

Management des Illiquiditätsabschlags

– Der Einfluss von Analystencoverage –

von Prof. Dr. Joachim Rojahn | Prof. Dr. Rainer Elschen

I. Einleitung

Die Option, Unternehmensanteile jederzeit mit minimalen Transaktionskosten in Geldeinheiten umzuwandeln, ist für jeden Anleger wertvoll. Eingeschränkte Liquidität äußert sich daher in einem Bewertungsabschlag¹. Für das strategische Management eines Emittenten resultiert daraus die Frage, wie die Liquidität der eigenen Aktien erhöht werden kann.

Die Determinanten der Liquidität lassen sich aus der Marktstrukturtheorie ableiten². Eine wichtige Einflussgröße ist die Marktkapitalisierung, die vornehmlich vom wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmung bestimmt wird. In einem Beitrag in der Ausgabe 2/2009 des FINANZ BETRIEB haben Rojahn und Elschen jedoch nachgewiesen, dass die Liquidität der Unternehmensanteile zusätzlich von der Anteilsbesitzstruktur beeinflusst wird³. In den Fokus des Liquiditätsmanagements rücken damit auch Instrumente, die Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises nehmen.

In Theorie und Praxis umstrittene Instrumente sind die von Brokern oder Banken erstellten Researchstudien. Zwar wirkt sich Analystencoverage prinzipiell positiv auf den Bekanntheitsgrad des Emittenten aus, allerdings wird deren Qualität insbesondere in Krisenphasen angezweifelt⁴. Den Emittenten interessiert insbesondere, ob Analystencoverage ein geeignetes Instrument zur Steuerung der Liquidität der eigenen Aktien ist, und weniger, ob Anleger mit Hilfe der Empfehlungen aus Analystenreports Überrenditen erzielen können.

Ziel dieses Beitrags ist es daher, die Wirkung von Analystencoverage auf die anteilsspezifische Liquidität zu untersuchen. Hierzu wird in Abschn. II zunächst ein Überblick über die Alternativen des Liquiditätsmanagements geliefert, der in einer Analyse der Vor- und Nachteile mündet. Anschließend widmet sich Abschn. III dem Zusammenhang zwischen Analystencoverage und Liquidität. Die hieraus ableitbaren Hypothesen werden in Abschn. IV am deutschen Aktienmarkt empirisch überprüft. Abschn. V fasst die Ergebnisse zusammen.

II. Liquidität und Corporate Finance

1. Systematisierung der Handlungsalternativen

Corporate Finance Maßnahmen zur Steuerung der anteilsspezifischen Liquidität unterscheidet, ob die Anteilsbesitzstruktur damit direkt oder indirekt beeinflusst wird:

1 Für einen Überblick über die empirischen Befunde an Aktien- und Anleihenmärkten vgl. Amihud et al., Foundations and Trends in Finance 2005 S. 305ff.
2 Vgl. statt vieler Madhavan, Journal of Financial Markets 2000 S. 208ff.
3 Vgl. Rojahn/Elschen, FB 2009 S. 90 ff.
4 Zum „Investment Value“ von Researchstudien im internationalen Vergleich vgl. Jegadeesh/Kim, Journal of Financial Markets 2006 S. 283ff. Für den deutschen Aktienmarkt vgl. Henze/Röder, FB 2005 S. 667ff.

AUTOR Prof. Dr. J. Rojahn | Prof. Dr. R. Elschen

Prof. Dr. Joachim Rojahn ist Professor an der Fachhochschule für Ökonomie & Management (FOM) sowie Co-Direktor des Deutschen Institut für Portfolio-Strategien (DIPS) an der FOM in Essen. joachim.rojahn@fom-dips.de

Univ.-Prof. Dr. Rainer Elschen ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Banken an der Universität Duisburg-Essen, Campus Essen. rainer.elschen@uni-duisburg-essen.de

Die Autoren danken Herrn Univ.-Prof. Dr. Walter Assenmacher, Universität Duisburg-Essen, Campus Essen, für hilfreiche Hinweise zu früheren Versionen dieses Aufsatzes.

- » Kapitalmaßnahmen, die direkt auf die Aktionärsstruktur wirken, verändern Höhe, Zusammensetzung oder Einteilung des gezeichneten Kapitals des Emittenten. Sofern sich die Höhe des gezeichneten Kapitals ändert, resultiert aus dieser Maßnahme c.p. eine Modifikation der Kapitalstruktur.
- » Indirekte Maßnahmen wirken dagegen auf die Anteilsbesitzstruktur, ohne dass hiermit Veränderungen des gezeichneten Kapitals oder dessen Stückelung einhergehen. Hierunter fallen insbesondere Maßnahmen der Informationspolitik.

Die Bedeutung der Informationspolitik des Emittenten für die Liquidität der eigenen Anteile lässt sich aus den Marktstrukturmodellen ableiten: Informationsasymmetrien zwischen den Anlegern senken die Liquidität. Besser informierte Anleger fragen bei zu niedrigen Kursen verstärkt nach oder bieten bei zu hohen Kursen verstärkt an. Für den Kursmakler entstehen dadurch Opportunitätskosten, denn die besser informierten Anleger schöpfen den Gewinn ab. Intermediäre werden daher versuchen, die Kosten durch höhere Transaktionsgebühren zu kompensieren, insbesondere höhere Geld-Brief-Spannen⁵.

Handlungsalternativen	
Direkter Einfluss auf die Aktionärsstruktur	– Kapitalerhöhung – Aktienrückkauf und Dividendenausschüttung – Aktien-Splitt
Management der Informationsverteilung	– Segmentwechsel und Dual-Listing – Investor Relations

Tab. 1: Überblick über die Maßnahmen des strategischen Managements zur Erhöhung der anteilsspezifischen Liquidität

In Abschn. II.2 wird nun analysiert, wie gut sich die in Tab. 1 genannten Instrumente für das Management der anteilsspezifischen Liquidität eignen.

