelsaktivitäten zur Veröffentlichung von Ertragszahlen wurden für kleinere Firmen nachgewiesen: So berichtet Bamber (1986) von überdurchschnittlichen Umsätzen zur Zeit von *earnings announcements* im *Wall Street Journal*, besonders in marktengen Werten. Fallen die Erträge unerwartet gut aus, so können erhöhte Handelsvolumina in den betroffenen Aktien auftreten. Die Ergebnisse, sowohl von Beaver, als auch von Bamber deuten darauf hin, daß die ungewöhnlichen Tradingaktivitäten sehr zügig ablaufen.

Schnelligkeit der Informationsverarbeitung scheint in der Mehrzahl der Fälle die Norm. Auf die Bekanntgabe volkswirtschaftlicher Daten reagieren die Märkte besonders rapide – wenn sie überhaupt reagieren. Zum Beispiel Inflationsraten: Schwert (1981) zeigt, daß die Börse meist nur sehr schwach auf die Bekanntgabe von Teuerungsraten antwortet.³⁵ Pearce und Roley (1985) finden ebenfalls nur geringe Spuren von Kursreaktionen auf Inflationszahlen. Jain

(1988) repliziert diese Ergebnisse: Ob Inflationsrate, Industrieproduktion oder Arbeitslosenquote – die Bekanntgabe solcher Zahlen führt meist zu keinen auffälligen Veränderungen der Aktienkurse. Wenn es zu korrespondierenden Effekten kommt, laufen diese sehr schnell ab, generell innerhalb einer Stunde.³⁶ Danach hat sich der Kurseffekt erschöpft.³⁷

Zins- und Devisenmärkte reagieren noch viel schneller als die Aktienbörsen: Ederington und Lee (1993 und 1995) demonstrieren, daß in diesen Märkten die Preisreaktionen schon kurz nach der Bekanntgabe makro-ökonomischer Daten einsetzen. Ein Großteil der Preisanpassung findet innerhalb nur einer Minute statt. „[...] Trading-Profite auf der Basis der anfänglichen Reaktion verschwinden praktisch in dieser Periode“, so die Autoren.³⁸ Andersen, Bollerslev, Diebold und Vega (2002) zeigen, wie überraschende volkswirtschaftliche Informationen die Wechselkurse beeinflussen können. Die Kurse reagieren mit einem Sprung, wobei negative Informationen deutlich stärkere Reaktionen hervorrufen, als positive Informationen. Generell gilt: Wechselkurse antworten augenblicklich auf die Bekanntgabe von Wirtschaftsdaten.³⁹

Maloney und Mulherin (1998) zeigen in einer Fallstudie zur Explosion der Raumfähre Challenger im Jahr 1986, daß selbst besonders überraschende nicht-ökonomische Nachrichten von den Märkten rapide verarbeitet werden: Innerhalb von 13 Minuten nach dem Agenturbericht über den Crash der Raumfähre im *Dow Jones News Wire*, der acht Minuten nach der Explosion veröffentlicht wurde, fielen die Aktien mehrerer an der Produktion des Space Shuttle beteiligter Firmen. Der Kurs einer bestimmten Aktie wurde besonders hart getroffen. Während die Börsennotierungen der übrigen Firmen sich schnell wieder erholten, verlor diese Aktie im Tagesverlauf weiter an Boden. Wochen später stellte sich heraus, daß es sich dabei um das Unternehmen handelte, das für den Produktionsfehler verantwortlich war, der das Unglück verursachte.⁴⁰

4. Unregelmäßige Kursregelmäßigkeiten

Neuere Studien zur Aggregat-Ebene der Nachrichten- und Kursbewegungen verdeutlichen, daß die Relation von Medien und Märkten sich keinen simplen Regeln beugt: Mitchell und Mulherin (1994) haben von 1983 bis 1990 im *Dow Jones News Service* und dem *Wall Street Journal* veröffentlichte Meldungen mit Aktienkursen und Handelsvolumina korreliert – über 750.000 Headlines.

Im Ergebnis zeigt sich eine moderate Beziehung der Nachrichtenvariablen zu den Handelsvolumina, doch nur eine geringe Beziehung zu den Aktienrenditen. „Wir finden zwar eine direkte und robuste Beziehung zwischen Dow Jones-Nachrichtengeschichten und der Börsenaktivität“, so die Autoren, „doch die beobachtete Beziehung ist oft genauso schwach, wie in den Ergebnissen früherer Studien.“⁴¹

Ähnlich die Ergebnisse von Berry und Howe (1994): Ihre Studie demonstriert am Beispiel des *Reuter's News Service*, daß der Nachrichtenfluß im Verlauf eines Handelstages einem typischen Muster folgt: Das Nachrichtenvolumen steigt in den ersten Handelsstunden, es erreicht eine Spitze kurz nach Börsenschluß und ebbt danach ab. Ein ähnliches Muster weisen Berry und Howe für die Börsenumsätze nach. Die Renditen zeigen keine auffälligen Korrelationen.⁴² Untersuchungen von McQueen und Roley (1993) haben allerdings ergeben, daß die Wirkungen makro-ökonomischer Nachrichten mit dem Wirtschaftsklima variieren – und unter Umständen doch stärker ausfallen als bislang vermutet: So scheinen positive Nachrichten wenn die Wirtschaft schon auf Hochtouren läuft zu negativen Preisreaktionen zu führen, während sie in einem schwachen Umfeld zu (schwach) positiven Reaktionen führen.

Abhängig von der allgemeinen Marktlage scheinen identische Nachrichten somit unterschiedliche Preisreaktionen zu provozieren. Dies deutet darauf hin, daß der jeweilige Aggregat-Zustand des Marktes sowie die Perzeptionen und psychologischen Dispositionen der Marktteilnehmer eine größere Rolle spielen, als von den Vertretern der Effizienzmarkthypothese angenommen. Asymmetrische Kursbewegungen auf vergleichbare Nachrichten liefern Anhaltspunkte dafür, daß Investoren in manchen Fällen über-, in anderen Fällen unterreagieren. Die psychologische Verfassung des Marktes scheint den Verhaltensrahmen zu konditionieren, innerhalb dessen die Anleger ihre Transaktionen durchführen. Damit ist nicht mehr ausgeschlossen, daß sich die Kurse von ihren fundamentalen Werten entfernen. Oder anders formuliert: Der Markt reagiert mal mehr, mal weniger effizient.

Unter bestimmten Umständen können Aktienkurse (aber auch Preise in anderen Märkten) unterreagieren oder überreagieren. Von Unterreaktion wird gesprochen, wenn die durchschnittliche Rendite nach einer Veröffentlichung *höher* als die der Benchmark ist. Das heißt, der Kurs reagiert verzögert auf die

Nachrichten, ein Fehler, der anschließend durch überdurchschnittliche Renditen korrigiert wird. Die Nachrichten werden also erst nach und nach in die Preise „eingebaut“. Von einer Überreaktion ist die Rede, wenn die durchschnittliche Rendite nach einer Veröffentlichung *niedriger* als die der Benchmark ist. Das heißt, der Kurs reagiert vorschnell auf Nachrichten, ein Fehler, der anschließend durch niedrigere Renditen korrigiert wird. Die Nachrichten werden also zu stark in die Preise „eingebaut“.⁴³

Als gut dokumentiert können Unterreaktionen auf die Veröffentlichung von Ertragszahlen gelten: Positive Ertragsüberraschungen können über den Ereignistag hinaus zu Überrenditen und höheren Handelsvolumina führen. Mehrere Ereignisstudien demonstrieren, daß auf überraschend gute Zahlen über mehrere Monate Überrenditen folgen (sogenannter *post-event price drift*).⁴⁴ Das heißt, in bestimmten Fällen können (auch) auf Wirtschaftsnachrichten sukzessive Kursänderungen folgen, die miteinander korrelieren, somit einen Trend ergeben und wie es scheint: ökonomisch signifikant sind.⁴⁵ Cutler et al. (1991) weisen positive Autokorrelationen im Zeitraum bis zu einem Jahr für Renditen verschiedenster internationaler Märkte nach, darunter Aktien-, Devisen und Immobilien-Märkte: Für eine breite Palette von Asset-Klassen scheint zu gelten, daß Überrenditen zu einem geringen Grad zusammen hängen.⁴⁶

Chan (2002) zeigt, daß nach der Veröffentlichung von Wirtschaftsnachrichten abnormale Renditen auftreten können. Seine Untersuchung der Marktreaktionen auf Veröffentlichungen in Nachrichtenmedien wie dem *Wall Street Journal*, der *Chicago Tribune*, der *New York Times* und der *Washington Post* ergibt: Aktienkurse, insbesondere die Notierungen kleinerer Unternehmen, können nach der Publikation schlechter Nachrichten hinter ihren Vergleichsindex zurückfallen. „Es scheint eine lange Zeit zu dauern“, so Chan, „bis die Nachrichten in den Headlines sich auf die Preise auswirken.“⁴⁷ Auf die Veröffentlichung positiver Informationen treten die Überrenditen weniger prononciert auf, sie sind aber immer noch meßbar.⁴⁸ Anders formuliert: (Insbesondere negative) Wirtschaftsnachrichten wirken (manchmal) nach.

