

# WORKING PAPER No. 1

17. Dezember 2002

## DIE STUDIE:

Drei Dutzend Fallstudien zu den Wirkungen von Aktienempfehlungen führender internationaler Wirtschaftsmedien werden einer Meta-Analyse unterzogen. Im langfristigen Überblick tritt ein über verschiedene Phasen des Marktzyklus stabiles Muster zutage: Die Kurse können reagieren. Doch der Nutzen der Empfehlungen bleibt fraglich. Es ergibt sich ein erstaunlich kla-

res Bild von den Möglichkeiten und Grenzen der massenmedialen Verbreitung von Anlageinformationen.

## INHALT

- Die Wirkungen der Aktienempfehlungen
- Der Informationsgehalt der Nachrichten
- Der Vorsprung der Insider
- Die Chancen der Outsider
- Die Rolle der Journalisten und Analysten

## FIFTY:FIFTY

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

von Thomas Schuster

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.

Angesichts des hohen Stellenwerts, welchen gerade 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.

**DER PUBLICITY-EFFEKT.** Unsere Ergebnisse zeigen: Ob durch Printmedien, per Fernsehen oder via Internet - Investoren lassen sich durch Empfehlungen der Kommentatoren zum Kauf von Wertpapieren anregen.

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.

Prägnant sind solche Reaktionen mitunter bei kleineren Werten, die weniger im Rampenlicht der Öffentlichkeit stehen. Die Medien können in solchen Fällen kurzfristig zu Überreaktionen unter Investoren beitragen.

Auch Trend-Werte provozieren mitunter eine ausgeprägte Resonanz: Viele Empfehlungen beziehen sich auf "heiße" Aktien, die schon im Aufwind sind - und meist doch schnell "erkalten".

**INFORMATIONEN-ASYMMETRIEN.** Die Kenntnis zukünftiger, über die Medien induzierter Preisschübe bietet eine günstige Gelegenheit zum *front running*: Insider können vor der Empfehlung zugreifen und aus den Positionen aussteigen, während das breite Publikum noch am Markt ist.

(Fortsetzung auf Seite 2)

## Die Herausgeber

Liebe Kolleginnen und Kollegen, die Auguren, die unter dem Eindruck der Internet-Dynamik schon gleich das Ende des Journalismus prognostizierten, wurden bald von anderen Propheten übertönt, die umgekehrt einen steigenden Bedarf nach Journalismus kommen sahen. Derzeit reden die Kasandren vom Verfall, andere von der Entgrenzung des Journalismus.

Sicher ist nur: Je vager das Wissen über die Verhältnisse, um so kühner die Prognosen. Und so verweist die Prognoselust im Bereich des Journalismus auf entsprechend große

Wissenslücken und -klüfte. Das liegt unter anderem auch an unserem Forschungsbetrieb, der im Zeitalter der Just-in-time-Kommunikation noch der Betulichkeit der Briefträgerei verhaftet ist - was zweifelsohne auch schöne Seiten hat.

Doch erscheint uns der rasche Informationsaustausch über den aktuellen Forschungsprozess gerade in der Journalistik zunehmend wichtig - nicht nur, um den Funktionswandel der Medien verfolgen und deuten zu können, sondern auch, um die aktuellen Probleme im Be-

rufsfeld des Journalismus analysieren und für die Curricula verwerten zu können.

Beiden Zwecken soll diese neue Publikation der „Leipziger Journalistik“ dienen: In der Form von Werkstattberichten wollen wir mehrmals im Jahr Befunde aus unserer laufenden Forschung zur Diskussion stellen. Daß Sie dieses „working paper“ informativ und anregend finden, dies wünschen sich

Michael Haller, Marcel Machill  
und Thomas Schuster

# FIFTY:FIFTY

## Aktienempfehlungen und Börsenkurse

Personen mit Zugang zu Insider-Informationen haben nur ein geringes Interesse daran, einen potentiellen Vorsprung preiszugeben, ohne diesen auszunutzen. Der Anreiz ist sehr hoch die Informationen auszuschöpfen, bevor man diese veröffentlicht.

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. Der Zeitvorsprung verschafft einen systematischen Informationsvorteil und ermöglicht es, gewinnbringend in den empfohlenen Werten zu handeln. In der Praxis ist dies tatsächlich wiederholt zu beobachten.

**INSIDER VS. OUTSIDER.** Der „klassische“ Fall wurde bereits in den 80er Jahren bekannt: Protagonist des Skandals war R. Foster Winans, Autor der Kolumne "Heard on the Street" des *Wall Street Journal*. Der Journalist gab seine Informationen vor der Veröffentlichung an Aktienhändler einer Investmentfirma weiter und teilte sich mit ihnen anschließend den illegalen Profit.