5 Vgl. statt vieler Stoll, Journal of Finance 2000 S. 1482.

2. Kritische Würdigung der Corporate Finance Maßnahmen zur Optimierung der anteilsspezifischen Liquidität

a) Kapitalmaßnahmen

aa) Kapitalerhöhungen

Kapitalerhöhungen verbreitern die Aktionärsbasis. Nicht jeder Altaktionär übt nämlich die Bezugsrechte aus⁶. Je breiter aber der Anteilsbesitz gestreut ist, umso höher ist die anteilsspezifische Liquidität⁷.

Unterstützung findet die These des liquiditätsstimulierenden Effekts von Kapitalerhöhungen durch empirische Befunde. Demnach kann bei öffentlichen Kapitalerhöhungen ein Anstieg der Liquidität, bei Private Placements an Großaktionäre jedoch ein Rückgang der Liquidität beobachtet werden⁸. Die Allokation der jungen Aktien nimmt folglich Einfluss auf deren Marktliquidität. Insbesondere durch bewusstes Underpricing kann die strategische Unternehmensführung die Zuteilung junger Aktien steuern⁹. Eine Überzeichnung der Emission ermöglicht es, Blockpositionen zu vermeiden. In diesem Sinn lässt sich Underpricing hier als Prämie zur Ausübung von Allokationsoptionen interpretieren¹⁰.

Mit der Emission junger Aktien ist jedoch *prinzipiell* ein negatives Signal des Emittenten verbunden. Bei Informationsvorsprüngen des Managements deutet eine Kapitalerhöhung auf eine Überbewertung der Titel¹¹. Dieser Signaleffekt schlägt aber nur in reifen Industrien wirklich durch. Bei Wachstumswerten kann dagegen auf ertragreiche Investitionsalternativen für das neue Eigenkapital geschlossen werden, was den negativen Signaleffekt (über-)kompensieren kann¹².

Die Liquiditätseffekte von Kapitalerhöhungen hängen demnach zusätzlich von den Investor Relations Aktivitäten des Emittenten ab: Wird der Verwendungszweck des Emissionserlöses offen kommuniziert, gehen die Informationsasymmetrien zurück. Dies erhöht die anteilsspezifische Liquidität. Vergleichbare Effekte ergeben sich durch Vereinfachung der Grundkapitalstruktur, die Zusammenlegung unterschiedlicher Kategorien von Beteiligungspapieren. Auch damit geht in der Regel eine Erhöhung der anteilsspezifischen Liquidität einher¹³. Aufgrund der (vielleicht auch dadurch) sinkenden Bedeutung der Vorzugsaktie am deutschen Markt wird hier jedoch von weiteren Analysen abgesehen.

bb) Ausschüttungspolitik

Der Zusammenhang zwischen der Ausschüttungspolitik des Emittenten und der Marktliquidität seiner Anteile lässt sich sowohl aus den Signaleffekten als auch aus den Präferenzen der Anleger ableiten:

- » Bei Liquiditäts-Friktionen am Sekundärmarkt bevorzugen Anleger Dividententitel. Denn werden bei geringer Marktliquidität Dividenden ausgeschüttet, sinkt das Risiko des Anlegers¹⁴. Dividendenzahlungen reduzieren insbesondere in Krisenzeiten die Gefahr, Wertpapiere bei Liquiditätsschocks verkaufen zu müssen. Bei Dividententiteln sind folglich höhere Transaktionsvolumina zu vermuten.
- » Der Handel an Wertpapierbörsen wird von institutionellen Anlegern geprägt. Gerade dieser Anlegergruppe signalisiert die Ausschüttung von Dividenden hohe Emittentenqualität¹⁵. Solche Signale bauen Informationsasymmetrien ab und stimulieren damit die Wertpapierliquidität.

Auch Aktienrückkäufe werden initiiert, um die Unterbewertung der eigenen Aktien zu signalisieren¹⁶. Als Substitut von Dividendenausschüttungen lassen Aktienrückkäufe also ebenfalls einen positiven Liquiditätseffekt erwarten.

Ein Aktienrückkaufprogramm ist jedoch eine Option des Emittenten. Dagegen werden Dividendenzahlungen von Anlegern als Verpflichtung des Emittenten wahrgenommen. Nach Initiierung von Dividendenzahlungen wird also gemeinhin Dividendenkontinuität gefordert. Daher schütten insbesondere große Emittenten mit stabilen Cash Flows Dividenden aus¹⁷. Folglich werden Dividendenzahlungen für gering kapitalisierte Emittenten mit unsicherer Refinanzierung kein probates Mittel zur Maximierung der Liquidität eigener Aktien sein.

Die Liquiditätseffekte des Aktienrückkaufprogramms hängen vom Rückkaufverfahren ab: Verfügt das Management über keinerlei Informationsvorsprünge gegenüber den Anlegern, so kann die Ankündigung der Aktienrückkäufe zu einem Rückgang des Spreads führen. Aus Sicht des Intermediärs wird eine untere Grenze des Bid-Preises eingerichtet, wodurch dessen Risiko sinkt (Competing Market Maker Hypothese)¹⁸.

Voraussetzung für einen positiven Liquiditätseffekt ist folglich, dass ein *öffentliches* Rückkaufangebot abgegeben wird. Am deutschen Aktienmarkt dominiert allerdings der Rückkauf über die Börse. Hier werden eigene Aktien *anonym* zum aktuellen Kurs erworben¹⁹, wodurch die positiven Signal- und Liquiditätseffekte eingeschränkt werden.