Neben Unter- wurden in empirischen Studien wiederholt Überreaktionen beobachtet: In ihrer Pionier-Studie zu diesem Phänomen fanden Werner De Bondt und Richard Thaler (1985) heraus, daß ehemalige Über-Performer sich mittelfristig zu Verlierern entwickeln und umgekehrt: Unterbewertete Aktien

scheinen die bisherigen Gewinner-Aktien zu schlagen.⁴⁹ Die Ursache solcher Preisumschwünge sehen die Autoren in Überreaktionen von Investoren. In seinem viel beachteten Buch *Irrational Exuberance* nennt Robert Shiller (2000) die Massenmedien als wichtigen Faktor in der Entstehung von Überreaktionen: Durch ihre Fähigkeit, Aufmerksamkeit zu generieren, so Shiller, können die Medien positives Feedback erzeugen und bestehende Trends verstärken – und zur Verstärkung von spekulativen Preisbewegungen und Finanzblasen beitragen.⁵⁰

Der zentrale Befund der Studien zur Überreaktion lautet, daß Aktienkurse in einem Ereignis-Fenster von einigen Monaten bis zu mehreren Jahren sukzessive (leicht) negative Autokorrelationen aufweisen können: Nach der anfänglichen Überreaktion folgt die Kurskorrektur, die Rendite fällt in Richtung der Durchschnittswerte zurück. Dies impliziert natürlich, daß Aktienkurse vorhersagbar sein müßten, falls solche Preisumschwünge systematisch auftreten und auf gewisse Verhaltensdispositionen der Marktteilnehmer zurückgeführt werden können. Insoweit die Massenmedien durch die Bündelung öffentlicher Aufmerksamkeit zur „Übersteuerung“ des Investoren-Verhaltens beitragen, sind sie als eine potentielle Hauptursache hinter der Entstehung solcher „irrationalen Übertreibungen“ in Betracht zu ziehen.⁵¹

Barberis, Shleifer und Vishny (1998) haben ein Modell der Stimmungsschwankungen unter Investoren entworfen, die solche Bewegungen auslösen könnten. Eine Erklärung finden sie in dem unter Psychologen bekannten Phänomen, daß Personen auffälligen Informationen zuviel Bedeutung beimessen.⁵² Dementsprechend könnte eine Abfolge guter oder schlechter Nachrichten⁵³, die an sich schon eine erhöhte Aufmerksamkeit erzeugt, Investoren dazu verleiten, einen Trend zu extrapolieren. Überreaktionen auf Nachrichten, in deren Folge Aktienkurse sich von den Fundamentalwerten entfernen, werden so erklärbar. Kommen die Nachrichten noch dazu besonders auffällig daher, dann scheinen solche Übertreibungen sogar sehr wahrscheinlich. Unauffällige Informationen, die wenig beachtet werden, würden entsprechend zu Unterreaktionen führen.⁵⁴

Damit wird es theoretisch möglich, daß gerade auffällige Medien-Events zu einer Überbewertung durch Investoren und folglich zu Überreaktionen führen. Barberis, Shleifer und Vishny leiten daraus folgende Prognose ab: „Die

Theorie sagt voraus, daß, hält man das Gewicht der Information konstant, einmalige auffällige Nachrichtenereignisse eine Überreaktion hervorrufen sollten. [...] Beispielsweise prallten die Aktienpreise in den wenigen Wochen nach dem Crash von 1987 stark zurück. Eine Interpretation des Crash ist die, daß Investoren auf die Nachricht von Panikverkäufen anderer Investoren überreagierten, obwohl es nur wenig Neues über die zugrunde liegenden fundamentalen Werte gab. Der Crash war also ein auffälliges Nachrichtenereignis mit geringem Gewicht, das gemäß der Theorie eine Überreaktion verursacht haben sollte.⁵⁵

Es ist keineswegs sicher, daß es sich bei Über- und Unterreaktionen um „durchgängige Regelmäßigkeiten“ handelt.⁵⁶ Auffällig jedoch ist, daß Kursbewegungen, die im Lichte der älteren Finanztheorie als „anormal“ erschienen, relativ oft aufzutreten scheinen.⁵⁷ Ob es sich dabei um echte Verletzungen der Theorie handelt, sei dahingestellt. Wie zahlreiche Autoren bemerken, ist für geringe Anomalien auch in den traditionellen Effizienzkonzepten Platz.⁵⁸ Doch ungewöhnliche Wechselwirkungen von Medien und Märkten deuten an, daß die Finanzwissenschaft lange einer zu simplistischen Formel folgte, als sie von der friktionslosen Informationsverarbeitung philosophierte. Allerdings zeigen die Marktaktivitäten im Zuge starker Medienstimuli, daß auch die neuere Finanzökonomik daneben greift, wenn sie zu pauschal aus Verhaltensregelmäßigkeiten *systematische* Kursregelmäßigkeiten ableitet.

5. Weltereignisse: Die Wirkungen „Großer Nachrichten“

Die Wirkungen medialer Großereignisse auf die Finanzmärkte liefern einen Lackmus-Test für die Prognosen der neueren verhaltenstheoretischen Ansätze – einen Test den sie nur zum Teil bestehen. Gemäß der Theorie müßten auffällige Nachrichtenereignisse qua ihrer gesteigerten Sichtbarkeit und der daraus folgenden Überreaktionen vieler Investoren (nicht aufgrund ihres Gehalts an fundamentalen Informationen) zu rational nicht begründbaren Kursbewegungen führen. Anders formuliert: Je stärker ein Ereignis in den Medien in Erscheinung tritt, desto stärker sollten die Kursreaktionen ausfallen, unabhängig davon, wie schwerwiegend das Ereignis „an sich“ ist. Die wenigen empirischen Studien zu den Markt-Effekten großer Medien-Events liefern dafür nur gemischte Belege.

So hat Ray Fair (2000) versucht, für den Zeitraum von 1982 bis 1999 alle Tage mit großen Kursbewegungen am U.S.-amerikanischen Aktienmarkt mit entsprechenden Nachrichten in Beziehung zu setzen. Dazu hat er 4.417 Handelstage nach ungewöhnlichen Preisaktivitäten abgesucht, definiert als Kursveränderungen von mehr als 0,75 Prozent innerhalb von fünf Minuten. An 179 Tagen fand sich mindestens eine solche Preisreaktion. Anschließend wurde in den Archiven von vier Nachrichten Anbietern, des *Dow Jones News Service*, des *Associated Press Newswire*, der *New York Times* und des *Wall Street Journal*, nach auffälligen Medienereignissen gesucht. Das Resultat: An (nur) 58 der 179 Tage fanden sich signifikante Ereignisse, die als Auslöser der Marktaktivitäten in Betracht kamen.⁵⁹ An 121 Tagen mit starken Kursbewegungen gab es keine wichtigen Nachrichten.

Die Existenz starker Kursausschläge in Abwesenheit korrespondierender Medienberichte impliziert zunächst nur, daß es neben den Massenmedien noch weitere Ursachen geben muß, um abnormal starke Tagesschwankungen zu erklären. Bemerkenswert jedoch ist die Existenz des umgekehrten Phänomens: Daß es zahlreiche Nachrichtenergebnisse gibt, die *keine* ungewöhnlichen Preisbewegungen bewirken – obwohl sie den kursbewegenden Nachrichten sehr ähnlich zu sein scheinen. Fair schreibt: „Es gab beispielsweise hunderte wichtiger volkswirtschaftlicher Ankündigungen zwischen 1982 und 1999 und nur ein Bruchteil davon hat zu großen Aktienkurs-Veränderungen geführt. Ein angemessenes Modell müßte erklären, warum gerade spezifische Ereignisse zu großen Preisveränderungen geführt haben, während dies bei vielen anderen scheinbar ähnlichen Ereignissen nicht der Fall war.“⁶⁰