Winans und seine Kontaktleute wurden nach der Aufdeckung des Skandals wegen Betrugs verurteilt. Eine finanzwissenschaftliche Studie gelangte später zu dem Ergebnis, daß die Insider-Tips bis zum Veröffentlichungstag eine Überrendite von 6,25 Prozent ermöglichten. Auch in der Folgezeit finden empirische Untersuchungen immer wieder Indizien dafür, daß Insider bereits vor dem breiten Publikum handeln.

Plötzliche Preisschübe vor Aktientips deuten darauf hin, daß Trader im Umfeld der Tip-Geber ihr Wissen um die bevorstehende Veröffentlichung ausnutzen. Im Anschluß an die Veröffentlichungen sind dagegen,

trotz des Publicity-Effekts, oft nur noch geringe Kurssteigerungen zu beobachten. Diese ermöglichen den Outsidern, wenn überhaupt, nur theoretische Überrenditen. Und diese sind meist sehr gering. Wie groß also sind die Chancen der Öffentlichkeit, von Aktienempfehlungen zu profitieren? Die Zahlen geben wenig Anlaß zur Freude. In vielen Fällen weisen statistische Post-hoc-Analysen nicht einmal auf theoretische Gewinne hin.

*„Die Zahlen  
geben wenig Anlaß  
zur Freude.“*

**NACHRICHTEN, KEINE NEUIGKEITEN.** So ist es z.B. kaum möglich, aus Unternehmensmeldungen in der Finanzpresse, wie Übernahmegerüchten, eine Überrendite zu erwirtschaften.

Der Markt reagiert effizient auf die veröffentlichten Informationen: Sie treffen in weniger als 50 Prozent der Fälle zu. Sie haben somit keinen prognostischen Wert, da sie keine systematischen Effekte in den Aktienpreisen bewirken. Tatsächlich haben sie im Durchschnitt praktisch gar keine Wirkung auf die Kursnotierungen. Mit anderen Worten: Die Nachrichten sind für den Markt keine Neuigkeiten.

Studien zum Informationsgehalt von Finanzwebseiten gelangen zu ähnlichen Erkenntnissen: Auf positive Einschätzungen folgen weitere positive Einschätzungen. Es folgt ein stark erhöhtes Handelsvolumen. Doch es folgen *keine* signifikanten Kursgewinne.

Unter dem Strich sind die Renditen nach dem Ereignistag gleich Null. Das heißt: Aus der Publikumsresonanz in den Internet-Foren lassen sich keine brauchbaren Preisprognosen ableiten. Das Meinungsbild liefert keine systematisch verwertbaren Vorhersagen. Nicht die Meinungen machen den Markt, der Markt

*(Fortsetzung auf Seite 3)*

*„Unter dem Strich sind die  
Renditen nach dem Ereignistag  
gleich Null.“*

### Der Autor



**Dr. Thomas Schuster, M.A., M.A.,** Jg. 1965, ist Hochschullehrer für Allgemeine und Spezielle Journalistik an der Universität Leipzig. Von 1994 bis 1999 war er Dozent für Soziologie an der Universität der Bundeswehr München. Neben seiner Hochschultätigkeit war er als Berater bei Roland Berger & Partner im strategischen Management Consulting tätig. Dr. Schuster hat in Augsburg, Toronto, an der University of Notre Dame und an

der Columbia University in New York studiert: Politikwissenschaft, Geschichte, Amerikanistik, Friedens- und Konfliktforschung und Kommunikationswissenschaft. 1994 promovierte er an der Freien Universität Berlin in Politikwissenschaft mit einer Arbeit über Politische Kommunikation. Schuster hat zahlreiche Fachartikel und drei Bücher verfaßt, darunter *Staat und Medien* und *Die Geldfalle*. Er hat für führende deutsche Tageszei-

tungen geschrieben, u.a. die *Süddeutsche Zeitung*, die *Frankfurter Rundschau*, die *tax* und, als fester Autor, für die *Frankfurter Allgemeine*. Schuster hat vier hochdotierte Stipendien erhalten: Er war Stipendiat des DAAD (zweimal), der University of Notre Dame und Fellow der Fulbright-Kommission. Zu seinen Forschungsschwerpunkten zählen die Medienwissenschaft, die Journalistik und die Finanzmarktforschung.

[www.tom-schuster.de](http://www.tom-schuster.de)

## FIFTY:FIFTY

bedingt die Meinungen. Gerade überraschende Preisumschwünge werden besonders selten antizipiert. Die Märkte eilen meistens den Meinungen voraus, die Diskussionsteilnehmer verhalten sich reaktiv. Kurzum: Die Informationen in den Internet-Foren besitzen keinen Vorhersage-Gehalt.