Aktienrückkauf bedeutet zudem die Verminderung der ausstehenden Aktien. Dies lässt auf eine negative Wirkung des Aktienrückkaufs auf die Wertpapierliquidität schließen.

cc) Aktiensplitts

Beim Aktiensplitt wird der auf eine einzelne Aktie entfallende Betrag vom Grundkapital durch eine Vermehrung der Aktienzahl herabgesetzt. Aktiensplitts werden i.d.R. nach signifikanten Kursanstiegen vorgenommen²⁰. Grundsätzlich ist nach Ankündigung eines Aktien-Splitts von einer Steigerung der Wertpapierliquidität auszugehen. Denn:

6 Vgl. Myers/Majluf, *Journal of Financial Economics* 1984 S. 210.
 7 Vgl. hierzu ausführlich Rojahn/Elschen, *FB* 2009 S. 88 ff.
 8 Vgl. Kothare, *Journal of Financial Economics* 1997 S. 138ff.
 9 Vgl. Brennan/Franks, *Journal of Financial Economics* 1997 S. 393ff. sowie Pham et al., *Journal of Banking & Finance* 2003 S. 925ff.
 10 Für einen detaillierten Überblick über die Ursachen von Underpricing vgl. statt vieler Stehle/Ehrhardt, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 1999 S. 1399ff.
 11 Vgl. Myers/Majluf, *Journal of Financial Economics* 1984 S. 198ff.
 12 Darüber hinaus kann der Höhe und der Verwendung des Emissionserlöses eine Signalwirkung zugewiesen werden. Vgl. Grunert/Schierbeck, *Kredit und Kapital* 2002 S. 405f.
 13 Vgl. Kunz, *Financial Markets and Portfolio Management* 2002 S.33ff.

14 Diese Überlegungen schlagen sich im Liquidity-Adjusted CAPM nieder. Vgl. Acharya/Pedersen, *Journal of Financial Economics* 2005 S. 382f.
 15 Vgl. Allen et al., *Journal of Finance* 2000 S. 2502ff.
 16 Vgl. Schrenper, *Aktienrückkauf und Kapitalmarkt: eine theoretische und empirische Analyse deutscher Aktienrückkaufprogramme*. 2002, S. 119.
 17 Vgl. Jagannathan et al., *Journal of Financial Economics* 2000 S. 367ff.
 18 Vgl. Barclay/Smith, *Journal of Financial Economics* 1988 S. 64ff.
 19 Vgl. Schrenper, a.a.O. (Fn. 16), S. 177.
 20 Vgl. Brennan/Hughes, *Journal of Finance* 1991 S. 1667.

Corporate Finance Maßnahme	Positive Liquiditätseffekte	Negative(r) Liquiditätseffekt(e)
Kapitalerhöhung	<ul style="list-style-type: none"> - Verbreiterung der Aktionärsbasis - Geringere Konzentration des Anteilsbesitzes - Zusätzliche Publizität 	<ul style="list-style-type: none"> - Prinzipiell negativer Signaleffekt - Hohe Abhängigkeit von Investor Relations Qualität
Dividendenausschüttung	<ul style="list-style-type: none"> - Positiver Signaleffekt - Dividendenpräferenz institutioneller Anleger lässt auf höhere Handelsvolumina schließen 	<ul style="list-style-type: none"> - Dividendenzahlungen werden seitens der Kapitalmarktteilnehmer als Verpflichtung gewertet
Aktienrückkauf	<ul style="list-style-type: none"> - Positiver Signaleffekt möglich - Etablierung einer unteren Grenze des Bid-Preises 	<ul style="list-style-type: none"> - Potenzieller Rückgang der Anzahl der Aktionäre - Abschwächung des Signaleffekts bei Rückkauf über die Börse
Aktiensplitt	<ul style="list-style-type: none"> - Positiver Signaleffekt - Anstieg der Anzahl potenzieller Aktionäre 	<ul style="list-style-type: none"> - Inverses Verhältnis zwischen Kursniveau und Orderabwicklungskosten

Tab. 2: Liquiditätseffekte von Kapitalmaßnahmen

- » Anleger können mit geringeren Transaktionsvolumina handeln. Die Anzahl potenzieller Aktionäre nimmt zu²¹.
- » Sofern ein Aktiensplitt mit Kosten verbunden ist, signalisiert er eine Unterbewertung der Aktien. Informationsasymmetrien werden abgebaut²².
- » Für Broker und Investmentbanken steigt der Anreiz, Researchstudien zu erstellen und zu vertreiben²³.

Dagegen besteht zwischen den Handelsgebühren bzw. den Orderabwicklungskosten je Aktie und dem Kursniveau aufgrund des Fixkostencharakters ein inverses Verhältnis²⁴. Diese gegensätzlich wirkenden Einzeleffekte nähren die These, dass Aktiensplitts genutzt werden, um eine optimale Handelsbandbreite zu etablieren²⁵.

b) Management der Informationsverteilung

aa) Segmentwechsel und Dual-Listing

Zwischen der Wahl des Börsensegments und anteilsspezifischer Liquidität besteht aus folgenden Gründen ein Zusammenhang:

- » Mit zunehmenden Transparenzanforderungen an die in einem Börsensegment gelisteten Emittenten steigt die Anzahl potenzieller Aktionäre²⁶.
- » Am deutschen Aktienmarkt ist die Aufnahme in einen Aktienindex an die Segmentzugehörigkeit gekoppelt. Mit Ausnahme des CDAX (Composite Index) ist die Notierung am Börsensegment Prime Standard Voraussetzung für die Aufnahme in einen Index²⁷. Die Liquiditätshypothese unterstellt dabei, dass die Indexaufnahme zu erhöhter Aufmerksamkeit der Investoren bzw. steigenden Transaktionsvolumina und fallenden Transaktionskosten führt²⁸.