Die wichtigste Studie zu den finanz-ökonomischen Auswirkungen „großer“ Ereignisse untermauert diese Befunde: „Viele der größten Marktbewegungen der letzten Jahre traten an Tagen auf, an denen es keine großen Nachrichtenergebnisse gab.“⁶¹ Dieses Ergebnis der Untersuchung „What Moves Stock Prices“ von Cutler, Poterba und Summers (1989) zeigt die Grenzen der Bedeutung von Nachrichten (und der hinter ihnen stehenden Ereignisse) zur Erklärung der Dynamik der Finanzmärkte auf: Selbst größte Preisveränderungen treten häufig ohne vorherige Nachrichten auf - womit zweifelsfrei fest steht, daß die mit fundamentalen ökonomischen Faktoren nicht erklärbare Kursvari-

anz sich bei weitem nicht restlos aus externen Ereignissen und daraus folgenden Medienberichten ableiten läßt.⁶²

Dennoch finden sich zahlreiche Beispiele für einschneidende Nachrichtenereignisse – wirtschaftspolitische Maßnahmen, politische Vorkommnisse, internationale Konflikte und Krieg – die substantielle marktweite Wirkungen zeitigten: So verlor der Standard & Poor's Composite Stock Index am Montag nach dem japanischen Angriff auf Pearl Harbor 4,37 Prozent. Auf die amerikanische Kriegserklärung gegen Japan tags darauf kam ein Verlust von 3,23 Prozent zustande. Der Atombombenabwurf auf Nagasaki schlug mit 1,65 Prozent zu Buche. Auf die Bekanntgabe der Stationierung russischer Nuklearraketen auf Kuba im Oktober 1962 verlor der Markt 2,67 Prozent. Nach der Ermordung Präsident Kennedys gaben die Aktien 2,81 Prozent ab. Der größte Kurssturz folgte auf ein medizinisches Ereignis: Nach Präsident Eisenhowers Herzinfarkt im Herbst 1955 fiel der Markt um 6,62 Prozent.⁶³

Niederhoffer (1971) stellt fest, daß auf große, doch isolierte Nachrichtenereignisse, die nur einen Tag lang in den Medien aufblitzen, geringere Kursbewegungen zu beobachten sind, als bei eine Serie konsekutiver großer Nachrichten, wie sie zu Zeiten internationaler Krisen auftreten. Offenbar kommt es bei mehreren aufeinander folgenden und in Bezug zueinander stehenden Großnachrichten, wie im Korea-Krieg oder während der Kuba-Krise, zu einem Aggregat-Effekt, der stärkere Marktaktivitäten wahrscheinlich macht. Es ist allerdings nicht klar, ob diese Beobachtung die These von Barberis, Shleifer und Vishny, daß „einmalige auffällige Nachrichtenereignisse eine Überreaktion hervorrufen sollten“, stützt oder eher in Frage stellt.⁶⁴ Klar jedoch ist, daß es bei großen Nachrichten zu Überreaktionen kommen kann. Doch wieviel davon geht auf den Einfluß der Medien zurück?

Zwar ist in Fällen starker Kursausschläge anzunehmen, daß ein ursächlicher Zusammenhang zu den Medienberichten (und den Ereignissen hinter ihnen) existiert. Zweifelsfrei fest steht dies jedoch nicht immer. Denn die Tatsache, daß auf eine Nachricht eine Kursbewegung folgt, ist längst kein zwingender Beweis für ein Kausalverhältnis. Auch purer Zufall könnte im Spiel sein. Oft genug geht das Vorzeichen der Kursbewegung sogar in eine andere Richtung, als das „Vorzeichen“ des Ereignisses erwarten läßt: So war die 1,65-prozentige Bewegung nach Nagasaki *positiv*. Die 0,73-prozentige Preisverände-

rung am Tag des mißglückten Versuchs, die amerikanischen Geiseln im Iran zu befreien, ebenfalls. Kurzum: Große Nachrichten können große Kursbewegungen bewirken - doch läßt sich im voraus kaum sagen welche und in welche Richtung.

Niederhoffer (1971) findet eine leichte Tendenz dafür, daß auf Ereignisse, die üblicherweise eher als positiv betrachtet werden, häufiger Kursanstiege folgen. Umgekehrt treten nach Berichten über negative Geschehnisse etwas häufiger Kursverluste auf. Doch die Differenz ist minimal: So folgt auf Nachrichten über Friedensverhandlungen in 58 Prozent der Fälle ein Kursgewinn, während ein solcher bei Berichten über feindselige Verhandlungen nur in 50 Prozent der Fälle eintritt.⁶⁵ Wie unregelmäßig solche Regelmäßigkeiten sind, sieht man schon daran, daß auf (eigentlich negative) Meldungen über eine Verschärfung internationaler Spannungen in 62,5 Prozent der Fälle ein Kurs-*Anstieg* erfolgt und sich auf „extrem schlechte“ Nachrichten generell eher Kursgewinne einstellen.

Auch Vorkommnisse in derselben Ereignis-Kategorie zeitigen keineswegs immer dieselben Effekte. Wie Terroranschläge: Chen und Siems (2002a) demonstrieren daß, „Terrorangriffe und Militärinterventionen ein großes Potential haben, in kurzer Zeit auf die Kapitalmärkte der Welt einzuwirken.“⁶⁶ Die Analyse der historischen Beispiele zeigt jedoch, daß diese Wirkungen höchst unterschiedlich ausfallen: Mal kommt es zu Preiseffekten, mal nicht. Manchmal ergeben sich sogar Kursgewinne, wie am Tag des Anschlags in Oklahoma City oder nach dem Angriff auf die U.S.-Botschaft in Kenia im Jahr 1998. Allerdings scheint ein gewisser Zusammenhang zwischen der Größenordnung eines Ereignisses und der korrespondierenden Marktaktivität zu existieren: Der Ausschlag nach dem 11. September *war* stark. Die Kursbewegungen nach Pearl Harbor und der Invasion von Kuwait ebenfalls.

Die meisten „großen“ Nachrichten bewirken *keine* zeitnahen großen Kursbewegungen: Auf nur 15 der 49 Großereignisse, die Cutler, Poterba und Summers von 1941 bis 1987 identifizieren, folgt eine Indexbewegung von mehr als 1,5 Prozent. Viele bedeutende Ereignisse werden in den Aktienpreisen kaum registriert: Während der Invasion der Schweinebucht ergibt sich ein Kursanstieg von nur 0,47 Prozent. Auf die sowjetische Invasion Afghanistans *steigt* der S&P um als 0,11 Prozent. Zum Attentat auf Ronald Reagan verliert der

Index nur 0,27 Prozent. Der Tod von U.S. Marines im Libanon im Jahr 1983 ist mit plus 0,02 Prozent an der Börse ein Non-Event. Auch das Reaktorunglück von Tschernobyl schlägt mit minus 1,06 Prozent nur schwach zu Buche.⁶⁷ Auf Hurricane Andrew, bis dato eine der größten Naturkatastrophen in den USA, folgt eine Überrendite am Ereignistag von minus 0,8 Prozent.⁶⁸

Die Feststellung der tatsächlichen Medieneffekte auf die Marktaktivitäten wird durch das prinzipielle Problem erschwert, die Wirkungen der Ereignisse „an sich“ von den Wirkungen der Nachrichten zu trennen. Beide lassen sich nur schwer voneinander isolieren. Die Bekanntgabe vieler volkswirtschaftlicher Daten und deren Veröffentlichung in den Medien laufen beispielsweise häufig zeitgleich ab. Im Zuge der weiteren Verbreitung von Real-Time-Berichterstattung werden Events und die Berichte darüber in Zukunft noch weniger voneinander unterscheidbar sein. Die klarsten Folgerungen ergeben sich aus zwei Typen von Fällen: erstens, diejenigen, in denen keine abnormalen Preisbewegungen beobachtbar sind, selbst wenn große Ereignisse oder große Nachrichten voran gehen; zweitens, diejenigen, in denen starke Preisbewegungen auf journalistische Non-Events folgen.