**PERFORMANCE-STÖRUNGEN.** Die Kursreaktionen nach den Veröffentlichungen sind oft zwar statistisch signifikant. Doch dem Privatanleger ist es auch in diesen Fällen nicht möglich aus den kurzfristigen Preisbewegungen, die sich im Schnitt auf 0,5 bis 1,1 Prozent belaufen, zu profitieren.

Überrenditen dieser Größenordnung werden in der Anlagepraxis durch Transaktionskosten, wie Order- und Depotgebühren, und den Bid-Ask-Spread (der Differenz zwischen Kauf- und Verkaufskurs) aufgezehrt.

Schon der Versuch, solche Gewinnsprünge auszunutzen, wird bestenfalls zu einem ausgeglichenen Ergebnis führen. Die Empfehlungen kommen, 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 Unterperformer erworben. Denn die besprochenen Aktien beginnen meist ab dem zweiten Tag nach der Empfehlung, sich schlechter als der Vergleichsindex zu entwickeln.

Studie um Studie zeigt: Auf die Kursaus schläge nach den Tips in den Medien folgen *price reversals*: Sobald die Aufmerksamkeit abebbt, laufen die Preise in die Gegenrichtung. Die Überrenditen tendieren gegen Null - und oft auch darunter. Die Outperformance verkehrt sich in ihr Gegenteil, die Gewinne werden revidiert. Und es fällt ein Verlust an.

Dies ist stets ein Indiz dafür, daß nicht fundamentale Faktoren, sondern der Schub durch die Medien die Kurse treibt. Der Preisdruck nach den Tips wird durch die Reaktionen uninformatierter Investoren hervorgerufen. Ein inhärenter Informationsgehalt der Empfehlungen spielt, wenn überhaupt, nur eine Nebenrolle.

**REFLEXIVE RENDITE-REDUKTION.** Die Renditegewinne am Veröffentlichungstag sind für den Privatanleger praktisch irrelevant, da diese meist schon in den Eröffnungskursen enthalten sind. Es besteht deswegen keine Chance 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. Die meisten Tips sind nicht nur nicht besser als der Markt. Sie hinken diesem systematisch hinterher. Spätestens nach Berücksichtigung von Transaktionskosten wird die Rechnung negativ. Aus dem schnellen Kursanstieg hat der Anleger keinen Nutzen, da er ihn nicht mitvollzieht. Den Kursabstieg hingegen schon.

Statt erhoffter Gewinne können sich so erhebliche Verluste relativ zum Markt ergeben. Dem geschwinden Rendite-Aufschwung folgt der prompte Preis-Abschwung - danach der kontinuierliche Kurs-Rückzieher. Dieses Renditekarussell ist für die Öffentlichkeit keineswegs neutral: Anleger, die den Empfehlungen folgen, verlieren auf mittlere Sicht.

Selbst eine gezielte Suche nach dem ökonomischen Nutzen der Empfehlungen der Finanzkommentatoren ergibt somit enttäuschende Resultate.

Sicherlich führen Aktienempfehlungen auch zu Treffern. Schon durch Zufall ergeben sich 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. Je länger der Betrachtungszeitraum, d.h. je geringer die Wahrscheinlichkeit, daß man periodenspezifische Abweichungen von der Norm erfaßt, desto klarer wird: Daß die Renditen der Tips nicht dem Know-how ihrer Urheber, sondern einer Zufallsverteilung folgen.

Ob auf sechs Monate oder ein Jahr, auf zwei oder drei Jahre: Die Renditen unterscheiden sich entweder statistisch nicht signifikant von Null oder sie sind deutlich negativ. Positive Ausnahmen gibt es nur wenige. Die Verluste aus den von uns untersuchten Fallstudien liegen nach sechs Monaten zwischen -0,71 und -6,80 Prozent. Nach einem Jahr belaufen sie sich auf bis zu -7,23 Prozent.

**DER (UN-)NUTZEN DER NACHRICHTEN.** Die Zahlen lassen keinen Zweifel: Die in den Medien veröffentlichten Aktienempfehlungen machen mehrheitlich eine mittelfristige Unter-Performance gegenüber einer passiven Anlagestrategie sehr wahrscheinlich. Diejenigen, die den Lärmmachern auf den Leim gehen, werden systematisch von ihrem Geld getrennt.