Die Auswirkungen von Segmentwechseln sind insbesondere am US-amerikanischen Aktienmarkt untersucht worden. Ein Wechsel vom OTC-Segment oder der NASDAQ an die NYSE ist mit einem Anstieg der anteilsspezifischen Liquidität ver-

bunden²⁹. Ebenso kann Emittenten am deutschen Aktienmarkt empfohlen werden, zur Verbesserung der Liquidität der eigenen Anteile an Segmente mit höheren Transparenzanforderungen zu wechseln. So ist für das im Jahr 2003 wieder aufgelöste Segment SMAX nachgewiesen worden, dass die Liquidität der im Index enthaltenen Emittenten gegenüber vergleichbaren CDAX-Unternehmen mit Segmentstart im Jahr 1999 signifikant gestiegen ist³⁰.

Das Dual-Listing an einer Auslandsbörse kann vergleichbare Effekte haben. Neben der Verbreiterung der Aktionärsbasis spricht für einen positiven Liquiditätseffekt des Dual-Listings, dass der Wettbewerb zwischen den Intermediären zunehmen kann. Ebenso ist bereits ein Rückgang des Spreads zu vermuten, wenn die Zweitnotierung an einer Auslandsbörse mit hohen Transparenzforderungen angestrebt wird³¹.

Allerdings verbessern sich mit dem Dual-Listing für informierte Anleger die Möglichkeiten, Informationsvorsprünge auszunutzen. Daher kann der Bid-Ask Spread auch ansteigen³². Des Weiteren trägt das Dual-Listing zu einer Fragmentierung des Orderflusses bei. Gerade dessen Konsolidierung nimmt jedoch positiven Einfluss auf die Liquidität, da die Risiken des Intermediärs sinken³³.

bb) Investor Relations

Investor Relations kommen auf ineffizienten Märkten häufig als flankierende Instrumente des Liquiditätsmanagements zum Einsatz. In Sinne einer langfristigen Beziehungspflege zu aktuellen und potenziellen Kapitalgebern liefern sie dann einen Beitrag zur Erhöhung der anteilsspezifischen Liquidität. Denn:

1. Investor Relations tragen zum Abbau von Informationsasymmetrien bei.
2. Investor Relations erhöhen den Bekanntheitsgrad des Emittenten, wodurch sich der Kreis potenzieller Investoren verbreitert.

21 Vgl. statt vieler Schultz, *Journal of Finance* 2000 S. 434ff.

22 Vgl. Brennan/Copeland, *Journal of Financial Economics* 1988 S.86ff.

23 Vgl. Brennan/Hughes, *Journal of Finance* 1991 S. 1676f.

24 Vgl. Brennan/Copeland, *Journal of Financial Economics* 1988 S. 90.

25 Vgl. Dyl/Elliot, *Journal of Business* 2006 S. 2059ff.

26 Vgl. Merton, *Journal of Finance* 1987 S. 501.

27 Vgl. Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 2004, S. 170f.

28 Zu den Erklärungsansätzen sog. Indexeffekte im Allgemeinen und der Liquiditätshypothese im Speziellen vgl. Steiner/Henke, *Finanzmarkt und Portfolio Management* 1997 S. 434ff.

29 Vgl. Kadlec/McConnell, *Journal of Finance* 1994 S. 619ff. sowie Barclay, *Journal of Financial Economics* 1997 S. 41ff.

30 Vgl. Gassen/Kaltfofen, *ZfBf* 2005 S. 430ff.

31 So formulieren Mendelson und Tunca (2004) die modelltheoretisch abgeleitete These, dass die Auslandsnotierung in den USA zu einem Rückgang des Spreads am Heimatmarkt des Emittenten führt. Vgl. Mendelson/Tunca, *Review of Financial Studies* 2004 S. 323.

32 Vgl. Noronha et al., *Journal of Banking & Finance* 1996 S. 966f.

33 Vgl. Amihud et al., *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2003 S. 839ff.

	Positive Liquiditätseffekte	Negative(r) Liquiditätseffekt(e)
Segmentwechsel	<ul style="list-style-type: none"> - Verbreiterung der Aktionärsbasis, erhöhte Aufmerksamkeit der Aktionäre - Abbau von Informationsasymmetrien bei strengeren Transparenzanforderungen - Voraussetzung für Aufnahme in Indizes 	<ul style="list-style-type: none"> - Nur bei Wechsel in Segment mit geringeren Transparenzanforderungen
Dual-Listing	<ul style="list-style-type: none"> - Verbreiterung der Aktionärsbasis - Mögliche Zunahme des Wettbewerbs zwischen Intermediären - Potenzieller Abbau von Informationsasymmetrien 	<ul style="list-style-type: none"> - Steigende Gefahr informierten Handels - Fragmentierung des Orderstroms
Investor Relations	<ul style="list-style-type: none"> - Verbreiterung der Aktionärsbasis - Abbau von Informationsasymmetrien 	<ul style="list-style-type: none"> - Zunahme von Informationsasymmetrien bei nicht-antizipierbaren Informationen - Steigende Unsicherheit der Anleger bei divergierenden Informationen

Tab. 3: Management der Informationsverteilung und Liquiditätseffekte

Erklärende Variable	Erwartetes Vorzeichen Koeffizient	
Abhängig vom Gegenstand der Gesellschaft	<ul style="list-style-type: none"> - Unternehmensgröße - Operatives Risiko des Emittenten (Volatilität des Aktienkurses) - Korrelation zwischen Emittenten- und Marktrenditen - Anzahl Geschäftsfelder des Emittenten 	<ul style="list-style-type: none"> Positiv Positiv Negativ Negativ
(Partiell) endogener Charakter durch direktes bzw. indirektes Management der Aktienstruktur	<ul style="list-style-type: none"> - Anzahl aktueller und potenzieller Aktionäre - relativer Anteilsbesitz institutioneller - Informationspolitik bzw. -qualität 	<ul style="list-style-type: none"> Positiv Positiv Positiv

Tab. 4: Determinanten der Anzahl covernder Analysten

Der Wertbeitrag von Investor Relations hängt allerdings davon ab, wie präzise Informationen an Kapitalmarktteilnehmer kommuniziert werden. So ist eine Voraussetzung für positive Liquiditätseffekte von Ausschüttungen, dass die Dividendenzahlungen antizipierbar sind. Nicht-antizipierte Ausschüttungen können dagegen die Informationsasymmetrie noch verstärken. Denn informierte Anleger haben komparative Vorteile auch in der Informationsverarbeitung. Folglich nimmt die Liquidität nur bei antizipierten Dividendenzahlungen zu³⁴.