An den Fällen des ersten Typs, die recht häufig auftreten, zeigt sich, daß vielfach weder ein Ereignis, noch die Nachricht darüber eine Wirkung haben. Daraus folgt logisch, daß zwischen großen Nachrichten und großen Kursbewegungen kein zwingender und systematischer Zusammenhang besteht. Aus den Fällen des zweiten Typs, die seltener auftreten, aber umso prägnanter sind, läßt sich auf die Existenz autonomer Medienwirkungen schließen, selbst wenn diese nicht systematisch auftreten: In der Realität nämlich lassen sich wiederholt auftretende Kursbewegungen erkennen im Anschluß an Nachrichten, die sich durch eines auszeichnen: Daß sie selbst das Event sind, da hinter ihnen keine reale Begebenheit steht. Die Reaktionen auf solche fiktiven Medienberichte können unter bestimmten Umständen sehr heftig ausfallen.⁶⁹

Die These von der Wirkungsmacht großer Medienereignisse und sich daraus ergebender Überreaktionen der Märkte bedarf somit erheblicher Qualifizierung: Bei der Mehrzahl der Nachrichten finden sich keine nennenswerten Kurskorrelationen. Dort wo sie erscheinen, treten sie unsystematisch auf. Oft ist nicht nur unklar, ob Reaktionen auftreten und wie stark diese sein werden, sondern auch, in welche Richtung sie gehen. Cutler et al. (1989) resümieren:

„Für die Gruppe von Ereignissen, die wir analysieren, beläuft sich die durchschnittliche absolute Marktbewegung auf 1,46 Prozent im Gegensatz zu 0,56 Prozent für die gesamte Periode von 1941-1987. Diese Befunde deuten auf überraschend geringe Effekte nicht-ökonomischer Nachrichten, zumindest des Typs, den wir identifiziert haben, hin.“⁷⁰

Aus diesen Beobachtungen ergeben sich wichtige Folgerungen sowohl für die Finanzökonomik, als auch für die kommunikationswissenschaftliche Erforschung von Medienwirkungen auf die Finanzmärkte: Die offensichtliche „Wirkungslosigkeit“ vieler medialer Großereignisse wirft ernsthafte Zweifel daran auf, ob die Auffälligkeit einer Nachricht allein schon das Auftreten verhaltensbedingter Überreaktionen erklärt. Offensichtlich sind weitere Faktoren im Spiel, welche die Wirkungen von Nachrichten auf die Marktaktivitäten konditionieren und die Form, in der sie sich manifestieren. Ein simples Ein-Faktoren-Modell, welches die Kursresonanz aus der „Nachrichtenstärke“ ableitet, wird dem Problem somit nicht gerecht. „Große“ Nachrichten führen zwar zu „großen“ Marktreaktionen – aber eben oft auch nicht.

Dennoch wäre es viel zu kurz gegriffen, die Fälle, in denen Medienwirkungen auftreten, als vernachlässigbare „Anomalien“ abzutun. Nachrichten haben sowohl direkte und kurzfristige, als auch indirekte und langfristige Markteffekte, von denen sich ein quantifizierbarer Teil auf den spezifischen Mechanismus der Übertragung der Informationen via Massenmedien zurückführen läßt. Diese Beobachtung widerspricht der in Teilen der Medienwirkungsforschung noch immer verbreiteten Vorstellung von den wirkungsschwachen Medien.⁷¹ Die Unmittelbarkeit der Realtime-Kommunikation verhindert langes Nachdenken und die Abfederung der Publikumsreaktion durch interpersonale Verständigung. Gerade an den Finanzmärkten, wo Schnelligkeit des Handelns prärogativ ist, kann es somit zum rapiden „Umkippen“ der Stimmung kommen.

Soziale Netzwerke führen in solchen Fällen nicht zu einer Relativierung, Objektivierung oder Abschwächung der Publikumsreaktion auf die Medienberichte. Im Gegenteil: Sie können sogar eine Verstärkung bewirken, indem sie eine wechselseitige psychische „Infizierung“ ermöglichen und kollektiven Panikattacken Vorschub leisten. Auch „Ratgeber“ fallen als stabilisierendes Moment aus: „Experten“ und „Meinungsführer“ sind im Falle überraschender

Nachrichtenergebnisse selbst Ratsuchende, sie erliegen oft genug selbst der unmittelbaren Wucht der Ereignisse oder sie verfolgen ihre eigenen Interessen im Markt.

Somit ist es korrekt, von monokausalen Erklärungsversuchen abzusehen, die sich bemühen Marktreaktionen allein auf Medieneinflüsse zurück zu führen. Vielmehr handelt es sich um spezifische Konstellationen von Faktoren, welche über die Wahrscheinlichkeit von Über- oder Unterreaktionen in der Preisfindung entscheiden. Kommt ein solcher Prozeß in Gang, dann spielen die Medien längst nicht nur die Rolle des Verstärkers, sie können vielmehr wesentlich zu einem qualitativen Umschwung der Marktaktivität auf ein anderes Aktivitätsniveau beitragen. Unter bestimmten Bedingungen können Nachrichtenergebnisse somit ganz wesentlich den Charakter der Preisfindungsprozesse beeinflussen. Kurzum: Nachrichten führen zwar oft nicht zu spürbaren Marktreaktionen – oft aber eben doch.

6. Zusammenfassung

Die Kursbildung an den Finanzmärkten ist eine komplexe Funktion verschiedener Faktoren, deren Kombination und Gewicht im Zeitverlauf variiert. Die Natur dieses systemischen Prozesses verhindert, das Maß der Wirkungen einzelner Ursachen auf die Preise definitiv fest zu legen. Einzelne Faktoren wirken mehr oder weniger stark, je nach ihrer spezifischen Kombination und in Abhängigkeit vom jeweiligen Systemzustand. Nicht nur die spezifische Mischung, mit der bestimmte Variablen die Marktaktivitäten bedingen, ist unklar. Gegenwärtig ist noch nicht einmal die Zahl und Art der Faktoren geklärt, die überhaupt eine Rolle spielen. Ganz zu schweigen von der jeweiligen Stärke, mit der sie die Preise beeinflussen.⁷² Entsprechend wechselhaft sind die Erfolge, Kursbewegungen zu erklären – selbst im nachhinein.⁷³

Roll (1988) zeigt, daß sich die Kursvarianz einer typischen Aktie durch allgemeine ökonomische Einflüsse, industriespezifische Bedingungen und Unternehmensnachrichten nur zu etwa 40 Prozent erklären läßt. Das heißt, ein Großteil der durchschnittlichen Kursveränderungen wird durch Nachrichten *nicht* erklärt. Weitere, bislang nicht identifizierte wichtige Faktoren müssen im Spiel sein. Vieles, das für die Kursbewegungen von Bedeutung ist, spielt sich hinter der Kulisse öffentlich greifbarer Informationen ab – wir wissen nur nicht ge-

nau was. Dies relativiert die Bedeutung von Nachrichten in den Massenmedien: Sie repräsentieren nur einen unter mehreren Faktoren, die eine Rolle spielen. Nachrichten führen, dies wurde in einer Vielzahl empirischer Studien belegt, zu keinen dauerhaft stabilen verzögerten Kursreaktionen (und lassen sich deswegen auch nicht systematisch „zu Geld machen“).

Den Investoren nützt es somit meist wenig, zu versuchen, die in den Massenmedien veröffentlichten Nachrichten in kurzfristige Gewinne umzumünzen. Marktteilnehmer antizipieren neue Informationen, Insider nutzen ihren Wissensvorsprung - der Informationsgehalt ist meist ausgeschöpft, *bevor* die Öffentlichkeit ins Spiel kommt. In vielen Fällen besteht *kein* unmittelbarer Zusammenhang zwischen Medieninhalt und Kursbewegung. Zwar treten in verschiedenen Asset-Klassen wiederholt geringfügige Unterreaktionen auf. Auch sporadische Überreaktionen im Zuge von Medienberichten und anschließende Preiskorrekturen sind nachweisbar. In Bezug auf die Aggregatebene jedoch fallen verallgemeinerbare Aussagen schwer: Mal wirken Nachrichten, mal wirken sie nicht.

Im Falle von großen Medienereignissen und Berichten über Begebenheiten von weltweiter Bedeutung, besonders internationale Krisen, hingegen existiert eine erhöhte Wahrscheinlichkeit abnormaler Preisbewegungen. Die Auffälligkeit solcher Events scheint eine Neigung vieler Investoren zu unterstützen, auf prominent platzierte Informationen zu stark zu reagieren. Insbesondere konsequente Nachrichten, deren Effekt sich wechselseitig verstärkt, können zu korrespondierenden Überreaktionen an den Finanzmärkten führen. Allerdings ist es auf dem gegenwärtigen Wissensstand auch in solchen Fällen kaum möglich, *ex ante* treffsicher zu prognostizieren, wann abnormale Preiseffekte auftreten, wie stark sie sein werden und in welche Richtung sie gehen. Dort wo es zu Wirkungen kommt, ist die Beziehung sporadisch und unsystematisch und verschwindet sobald sie entdeckt wird.

Doch wird sie stets sofort entdeckt? Von der Antwort darauf hängt ab, ob man die Möglichkeit längerfristiger Wechselwirkungen von Medien und Märkten und daraus folgende Preisbewegungen weg von den Fundamentalwerten zulässt oder nicht. Die Erfahrungen mit dem Börsencrash von 1987 und der Internetblase der „New Economy“ deuten darauf hin, daß es an den Finanzmärkten wiederholt zu kollektiven Panik- und Euphorie-Attacken kommt – und da-

mit zu Kursen, die von einer eingeschränkten Marktrationalität zeugen. Wenn kühl kalkulierende Akteure versuchen aus Trendfolge-Verhalten Spekulationsgewinne zu ziehen, entfällt ein wesentliches regulatives Moment. Es ist denkbar, daß gerade extreme Preisbewegungen geraume Zeit bestehen bleiben, wenn selbst diejenigen, die es besser wissen, nicht in die Gegenrichtung setzen, weil das Marktrisiko zu groß ist oder sie sich einen Profit versprechen.