Die Journalistin Jane Bryant Quinn stellt deswegen zurecht 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." Es gibt folglich keinen Grund zu der Annahme, daß Journalisten oder deren Informanten

*„Dem Rendite-Aufschwung folgt der Preis-Abschwung, danach der Kurs-Rückzieher.“*

*„Diejenigen, die den Lärmmachern auf den Leim geben, werden systematisch von ihrem Geld getrennt.“*

(Fortsetzung auf Seite 4)

**Studien zur langfristigen Performance von Kaufempfehlungen  
- Kumulative Überrenditen -**

Forscher	Publikation	Zeitraum	6 Monate	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre
Desai, Liang und Singh (2000)	<i>Wall Street Journal</i>	1993-96	1,77	4,02	6,04	n.a.
Liang (1999)	<i>Wall Street Journal</i>	1990-94	-3,80	n.a.	n.a.	n.a.
Beltz und Jennings (1997)	<i>PBS</i>	1990-92	-1,03	n.a.	n.a.	n.a.
Sant und Zaman (1996)	<i>Business Week</i>	1976-88	-6,80	n.a.	n.a.	n.a.
Desai und Jain (1995)	<i>Barron's</i>	1968-91	n.a.	0,21 <sup>ab</sup>	-0,38 <sup>ab</sup>	-0,71 <sup>ab</sup>
Mathur und Waheed (1995)	<i>Business Week</i>	1981-89	-5,33	n.a.	n.a.	n.a.
Trahan und Bolster (1995)	<i>Barron's</i>	1988	-2,30 <sup>a</sup>	-6,92 <sup>a</sup>	n.a.	n.a.
Benesh und Clark (1994)	<i>Barron's</i>	1987-88	-4,69	-1,65 <sup>a</sup>	n.a.	n.a.
Wijmenga (1990)	<i>Elseviers Magazine</i>	1978-83	-2,65	n.a.	n.a.	n.a.
	<i>Beleggers Belangen de Financiele Koerier</i>		0,16			
Pari (1987)	<i>PBS</i>	1984-84	-4,18	-7,23	n.a.	n.a.
Dimson und Marsh (1986)	Britische Finanzpresse	1975-82	n.a.	-0,4	-1,3	n.a.
	<i>Barron's</i>		2,92 <sup>a</sup>	3,41		-8,00
Shepard (1977)	<i>Forbes</i>	1966-71	1,08 <sup>a</sup>	-1,87	n.a.	-2,65 <sup>a</sup>
	<i>Wall Street Journal</i>		-0,71 <sup>a</sup>	-3,25		-7,86

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

<sup>a</sup> statistisch nicht signifikant <sup>b</sup> ab dem Tag nach der Veröffentlichung

die Fähigkeit besitzen, eine überlegene Aktienselektion zu treffen. Unter dem Druck, zu aktuellen Entwicklungen Stellung zu nehmen, wird Kompetenz vorgetäuscht, selbst wenn diese gar nicht vorhanden ist.

Kurzum: Die Werbebehauptungen der Wirtschaftsmedien, sie lieferten einen Nutzwert, da sie der Masse der Anleger einen Vorteil verschaffen, halten einer Überprüfung nicht stand.

Investoren haben auf Dauer entweder keinen Nutzen aus den Finanzratschlägen oder sogar einen Schaden davon. Eine Chance den Markt zu schlagen bietet sich nur den Analysten und Journalisten und

Personen aus ihrem Umfeld, die ihre Empfehlungen vor der Veröffentlichung umsetzen.

Es liegt in der Logik dieser Situation, daß der potentielle systematische Gewinn der Insider sich aus einem systematischen Verlust der Outsider speist. So verwundert es nicht, wenn sich unter dem Strich für die Privatanleger ein Negativsaldo ergibt. Für sie ist der Nettoeffekt bestenfalls gleich Null. Wahrscheinlich jedoch stehen die Chancen schlechter als Fifty:Fifty.

Ehrlichkeitshalber müßten die Medien ihre Finanzratschläge also mit folgendem Hinweis versehen: "Achtung: Gewinne, die sich aus der Befolgung unserer Aktienempfehlungen ergeben, sind rein zufällig." □

## 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 under-

performance, earning significant negative returns. The return reversions indicate that such stock price reactions are due to price pressure from "naive" 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 disseminated through the news media offer any systematic opportunity to outperform the stock market. The evidence leads to the opposite conclusion: That investors

who follow such advice will lose in the long run.

**WORKING PAPER wird von der Abteilung Journalistik des Instituts für Kommunikations- und Medienwissenschaft der Universität Leipzig herausgegeben. Verantw. i.S.d.P.: Prof. Dr. Michael Haller, Prof. Dr. Marcel Machill, Dr. Thomas Schuster. Postanschrift: Augustusplatz 9-11, 04109 Leipzig. Mail: journ@uni-leipzig.de.**