Auch wenn die Investoren mit widersprüchlichen Informationen versorgt werden, können Informationsasymmetrien verstärkt werden. So führt die Bekanntgabe gut prognostizierbarer Quartalsergebnisse zu einem Anstieg der Liquidität, die Publikation unsicherer Zahlen dagegen zu höheren Transaktionskosten und gesunkener Liquidität³⁵.

III. Analystencoverage und anteilsspezifische Liquidität

Die Kommunikation mit Analysten nimmt einen hohen Stellenwert in Investor Relations Aktivitäten ein³⁶. Die Analysten-Studien werden vor allem institutionellen Anlegern zur Verfügung gestellt³⁷. In die Researchberichte fließen Branchenkenntnisse, öffentlich verfügbare Daten und Informationen aus persönlichen Kontakten mit dem Management ein, die zu Kauf- oder Verkaufsentscheidungen verdichtet werden³⁸.

Mit der Erstellung von Researchanalysen sollen u.a. Handelskommissionserträge generiert werden, so dass Analysten sich auf große Emittenten fokussieren. Aus Transparenz- bzw. Kostengründen bevorzugen Analysten außerdem Unternehmen mit einer geringen Anzahl an Geschäftsfeldern³⁹. Auch die Aktionärsstruktur hat Einfluss auf die Zahl der Analysten. Insider werden in geringem, Institutionelle dagegen in starkem Maße Analystenresearch nachfragen⁴⁰. Die Nachfrage nach Research wird zudem positiv von der Volatilität der Aktienrenditen sowie einer niedrigen Korrelation zwischen Unternehmens- und Marktrenditen beeinflusst⁴¹.

Die Anzahl covernder Analysten ist durch den Emittenten dennoch aktiv steuerbar. Das Management kann über die Informationspolitik Einfluss auf die Anzahl covernder Analysten nehmen⁴².

Für den US-amerikanischen Aktienmarkt ist ein positiver Zusammenhang zwischen Marktliquidität und Anzahl covernder Analysten nachgewiesen worden⁴³. Hypothese 1 lautet daher: *Zwischen der Anzahl der covernden Analysten und der Liquidität der Unternehmensanteile besteht ein positiver Zusammenhang.*

Da in II.2.bb auf die Bedeutung präziser Informationen hingewiesen wurde, ergänzt Hypothese 2:

Hypothese 2: Zwischen der Divergenz der Analystenschätzungen und der Liquidität der Unternehmensanteile besteht ein negativer Zusammenhang.

34 Vgl. Graham et al., Journal of Business 2006 S. 2309ff.

35 Vgl. Affleck-Graves et al., Journal of Accounting Research 2002 S. 564ff.

36 Vgl. Baker et al., Journal of Financial and Quantitative Analysis 2002 S. 496.

37 Vgl. Schache/Vögler, FB 2006 S. 586.

38 Zum Inhalt von Analystenreports vgl. ausführlich Asquith et al., Journal of Financial Economics 2005 S. 255ff.

39 Vgl. Brennan/Tamarowski, Journal of Applied Corporate Finance 2000/12 S. 29.

40 Vgl. Jegadeesh et al., Journal of Finance 2004 S. 1085.

41 Vgl. Frankel et al., Journal of Accounting and Economics 2006 S. 34ff.

42 Vgl. Lang/Lundholm, Accounting Review 1996 S. 483.

43 Vgl. u.a. Brennan/Tamarowski, Journal of Applied Corporate Finance 2000/12 S. 33ff.

Variable	Min.	Median	Arithmetischer Mittelwert	Max.	Standard-Abweichung	Schiefte	Kurtosis
Relsp in %	0,009	0,92	1,0	3,08	0,7	0,72	2,80
Vola in %	12,88	33,06	35,01	60,80	9,34	0,64	3,02
Cap in Mio. €	14,55	242,96	1.180,91	22.173,54	2.921,07	5,15	33,07
Anzahl Analysten	1	5	743	28	6,62	1,11	342

Tab. 5: Populationskennzahlen Datensatz

1	2 Mittelwert für Unternehmen mit Anzahl Analysten ≤ Median (n = 91)	3 t-Wert (P-Wert) für zweiseitigen t-Test auf Differenz zwischen (2) und (4)	4 Mittelwert für Unternehmen mit Anzahl Analysten > Median (n = 89)
Relsp in %	1,5136	14,707***	0,4856
LN(Cap) in Mio.	4,5166	13,624***	6,8438
Vola in %	37,166	3,170***	32,860

*** signifikant mit einer zweiseitigen Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 1%

Tab. 6: Univariate Analyse des Zusammenhangs zwischen Liquidität und Anzahl Analysten

IV. Empirische Untersuchung

1. Daten und Methodik

Die obigen Hypothesen werden im Folgenden für den identischen Datensatz untersucht, für den die Autoren einen negativen Zusammenhang zwischen Anteilsbesitzkonzentration und anteilsspezifischer Liquidität nachgewiesen haben. Der Datensatz umfasst 180 Emittenten des Segments Prime Standard. Die Daten sind dabei wie folgt definiert:

- » Die anteilsspezifische Liquidität wird durch den relativen Bid-Ask Spread (Relsp) erfasst, der unter Verwendung der XETRA-Daten börsentäglich einmal kalkuliert worden ist und als Durchschnittswert über den Betrachtungszeitraum 2006 berechnet wird. Je höher der relative Spread ist, umso geringer fällt die Liquidität der Unternehmensanteile aus.
- » Die Zahl der Analysten wurde aus der I/B/E/S-Datenbank über das Börseninformationssystem Bloomberg extrahiert. Hierbei wird die Anzahl der Gewinnsschätzungen zugrunde gelegt, die im Jahr 2006 für das Geschäftsjahr 2007 von unterschiedlichen Instituten gemacht wurden. In der I/B/E/S Datenbank sind insbesondere die Gewinnsschätzungen von Investmentbanken und einiger unabhängiger Researchinstitute enthalten.