Daß die Medien als Aufmerksamkeits-Generatoren das Potential haben, zur „Übersteuerung“ des Massenverhaltens beizutragen, steht außer Frage: In Zeiten einer stark gestiegenen Reichweite der Medien werden ökonomische und nicht-ökonomische Ereignisse heute flächendeckend in Echtzeit übertragen. Die Konkurrenzsituation des Medienmarktes fördert eine Zuspitzung der Inhalte und eine Steigerung ihres emotionalen Appeals durch prominente Platzierung und plakative Präsentation ausgewählter Themen. Die Induktion einer emotionalen Publikumsresonanz zur Erzeugung von Rückkoppelungseffekten stellt eine Priorität der heutigen Massenmedien, auch der Wirtschaftsmedien, dar. Es besteht somit absolut kein Zweifel daran, daß der Nachrichtenstrom der Massenmedien keinem *random pattern* folgt. Eine Vereinheitlichung der Marktresponse wird dadurch sicher nicht verhindert.

Anmerkungen

¹ "As An Attack Unfolds, a Struggle to Provide Vivid Images to Homes."
In: *The New York Times*, 12.9.2001; Schuster (2001a und 2001b).

² Zahlenangaben in: "Attack Shuts Down U.S. Markets and Causes Global Declines." In: *The Wall Street Journal*, 12.9.2001.

³ OECD (2002).

⁴ Chen und Siems (2002).

⁵ Nacos (2002) zeigt, daß eine Verbreitung und Verstärkung ihrer Taten über die Medien zum Kalkül von Terroristen gehört. Bilder von spektakulären Gewaltaktionen passen in die Muster der Nachrichtenfaktoren und Erzählkonventionen der Medien, was wiederum dafür sorgt daß terroristische Taten hinreichend Publicity erhalten. "So lange Terroristen Bilder und Soundbites, Drama, Drohungen und Human Interest-Geschichten liefern, werden die Nachrichtenmedien darüber berichten – und dies sogar mehr als genug [...]." Nacos (2002), 4.

⁶ Ausführlich dazu Schuster (2001c), 127-153.

⁷ "Börsenjournalist verurteilt." In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 31.8.2002; "Erstes Insiderurteil gegen einen Journalisten." In: *Süddeutsche Zeitung*, 31.8.2002; "Der dubiose Guru von Kulmbach." In: *Der Spiegel*, 2.7.2002; "Im Börsenbetrugsfall Opel kommt es wohl zur Anklage." In: *Süddeutsche Zeitung*, 26.10.2001; "Nun ist die Harmonie dahin. Egbert Prior und die Haffa-Brüder stehen sich vor Gericht gegenüber." In: *Süddeutsche Zeitung*, 17.1.2001; "Wirtschaftskrimineller oder Opfer der Justiz?" In: *Süddeutsche Zeitung*, 10.1.2001; Thomas Schuster, "Schwacher Charakter, volle Börse. Insider-Handel: Der erste Finanzjournalist steht vor der Anklage." In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 2.11.2000; "Riesen-Börsen-Betrug." In: *Bild*, 31.10.2000; Thomas Schuster, "Wie man der Börse aufspielt. Ad hoc, ad hoc: Pressemeldungen narren die Wirtschaftspresse." In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19.9.2000; "Insiderhandel: Schwer in den Griff zu kriegen." In: *Wirtschaftswoche*, 24.8.2000; "Aufregung um Börsenguru Bernd Förtsch." In: *Süddeutsche Zeitung*, 17.8.2000; "Die rechten Artikel zur rechten Zeit." In: *Süddeutsche Zeitung*, 17.12.1999.

⁸ "Macht und Ohnmacht der Börsenpolizei." In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18.1.2001; "Egbert Prior wegen Kursmanipulation angeklagt." In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10.1.2001; "Neuer Ärger um '3Sat-Börse'." In: *Der Spiegel*, 29.05.2000; "Wohl kein Verfahren rund um Consors." In: *Süddeutsche Zeitung*, 17.1.2000; "Zocken an der Börse wird zum Volkssport." In: *Süddeutsche Zeitung*, 27.8.1999; "Neuer Verdacht." In: *Der Spiegel*, 16.8.1999; "Insider-Verdacht gegen Kunden von Consors." In: *Süddeutsche Zeitung*, 13.8.1999; "Anklage gegen 3sat-Börsenspezialisten." In: *Neue Zürcher Zeitung*, 21.11.1998; "Der Aktien-Berater Egbert Prior: Zuschauen und Reichwerden?" In: *Süddeutsche Zeitung*, 7.7.1998.

⁹ Kladroba und von der Lippe (2001) untersuchten 5.985 Empfehlungen, die im Zeitraum Januar bis Juni 2001 in folgenden Zeitschriften veröffentlicht wurden: *DM*, *Börse Online*, *Focus Money*, *Geldidee*, *Telebörse* und *Aktien Research*. Nur jede zehnte Aktienbesprechung riet zum Verkauf. Das Ergebnis im einzelnen: 66,9% Kaufen, 22,2% Halten, 10,9% Verkaufen. Vgl. Madrick (1999 und 2001).

¹⁰ Vgl. exemplarisch Friedrichsen (2001) und Gavin (1998).

¹¹ Zur Einführung in die Theorie der effizienten Märkte vgl. Beechey, Gruen und Vickery (2000) und Dimson und Mussavian (2000).

¹² Zur Einführung in die Theorie der Behavioral Finance vgl. Barberis und Thaler (2002), Shiller (1999) und Thaler (1999).

¹³ Samuelson schreibt: "Es ist zu erwarten, daß die Marktteilnehmer, indem sie aktiv und intelligent ihr Eigeninteresse verfolgen, diejenigen Elemente zukünftiger Ereignisse antizipieren, die schon mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ihre Schatten voraus werfen." Samuelson (1965), 44.

¹⁴ Fama (1970), 383.

¹⁵ Fama (1970), 387 weist nachdrücklich darauf hin, daß das *random walk*-Modell nicht mit der Effizienzmarkttheorie identisch ist, sondern eine bestimmte Version derselben darstellt.

¹⁶ Die Effizienzmarkthypothese fußt natürlich auf der Sicht der konventionellen neoklassischen Ökonomie, derzufolge es sich bei Wirtschaftssubjekten um rationale, nutzen-maximierende Agenten handelt. Entscheidungsprozesse folgen demgemäß einer *expected utility*-Funktion, sie basieren auf einer nüchternen Kosten-Nutzen-Analyse. Vertreter dieser Sichtweise geben gerne zu, daß sich nicht alle Subjekte rational verhalten. Es genüge, wenn dies auf eine signifikante Zahl von Marktteilnehmern zutreffe.

¹⁷ Daß die Märkte nie einhundert-prozentig effizient sind, wird auch von den Vertretern der Effizienzmarkthypothese nicht in Abrede gestellt. Fama (1970) weist darauf hin, daß es sich bei der Theorie, daß die Preise stets alle vorhandenen Informationen reflektieren um eine extreme Nullhypothese handelt ("Wir erwarten nicht, daß sie im wörtlichen Sinne wahr ist."). Auch gibt er verschiedene Beispiele für - seiner Einschätzung nach ökonomisch nicht signifikante - Persistenz in Preisbewegungen. Am offenkundigsten seien Ineffizienzen in den Möglichkeiten der Ausnutzung von Vorteilen durch Insider-Informationen. Grossman und Stiglitz (1980) argumentieren, daß es informierten Marktakteuren prinzipiell möglich sein muß, die Kosten ihrer Informations-Recherche durch abnormale Renditen zu kompensieren. Für empirische Befunde zu Deutschland vgl. Möller (1985).

¹⁸ Das heißt, wie Krämer (2001), 1269 formuliert: "Ein effizienter Markt schaut nicht zurück." Dimson und Mussavian (2000), 962f. schreiben: "Gemäß der Theorie definiert sich ein effizienter Markt daraus, daß Transaktionen auf der Basis vorhandener Informationen zu keinen abnormalen Profiten führen."

¹⁹ Ihre wichtigsten Impulse bezieht die Behavioral Finance aus der *prospect theory* von Kahneman und Tversky (1979), der Theorie der kognitiven Dissonanz von

Festinger (1957) sowie aus Studien zur Selbstüberschätzung (*overconfidence*) von Fischhoff, Slovic und Lichtenstein (1977).

²⁰ Shiller (1981 und 1984) und Summers (1986).

²¹ Shiller (1999), xx.