Variationen der anteilsspezifischen Liquidität hängen von weiteren firmenspezifischen Determinanten ab. Potenzielle Kontrollvariablen sind:

- » die Marktkapitalisierung (Cap), die als arithmetischer Mittelwert über das Jahr 2006 kalkuliert wird und
- » das durch die Standardabweichung der annualisierten wöchentlichen Renditen im Jahr 2006 erfasste Risiko (Vola).

Tab. 5 liefert die Populationskennzahlen zu den Werten im Datensatz.

2. Ergebnisse

a) Univariate Analyse

Der Einfluss von Analystencoverage auf die Liquidität wird mit einem Zweistichproben t-Test untersucht. Der Datensatz wird in zwei gleichgroße Stichproben unterteilt. Die Stichproben werden anhand der Anzahl der Analysten differen-

ziert. Anschließend wird geprüft, ob signifikante Unterschiede zwischen den beiden Stichproben vorliegen.

Die Ergebnisse der univariaten Analyse deuten auf einen inversen, statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen Liquidität und Zahl der Analysten hin. Jedoch unterscheiden sich die Mittelwerte potenzieller Kontrollvariablen des relativen Spreads bzw. der Analystencoverage signifikant voneinander, weshalb multivariate Analysen notwendig werden. Der Befund bestätigt die Aussage in Abschn. III, dass sich Wertpapieranalysen vor allem auf Emittenten mit hoher Marktkapitalisierung beziehen.

b) Multivariate Analyse

Als Kontrollvariablen werden LN(Cap) und [LN(Cap)]² genutzt⁴⁴. Zusätzlich wird die Variable „Anzahl der Analysten“ transformiert und durch den natürlichen Logarithmus von (Anzahl Analysten+1) abgebildet:

$$\text{Relsp}_i = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LN}(\text{Cap}_i) + \gamma_2 [\text{LN}(\text{Cap}_i)]^2 + \gamma_3 \text{LN}(\text{Anzahl Analysten}_i + 1) + \varepsilon_i \quad (1)$$

Nachdem die Annahme homoskedastischer Residuen abgelehnt werden muss, wird mit Hilfe des White-Verfahrens geschätzt⁴⁵.

Abhängige Variable: Relsp, White-Verfahren		
Regressoren	Regressionskoeffizient	t-Statistik
Absolutglied	0,0476	14,950***
LN(Cap)	-0,0093	-8,330***
[LN(Cap)] ²	0,0005	7,005***
LN(Anzahl Analysten + 1)	-0,0019	-3,614***
F-Statistik (P-Wert)	258,14 (0,000)	
Adjustiertes Bestimmtheitsmaß	0,812	

*** signifikant mit einer zweiseitigen Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 1%

Tab. 7: Multiple Regressionsanalyse Liquidität und Anzahl Analysten

44 Vgl. Rojahn/Elschen, FB 2009 S. 90 ff.

45 Vgl. Kähler, in Schröder (Hrsg.), Finanzmarkt-Ökonometrie, 2002, S. 117.

Sämtliche Regressionskoeffizienten weisen die erwarteten Vorzeichen auf. Mit steigender Anzahl Analysten ist ein Rückgang des relativen Bid-Ask Spreads bzw. ein Anstieg der Wertpapierliquidität festzustellen.

Allerdings könnte die Variable LN(Anzahl Analysten +1) endogen sein, was mit Hilfe des Hausman-Wu-Tests bestätigt wird. Als Instrumentvariable fungiert das logarithmierte Handelsvolumen⁴⁶. Zur Lösung dieser Problematik bietet sich die zweistufige Methode der kleinsten Quadrate (2SLS) an. Hierbei werden die erklärenden endogenen Variablen durch Größen ersetzt, die mit der Störgröße unkorreliert sind⁴⁷.

Darüber hinaus existiert erwartungsgemäß eine hohe positive Korrelation von ca. 0,81 zwischen LN(Cap) und LN(Anzahl Analysten+1). Dadurch entsteht das Problem der Multikollinearität. Daher wird zusätzlich das Verfahren der Orthogonalisierung genutzt⁴⁸. Hierzu werden die Residuen der Regression von LN(Anzahl Analysten+1) auf LN(Cap) sowie $[LN(Cap)]^2$ verwendet (Res_Cap_Analysten), so dass sich folgende Regressionsgleichung ergibt:

$$Relsp_i = \gamma_0 + \gamma_1 LN(Cap_i) + \gamma_2 [LN(Cap_i)]^2 + \gamma_3 Res_Cap_Analysten_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Abhängige Variable: Relsp, 2SLS-Verfahren		
Exogene Variablen: Absolutglied, LN(Cap), $[LN(Cap)]^2$, LN(Volume)		
Regressoren	Regressionskoeffizient	t-Statistik
Absolutglied	0,0515	14,928***
LN(Cap)	-0,0112	-9,330***
$[LN(Cap)]^2$	0,0006	6,369***
Res_Cap_Analysten	-0,0078	-4,382***
F-Statistik (P-Wert)	151,31	
Adjustiertes Bestimmtheitsmaß	0,670	

*** signifikant mit einer zweiseitigen Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 1%

Tab. 8: Multiple Regressionsanalyse Liquidität und Anzahl Analysten – 2SLS-Verfahren

Zwischen der Anzahl der Analysten und dem relativen Spread wird weiterhin ein signifikant negativer Zusammenhang ermittelt. Die Nullhypothese 1 eines fehlenden Zusammenhangs zwischen anteilsspezifischer Liquidität und Analysten-coverage wird daher abgelehnt.