²² Weischenberg (2001), 292 ff.

²³ Vgl. Gerke (2000) und Wolff (2000).

²⁴ Weischenberg (2001), 293 schreibt: "Zahlreiche Medien in Deutschland waren in ethisch problematischer Weise beteiligt am Aufbau eines Mythos vom Reichtum ohne Arbeit durch die 'new economy'. Börsengeschäfte wurden als Riesenspektakel der 'Spaßgesellschaft' ausgegeben, ökonomische Risiken heruntergespielt und Gewinnchancen euphorisiert. So entstand ein 'Anlegerjournalismus' als Unterabteilung der Wirtschaftsberichterstattung. Besonders auffällig wurden dabei einzelne Journalisten, die keinerlei Probleme mit der parallelen Arbeit im Journalismus und in der Anlageberatung haben. Bei diesen Vermischungen von Journalismus und Geschäften handeln sie in doppeltem Maße verantwortungslos: gegenüber dem Medienpublikum, das über Interessenkollisionen im Unklaren gelassen wird, und gegenüber den Privatanlegern, denen womöglich fahrlässige oder sogar falsche Versprechungen gemacht werden."

²⁵ Cutler, Poterba und Summers (1989).

²⁶ Fama, Fisher, Jensen und Roll (1969), 20.

²⁷ Fama, Fisher, Jensen und Roll (1969), 18.

²⁸ Ball und Brown (1968), 176 schreiben: "Der Jahresbericht ist keine sehr zeitnahe Medium, da der größte Teil seines Inhalts (circa 85 bis 90 Prozent) von aktuelleren Medien erfaßt wird, möglicherweise auch von Interimsberichten."

²⁹ Dimson und Mussavian (2000), 962.

³⁰ Patell und Wolfson (1984), 224.

³¹ Gerke et al. verwenden Tagesdaten, keine Tickerdaten, weswegen sie keine Aussagen über die genaue Anpassungsgeschwindigkeit der Aktienkurse machen können.

³² Röder (2000b), 16.

³³ May (1994), 345.

³⁴ Conrad, Cornell und Landsman (2002).

³⁵ Schwert (1981) schreibt: "In den Tagen nach der Ankündigung scheint der Markt auf die Bekanntgabe unerwarteter Inflationsraten langsam zu reagieren, aber die Größenordnung der Reaktion ist so gering, daß sich daraus wahrscheinlich keine Gelegenheit für eine profitable Handelsstrategie ergibt." Schwert (1981), 28.

³⁶ Jain (1988), 228.

³⁷ Die an dieser Stelle zitierten Studien beziehen sich auf die Primär-Veröffentlichungen der jeweiligen Behörden, der Federal Reserve Bank, des Bureau of Labor Statistics etc., nicht auf die Sekundär-Veröffentlichungen in den Massenmedien. Seit der Einführung des Finanzfernsehens und erst Recht des Internet mit seinen Real-

time-Informationen laufen Primär- und Sekundär-Veröffentlichungen immer häufiger zeitgleich ab.

³⁸ Ederington und Lee (1993), 1189.

³⁹ Almeida, Goodhart und Payne (1998) und Goodhart, Hall, Henry und Pesaran (1993) gelangen zu vergleichbaren Ergebnissen. Balduzzi, Elton und Green (2001) liefern ähnliche Befunde für den Rentenmarkt: Die Kursanpassung auf makro-ökonomische Nachrichten geschieht innerhalb einer Minute nach der Veröffentlichung der Daten.

⁴⁰ Blose, Bornkamp, Brier, Brown und Frederick (1996) kommen zu sehr ähnlichen Ergebnissen. Ihren Zahlen zufolge reagierten von allen NASA-Vertragspartnern die Aktien derjenigen signifikant, deren Umsätze am stärksten von der Shuttle-Produktion abhingen. Am stärksten betroffen war der Kurs von Morton Thiokol, des Herstellers der defekten Dichtungsringe.

⁴¹ Mitchell und Mulherin (1994), 949.

⁴² In einer Untersuchung der Wirkungen in Zeitungen veröffentlichter Titelstories gelangen Chan, Chui und Kwok (2001) zu ähnlichen Ergebnissen wie Berry und Howe und Mitchell und Mulherin: Sie finden eine moderate Beziehung der Nachrichten zu den Handelsvolumina, bei kaum feststellbaren Wirkungen auf die Renditen. Interessanterweise stellen Chan et al. fest, daß ökonomische Nachrichten das Handelsvolumen anregen, während politische Nachrichten mit einer tendenziellen Reduzierung des Handelsvolumens einhergehen. Die Autoren führen dies auf die geringere Qualität politischer Nachrichten im Sinne daraus ableitbarer Preisprognosen zurück.

⁴³ Zum Einstieg in die Literatur zur Vorhersagbarkeit von Aktienkursen auf der Basis kurzfristiger Autokorrelationen vgl. French und Roll (1986) und Lo und MacKinlay (1988).

⁴⁴ Für einen Überblick der Forschungsergebnisse vgl. Bernard (1992).

⁴⁵ Vgl. Pritamani und Singal (2001).

⁴⁶ Cutler, Poterba und Summers (1991), 536 schreiben: "Die geschätzten monatlichen Autokorrelationen sind nicht nur statistisch, sondern auch substantiell signifikant und implizieren oft negative erwartete Renditen." Fama (1991), 1602 weist darauf hin, daß es angesichts der Vielzahl empirischer Ereignisstudien nicht überraschen sollte, wenn einige davon auf Anomalien wie den *post-announcement drift* stoßen. Wichtig sei es festzuhalten, daß Ereignisstudien die saubersten Belege liefern, die für Markteffizienz sprechen (nicht zuletzt, weil sie am wenigsten von methodologischen Problemen wie dem *joint-hypothesis*-Problem geplagt seien). Allerdings läßt sich damit nur schwer der Hinweis von Cutler et al. entkräften, daß es sich bei den von ihnen dokumentierten Preismustern um statistische Regelmäßigkeiten in den verschiedensten Märkten handelt. Allerdings machen diese wiederum folgende Einschränkung: "Zwar tauchen diese Ergebnisse in vielen Märkten auf, doch sie gelten nicht universell." Cutler et al. (1991), 535.

⁴⁷ Chan (2002), 31.

- ⁴⁸ Daniel und Titman (2001) finden keine Anzeichen für eine solche Unterreaktion.
- ⁴⁹ Conrad und Kaul (1993) liefern Belege dafür, daß De Bondts und Thalers Resultate durch methodologische Irrtümer erzeugt wurden.
- ⁵⁰ Shiller (2000), 71-95.
- ⁵¹ Zu Überreaktionen vgl. ferner Liu (2000) und Dharan und Ikenberry (1995).
- ⁵² Vgl. Griffin und Tversky (1992).
- ⁵³ Barberis, Shleifer und Vishny verwenden in ihrem Modell einen generalisierten Nachrichten-Begriff, der nicht zwischen Primär-Informationen (e.g. Pressekonferenzen) und Sekundär-Informationen (e.g. Zeitungsberichten) unterscheidet.
- ⁵⁴ Für ein alternatives Modell die Über- und Unterreaktionen mittels der Konzepte der *overconfidence* und der *biased self-attribution* zu erklären versucht vgl. Daniel, Hirshleifer und Subrahmanyam (1998).
- ⁵⁵ Barberis, Shleifer und Vishny (1998), 28f.
- ⁵⁶ Wie Barberis, Shleifer und Vishny (1998).
- ⁵⁷ Die Behavioral Finance-Literatur hat eine ganze Reihe weiterer ungewöhnlicher systematischer Preiseffekte erforscht, die in unserem Kontext der Beziehung von Medien und Märkten jedoch nicht von unmittelbarem Interesse sind. Dazu zählen: der *small firm effect*, der *value effect*, und zahlreiche "Saisoneffekte", wie der Montagseffekt, der *turn-of-the-month effect* oder der Januareffekt. Zum Einstieg vgl. Shleifer (2000) und Lo und MacKinlay (1999).
- ⁵⁸ Exemplarisch Dimson und Mussavian (2000), 963: "Um Sinn zu machen, muß das Konzept der Markteffizienz die Möglichkeit kleinerer Marktineffizienzen zu lassen." Vgl. Fußnote 17.
- ⁵⁹ Fairs Befunde zeigen, daß ein Großteil derjenigen Nachrichten, auf die eine Kursbewegung folgt, sich direkt oder indirekt auf Fragen der Geldpolitik bezieht. Mit 5 von 58 Events schlägt der Irak-Konflikt ebenfalls stark zu Buche.
- ⁶⁰ Fair (2000), 12.
- ⁶¹ Cutler, Poterba und Summers (1989), 4f. Ähnlich Shiller (2000), 78f.
- ⁶² Ibid.
- ⁶³ Cutler, Poterba und Summers (1989), 8.
- ⁶⁴ Vgl. Seite 16.
- ⁶⁵ Niederhoffer (1971), 211.
- ⁶⁶ Chen und Siems (2002a), 1.
- ⁶⁷ Cutler, Poterba und Summers (1989), 8.
- ⁶⁸ Chen und Siems (2002b), 6.
- ⁶⁹ Ausführlich dazu Kapitel 3.
- ⁷⁰ Cutler, Poterba und Summers (1989), 8f.
- ⁷¹ Vgl. Schenk (2003), Burkart (2002), 215-219; Jäckel (1999), 64-85, 99-131.
- ⁷² Vgl. Brown (1999) und Roll (1988).