Für die Überprüfung der Hypothese 2 muss die Divergenz von Analystenschätzungen approximiert werden. In Anlehnung an die Literatur wird hierzu die standardisierte Standardabweichung der Analystenschätzungen verwendet⁴⁹. Die Divergenz der Analystenschätzungen (DIVOP) ergibt sich durch:

$$DIVOP_i = \frac{\sigma_{Analystenschätzungen_i}}{\text{Mittelwert Analystenschätzungen}_i} \quad (3)$$

Die Kennzahl DIVOP wird nur für solche Emittenten ermittelt, für die im vierten Quartal 2006 mindestens drei Analystenschätzungen vorlagen. Die Beschränkung auf Schätzungen eines Quartals gewährleistet, dass vergleichbare Informationen vorlagen. Folglich wird die Wahrscheinlichkeit abweichender Schätzungen reduziert. Diese Bedingungen werden von 114 der 180 im Datensatz enthaltenen Emittenten erfüllt.

Die Testgleichung zur Überprüfung der Hypothese 2 lautet:

$$Relsp_i = \gamma_0 + \gamma_1 LN(Cap_i) + \gamma_2 [LN(Cap_i)]^2 + \gamma_3 Res_Cap_Analysten_i + \gamma_4 DIVOP_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

Abhängige Variable: Relsp, White-Verfahren		
Regressoren	Regressionskoeffizient	t-Statistik
Absolutglied	0,0489	12,104***
LN(Cap)	-0,0106	-9,364***
$[LN(Cap)]^2$	0,0006	7,660***
Res_Cap_Analysten	-0,0022	-3,729***
DIVOP	-0,0002	-0,098
F-Statistik (P-Wert)	73,93 (0,000)	
Adjustiertes Bestimmtheitsmaß	0,721	

*** signifikant mit einer zweiseitigen Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 1%

Tab. 9: Multiple Regressionsanalyse Liquidität und Divergenz der Analystenschätzungen

Aufgrund der Anforderungen an die Kennzahl DIVOP wurden insbesondere gering kapitalisierte Emittenten aus dem Datensatz entfernt. Trotzdem haben sich die Regressionskoeffizienten im Vergleich zu den vorherigen Schätzergebnissen nicht wesentlich geändert. Die Anzahl der Analysten nimmt weiterhin signifikanten Einfluss auf die durch den relativen Spread operationalisierte Liquidität der Wertpapiere.

Die Kennzahl DIVOP besitzt dagegen keinen Erklärungsgehalt für Variationen des relativen Spreads. Zudem wird dabei nicht das erwartete Vorzeichen des Regressionskoeffizienten ermittelt.

Dieser Befund könnte auf Schwächen dieser Kennzahl zurückgeführt werden. Allerdings kann auch unter Nutzung von Dummy-Variablen, die den Datensatz zwischen hoher und niedriger Divergenz differenzieren, kein signifikanter Einfluss der Divergenz der Analystenschätzung ermittelt werden. Der Spread sinkt mit steigender Anzahl der Analysten sogar dann, wenn deren Meinungen stark voneinander abweichen.

Hieraus kann die These abgeleitet werden, dass der Nutzen von Researchberichten für Kapitalmarktteilnehmer primär in der Verdichtung relevanter Informationen, jedoch nicht im Abbau von Informationsasymmetrien liegt.

46 Zu den Anforderungen an Instrumentvariablen vgl. Assenmacher, Einführung in die Ökonometrie, 6. Auflage 2002, S. 319.
 47 Zum Hausman-Wu-Test und zur 2SLS-Methode vgl. statt vieler ausführlich Wooldridge, Introductory Econometrics – A modern approach, 2006, S. 525ff.
 48 Vgl. Kähler, a.a.O. (Fn. 45), S. 119ff.
 49 Vgl. statt vieler Affleck-Graves et al., Journal of Accounting Research 2002 S. 565.

V. Fazit

Wertpapierliquidität ist für Anleger wertvoll. Ein Emittent sollte daher *grundsätzlich* bestrebt sein, die Liquidität der eigenen Anteile zu erhöhen, soweit dabei eine optimale Unternehmenskontrolle gewährleistet bleibt⁵⁰.

Die Liquidität der Unternehmensanteile kann sowohl durch Kapitalmaßnahmen als auch durch die Informationspolitik des Emittenten aktiv gesteuert werden. Hieraus folgt: „A firm that leaves all decisions that affect the liquidity of its stock in the hands of intermediaries and regulators is likely to pay an inflated cost of capital.“⁵¹

Gleichwohl wird die Liquidität der Unternehmensanteile stark durch die Unternehmensgröße beeinflusst. Der Wertbeitrag eines aktiven Managements des Liquiditätseffekts sollte daher auch nicht überschätzt werden.

Investor Relations Aktivitäten nehmen in der Regel eine unterstützende Funktion ein. Dabei spielen die Schätzungen von Wertpapieranalysten eine zentrale Rolle. Die empirischen Befunde für den deutschen Aktienmarkt zeigen, dass

die Wertpapierliquidität mit steigender Analystenzahl zunimmt. Für kleinere Emittenten, die sich nicht von selbst der Aufmerksamkeit von Analysten erfreuen, kann hieraus die Handlungsempfehlung abgeleitet werden, Analystencoverage gezielt einzukaufen⁵².

Zusätzlich wurde hier behauptet, dass sich eine Divergenz der Analystenschätzungen negativ auf die anteilsspezifische Liquidität auswirkt. Diese Hypothese musste jedoch abgelehnt werden. Die Liquidität der Unternehmensanteile nimmt selbst dann zu, wenn eine zunehmende Anzahl von Analysten Schätzungen mit höherer Streuung macht. Offensichtlich besteht daher der Wertbeitrag für die Zielgruppe von Analystenreports primär in der Informationsaufbereitung und Informationsverdichtung.

50 Zum Zielkonflikt zwischen Wertpapierliquidität und Unternehmenskontrolle vgl. ausführlich Rojahn/Elschen, FB 2009 S. 38 ff.

51 Amihud/Mendelson, Journal of Applied Corporate Finance, 2000/4 S. 16.

52 Vgl. Amihud/Mendelson, Journal of Applied Corporate Finance, 2000/4 S. 9.

Spürbare Belebung am Pfandbriefmarkt – vdp beobachtet zu Jahresbeginn zunehmende Emissionsaktivität

Am Pfandbriefmarkt verdichten sich die Anzeichen für eine durchgreifende Belebung. So wurden im Januar 2009 nach Erhebungen des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken vdp, Pfandbriefe im Gesamtvolumen von mehr als 8 Mrd. € begeben; davon entfielen etwa 4 Mrd. € auf Hypothekendarlehenpfandbriefe und öffentliche Pfandbriefe. Im Monat Dezember waren noch weniger als 7 Mrd. € abgesetzt worden. Die erste Kalenderwoche des Monats Februar hat mit einem Absatzvolumen von 3,6 Mrd. € die positive Tendenz des Jahresauftakts bestätigt.

„Die beiden Anfang Februar begebenen großvolumigen Pfandbriefemissionen – die ersten seit dem Spätsommer vergangenen Jahres – sind bei Investoren aus dem In- und Ausland sehr gut aufgenommen worden. Das stimmt uns zuversichtlich für den weiteren Jahresverlauf“, sagte *Hensing Rasche*, Präsident des Verbandes.

Getragen wird die positive Entwicklung vom Hypothekendarlehenpfandbrief, der seine Rolle als günstiges Refinanzierungsinstrument für Immobilienfinanzierer in der Finanzmarktkrise ausbauen konnte und von Investoren als sichere Anlage in unruhigen Zeiten hoch geschätzt wird.

Auch im von der Finanzmarktkrise demarkierten Jahr 2008 hat sich der Pfandbrief über weite Strecken als sehr robust erwiesen und war erst gegen Jahresende, nach der Lehman-Insolvenz, als eines der letzten Kapitalmarktinstrumente von der Krise erfasst worden. Insgesamt reichte die rege Emissionstätigkeit der ersten drei Quartale jedoch für einen Anstieg des Emissionsvolumens um rund 13% auf 153 Mrd. € aus. Das Wachstum wurde von einem kräftigen Anstieg der Emissionen von Hypothekendarlehenpfandbriefen getragen; hier steht mehr als eine Verdoppelung zu Buche, ein Plus von 131% auf 63,4 Mrd. € (2007: 27,5 Mrd. €).

Die Robustheit des Pfandbriefs lässt sich auch an der Spread-Entwicklung ablesen. Im Gegensatz zu Verbriefungen und pfandbriefähnlichen Produkten anderer Länder

weiteten sich die Pfandbrief-Spreads nur moderat aus – ein Beleg für das auch in der Krise ungebrochene Investorenvertrauen. „Der Pfandbrief hat 2008, trotz leichter Blessuren, seine Krisenfestigkeit erneut unter Beweis gestellt. Er ist und bleibt ein Garant für Qualität und Sicherheit“, erklärte vdp-Präsident *Rasche*.

Der Erfolg des Pfandbriefs fußt zum einen auf seiner makellosen Historie – noch nie in der mehr als 200-jährigen Geschichte ist ein Pfandbrief ausgefallen – und zum anderen auf der hohen Qualität der Deckungsmassen sowie den strengen gesetzlichen Regelungen, die seine Qualität garantieren. Mit der im Februar 2009 im Bundestag in dritter Lesung behandelten ersten Novelle des Pfandbriefgesetzes werden die anerkannten Qualitätsstandards weiter verbessert.

Die vom vdp angeregte Ausweitung der ursprünglich im Gesetzgebungsverfahren vorgesehenen Liquiditätsreserve von 90 auf 130 Tage hat dabei Eingang in die Gesetzesempfehlung des Parlaments gefunden. Auch die erhöhte Transparenz durch eine detailliertere Darstellung der Laufzeitstrukturen der Deckungsmassen ist verabschiedet worden.

Die Einschätzung des Verbandes und seiner Mitgliedsinstitute, dass der Pfandbrief seine Überlegenheit in puncto Sicherheit gegenüber MBS und anderen Refinanzierungsinstrumenten in Zukunft noch stärker ausspielen wird, stützt auch eine wissenschaftliche Studie. Sie wurde gemeinsam von *Prof. Markus Rudolf*, Inhaber des Dresdner Bank Stifungslehrstuhls für Finanzwirtschaft an der WIRU Otto Beisheim School of Management in Koblenz, und *Prof. Anthony Saunders*, John M. Schiff Professor of Finance an der Stern School of Business der New York University verfasst.

Das Gutachten der beiden Professoren weist nach, dass Ausfall- und Kreditrisiken eines Pfandbriefs im Vergleich zu Triple-A gerateten CDOs und MBSs eklatant geringer sind. Einer Modellrechnung zufolge müsste der Zinsaufschlag von MBS um das 4,2-fache höher als bei Pfandbriefen sein, um das höhere Risiko auszugleichen; bei CDOs entspräche der Zinsaufschlag dem 3,8-fachen.