⁷³ Andersen et al. (2002), 1 schreiben: "Wie werden Nachrichten über Fundamentalwerte in Asset-Preise integriert? Das Thema das diese Frage konfrontiert – die Charakterisierung des Prozesses der Preisfindung – ist von grundlegender Wichtigkeit für die Finanzökonomik. Leider handelt es sich auch um eines der am wenigsten verstandenen Probleme." Roll (1988), 541 schreibt: "Die mangelnde Reife unserer Wissenschaft wird durch den auffälligen Mangel an Prognosegehalt zu einigen ihrer am brennendsten interessierenden Phänomene illustriert, besonders *Veränderungen* in Asset-Preisen."

Literatur

- [1] Almeida, Alvaro, Charles Goodhart und Richard Payne. 1998. "The Effects of Macroeconomic 'News' on High Frequency Exchange Rate Behavior." In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 33, Nr. 3: 383-408.
- [2] Andersen, Torben G., Tim Bollerslev, Francis X. Diebold und Clara Vega. 2002. "Micro Effects of Macro Announcements. Real-Time Price Discovery in Foreign Exchange?" NBER Working Paper W8959.
- [3] Arnott, Richard, Bruce Greenwald und Joseph E. Stiglitz. 1993. "Information and Economic Efficiency." Cambridge: National Bureau of Economic Research, Working Paper Nr. 4533.
- [4] Balduzzi, Pierluigi, Edwin J. Elton und T. Clifton Green. 2001. "Economic News and Bond Prices. Evidence From the U.S. Treasury Market." In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 36, Nr. 4: 523-543.
- [5] Ball, Ray und Philip Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." In: *Journal of Accounting Research* Vol. 6, Nr. 2: 159-178.
- [6] Bamber, Linda Smith. 1986. "The Information Content of Annual Earnings Releases. A Trading Approach." In: *Journal of Accounting Research* Vol. 24, Nr. 1: 40-56.
- [7] Barberis, Nicholas und Richard Thaler. 2002. "A Survey of Behavioral Finance." NBER Working Paper W9222.
- [8] Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer und Robert Vishny. 1998. "A Model of Investor Sentiment." In: *Journal of Financial Economics* Vol. 49, Nr. 3: 307-343.
- [9] Beaver, William H. 1968. "The Information Content of Annual Earnings Announcements." In: *Journal of Accounting Research* Vol. 6 (Supplement): 67-92.
- [10] Beechey, Meredith, David Gruen und James Vickery. 2000. "The Efficient Market Hypothesis. A Survey." Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 2000-01.
- [11] Bernard, Victor L. 1992. "Stock Price Reactions to Earnings Announcements." In: Richard H. Thaler (Hrsg.), *Advances in Behavioral Finance*. New York: Russell Sage Foundation: 303-340.
- [12] Berry, Thomas D. und Keith M. Howe. 1994. "Public Information Arrival." In: *The Journal of Finance* Vol. 49, Nr. 4: 1331-1346.
- [13] Blose, Laurence E., Robin Bornkamp, Marci Brier, Kendis Brown und Jerry Frederick. 1996. "Catastrophic Events, Contagion, and Stock Market Efficiency. The Case of The Space Shuttle Challenger." In: *Review of Financial Economics* Vol. 5, Nr. 2: 117-129.
- [14] Brown, William O. 1999. "Inside Information and Public News. R^2 and Beyond." Claremont: Claremont Colleges Working Paper 1999-26.

- [15] Burkhart, Roland. 2002. *Kommunikationswissenschaft. Grundlagen und Problemfelder*. Wien: Böhlau.
- [16] Chan, Wesley S. 2002. "Stock Price Reaction to News and No-News. Drift and Reversal After Headlines." Cambridge: MIT Sloan School of Management, Working Paper.
- [17] Chan, Yue-cheong, Andy C.W. Chui und Chuck C.Y. Kwok. 2001. "The Impact of Salient Political and Economic News on the Trading Activity." In: *Pacific Basin Finance Journal* Vol. 9, Nr. 3: 195-217.
- [18] Chen, Andrew H. und Thomas F. Siems. 2002a. "The Effects of Terrorism on Global Capital Markets." Dallas: Southern Methodist University, Cox School of Business, Working Paper.
- [19] Chen, Andrew H. und Thomas F. Siems. 2002b. "An Empirical Analysis of the Capital Markets' Response to Cataclysmic Events." Dallas: Southern Methodist University, Cox School of Business, Working Paper.
- [20] Conrad, Jennifer, Bradford Cornell und Wayne R. Landsman. 2002. "When is Bad News Really Bad News?" In: *The Journal of Finance* Vol. 57, Nr. 6: 2507-2532.
- [21] Conrad, Jennifer und Gautam Kaul. 1993. "Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns?" In: *The Journal of Finance* Vol. 48, Nr. 1: 39-64.
- [22] Cutler, David M., James M. Poterba und Lawrence H. Summers. 1991. "Speculative Dynamics." In: *The Review of Economic Studies* Vol. 58: 529-546.
- [23] Cutler, David M., James M. Poterba und Lawrence H. Summers. 1989. "What Moves Stock Prices?" In: *Journal of Portfolio Management* Vol. 15, Nr. 3: 4-12.
- [24] Daniel, Kent, David Hirshleifer und Avanidhar Subrahmanyam. 1998. "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions." In: *The Journal of Finance* Vol. 53, Nr. 6: 1839-1885.
- [25] DeBondt, Werner F.M. und Richard H. Thaler. 1985. "Does the Stock Market Overreact?" In: *The Journal of Finance* Vol. 40, Nr. 3: 793-808.
- [26] Dharan, Bala und David Ikenberry. 1995. "The Long-run Negative Drift of Post-Listing Stock Returns." In: *The Journal of Finance* Vol. 50, Nr. 5: 1547-1574.
- [27] Dimson, Elroy und Massoud Mussavian. 2000. "Market Efficiency." In: Shri Bhagwan Dahiya (Hrsg.), *The Current State of Business Disciplines*. Rohtak: Spellbound: 959-970.
- [28] Ederington, Louis H. und Jae Ha Lee. 1995. "The Short-Run Dynamics of the Price Adjustment to New Information." In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 30, Nr. 1: 117-134.
- [29] Ederington, Louis H. und Jae Ha Lee. 1993. "How Markets Process Information. News Releases and Volatility." In: *The Journal of Finance* Vol. 48, Nr. 4: 1161-1191.
- [30] Fair, Ray C. 2000. "Events that Shook the Market." New Haven: Yale University, Yale International Center for Finance, Working Paper Nr. 00-01.
- [31] Fama, Eugene F. 1991. "Efficient Capital Markets: II." In: *The Journal of Finance* Vol. 46, Nr. 5 (Dezember): 1575-1617.

- [32] Fama, Eugene F. 1970. "Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work." In: *The Journal of Finance* Vol. 25, Nr. 2: 383-417.
- [33] Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen und Richard Roll. 1969. "The Adjustment of Stock Prices to New Information." In: *International Economic Review* Vol. 10, Nr. 1: 1-21.
- [34] Festinger, Leon. 1957. *A Theory of Cognitive Dissonance*. Stanford: Stanford University Press.
- [35] Fischhoff, Baruch, Paul Slovic und Sarah Lichtenstein. 1977. "Knowing With Uncertainty. The Appropriateness of Extreme Confidence." In: *Journal of Experimental Psychology. Human Perception and Performance*. Vol. 3, Nr. 4: 552-564.
- [36] French, Kenneth R. und Richard Roll. 1986. "Stock Return Variances. The Arrival of Information and the Reaction of Traders." In: *Journal of Financial Economics* Vol. 17, Nr. 1: 5-26.
- [37] Friedrichsen, Mike. 2001. *Sind Wirtschaftsthemen wahlentscheidend? Eine theoretische und empirische Analyse zum Spannungsfeld Wirtschaft, Politik und Medien*. Stuttgart: Fachhochschule, Stuttgarter Beiträge zur Medienwirtschaft,.
- [38] Gavin, Neil T. (Hrsg.). 1998. *The Economy, Media and Public Knowledge*. London: Leicester University Press.
- [39] 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.
- [40] Gerke, Wolfgang, Marc Oerke und Arnd Sentner. 1997. "Der Informationsgehalt von Dividendenänderungen auf dem deutschen Aktienmarkt." In: *Die Betriebswirtschaft* Vol. 57, Nr. 6: 810-822.
- [41] Goodhart, Charles A.E., Steven G. Hall, S.G. Brian Henry und Bahram Pesaran. 1993. "News Effects in a High-Frequency Model of the Sterling-Dollar Exchange Rate." In: *Journal of Applied Econometrics* Vol. 8, Nr. 1: 1-13.
- [42] Griffin, D. und A. Tversky. 1992. "The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence." In: *Cognitive Psychology* Vol. 24: 411-435.
- [43] Grossman, Sanford J. und Joseph E. Stiglitz. 1980. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets." In: *American Economic Review* Vol. 70, Nr. 3: 393-408.
- [44] Jäckel, Michael. 1999. *Medienwirkungen. Ein Studienbuch zur Einführung*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- [45] Jain, Prem C. 1988. "Response of Hourly Stock Prices and Trading Volume to Economic News." In: *Journal of Business* Vol. 61, Nr. 2: 219-231.
- [46] Kahneman, Daniel und Amos Tversky. 1979. "Prospect Theory. An Analysis of Decision Under Risk." In: *Econometrica* Vol. 47, Nr. 2: 263-291.
- [47] Krämer, Walter. 2001. "Kapitalmarkteffizienz." In: *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*. 3. Auflage. Stuttgart: Schäffer-Poeschel: 1267-1274.

- [48] Lamb, Reinhold P. 1995. "An Exposure-Based Analysis of Property-Liability Insurer Stock Values Around Hurricane Andrew." In: *Journal of Risk and Insurance* Vol. 62, Nr. 1: 11-123.
- [49] Liu, Quiao. 2000. "How Good is Good News? Technology Depth, Book-to-Market Ratios, and Innovative Events." Los Angeles: University of California, Department of Economics, Working Paper.
- [50] Lo, Andrew W. und A. Craig MacKinlay. 1999. *A Non-Random Walk Down Wall Street*. Princeton: Princeton University Press.
- [51] Lo, Andrew W. und A. Craig MacKinlay. 1988. "Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks. Evidence From a Simple Specification Test." In: *Review of Financial Studies* Vol. 1, Nr. 1: 41-66.
- [52] Madrick, Jeff. 2001. "The Business Media and the New Economy." Research Paper R-24. Cambridge: The Joan Shorenstein Center on the Press, Politics and Public Policy, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- [53] Madrick, Jeff. 1999. "Press Coverage of America's Changing Financial Institutions." Money, Markets and the News, Monograph Nr. 2. Cambridge: The Joan Shorenstein Center on the Press, Politics and Public Policy, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- [54] Maloney, Michael T. und Harold Mulherin. 1998. "The Stock Price Reaction to the Challenger Crash. Information Disclosure in an Efficient Market." Claremont: Claremont McKenna College, Working Paper.
- [55] May, Axel. 1994. *Pressemeldungen und Aktienindizes*. Kiel: Vauk.
- [56] 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.
- [57] Mitchell, Mark L. und J. Harold Mulherin. 1994. "The Impact of Public Information on the Stock Market." In: *The Journal of Finance* Vol. 49, Nr. 3: 923-950.
- [58] Möller, Hans Peter. 1985. "Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes. Eine Zusammenfassung und Analyse empirischer Untersuchungen." In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* Vol. 37, Nr. 6: 500-518.
- [59] Nacos, Brigitte L. 2002. *Mass-Mediated Terrorism. The Central Role of the Media in Terrorism and Counterterrorism*. New York: Rowman & Littlefield.
- [60] Niederhoffer, Victor. 1971. "The Analysis of World Events and Stock Prices." In: *Journal of Business* Vol. 44, Nr.2: 193-219.
- [61] OECD. 2002. "Economic Consequences of Terrorism." Paris: OECD, Economics Department Working Papers Nr: 334.
- [62] Patell, James M. und Mark A. Wolfson. 1984. "The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements." In: *Journal of Financial Economics* Vol. 13: 223-252.
- [63] Pearce, Douglas K. und V. Vance Roley. 1985. "Stock Prices and Economic News." In: *Journal of Business* Vol. 58, Nr. 1: 49-67.

- [64] Pritamani, Mahesh und Vijay Singal. 2001. "Return Predictability Following Large Price Changes and Information Releases." In: *Journal of Banking and Finance* Vol. 25: 631-656.
- [65] Röder, Klaus. 2000a. "Die Informationswirkung von Ad hoc-Meldungen." In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* Vol. 70, Nr. 5: 567-593.
- [66] Röder, Klaus. 2000b. "Intraday Kurswirkungen bei Ad hoc-Meldungen." Münster: Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Arbeitspapiere der betrieblichen Finanzwirtschaft.
- [67] Roll, Richard. 1988. "R²." In: *The Journal of Finance* Vol. 43, Nr. 2: 541-566.
- [68] Samuelson, Paul. 1965. "Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly." In: *Industrial Management Review* Vol. 6: 41-49.
- [69] Schenk, Michael. 2003. "Media Effects Research 2002. State of the Art." In: Angela Schorr, William Campbell und Michael Schenk (Hrsg.), *Communication Research and Media Science in Europe*. Berlin: Mouton de Gruyter: 201-214.
- [70] Schuster, Thomas. 2001a. "Phantom des Terrors. Die Gewalt im Zeitalter ihrer medialen Potenzierbarkeit." In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18.9.2001.
- [71] Schuster, Thomas. 2001b. "Mediale Mobilmachung. Nach den Selbstmord-Anschlägen verkündeten die Medien in seltener Einigkeit: ‚Es ist Krieg!‘" In: *Message. Internationale Fachzeitschrift für Journalismus* Nr. 4 (Oktober): 20-25.
- [72] Schuster, Thomas. 2001c. *Die Geldfalle. Wie Medien und Banken die Anleger zu Verlierern machen*. Reinbek: Rowohlt.
- [73] Schuster, Thomas. 2000a. "Zwischen Boom und Crash." In: *Message. Internationale Fachzeitschrift für Journalismus* Nr. 3 (Juli): 10-17.
- [74] Schuster, Thomas. 2000b. "Schwacher Charakter, volle Börse. Insider-Handel: Der erste Finanzjournalist steht vor der Anklage." In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 2.11.2000.
- [75] Schuster, Thomas. 2000c. "Wie man der Börse aufspielt. Ad hoc, ad hoc: Pressemeldungen narren die Wirtschaftspresse." In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19.9.2000.
- [76] Schwert, G. William. 1981. "The Adjustment of Stock Prices to Information About Inflation." In: *The Journal of Finance* Vol. 36, Nr. 1: 15-29.
- [77] Shiller, Robert J. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press.
- [78] Shiller, Robert J. 1999. "Human Behavior and the Efficiency of the Financial System." In: John B. Taylor und Michael Woodford (Hrsg.), *Handbook of Macroeconomics*. Vol. 1. Amsterdam: North Holland: 1305-1340.
- [79] Shiller, Robert J. 1984. "Stock Prices and Social Dynamics." In: *Brookings Papers on Economic Activity* Vol. 2: 457-498.
- [80] Shiller, Robert J. 1981. "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" In: *American Economic Review* Vol. 71, Nr. 3: 421-436.
- [81] Shleifer, Andre. 2000. *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*. New York: Oxford University Press.

- [82] 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: 42-55.
- [83] Summers, Lawrence H. 1986. "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?" In: *Journal of Finance* Vol. 41, Nr. 3: 591-601.
- [84] Thaler, Richard H. 1999. "The End of Behavioral Finance." In: *Financial Analysts Journal* Vol. 55, Nr. 6: 12-17.
- [85] Weischenberg, Siegfried. 2001. *Nachrichten-Journalismus. Anleitungen und Qualitäts-Standards für die Medienpraxis*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- [86] Wolff, Volker. 2000. "Garanten des Vertrauens? Die besondere Verantwortung von Finanzjournalisten." In: Lothar Rolke und Volker Wolff (Hrsg.), *Finanzkommunikation. Kurspflege durch Meinungspflege. Die neuen Spielregeln am Aktienmarkt*. Frankfurt a.M.: F.A.Z.-Institut: 96-106.
- [87] Woodruff, Catherine S. und A.J. Senchack. 1988. "Intradaily Price-Volume Adjustments of NYSE Stocks to Unexpected Earnings." In: *The Journal of Finance* Vol. 43, Nr. 2: 467-491.