

Unternehmens- gewinne und Aktienkurse

Die Aktienkurse in Deutschland waren in den letzten beiden Jahrzehnten – vor dem Hintergrund eines positiven Trends – erheblichen Schwankungen unterworfen. Die Gewinne der deutschen Aktiengesellschaften weisen ein ähnliches Verlaufsprofil auf. Dies stützt theoretische Überlegungen, die in den (diskontierten zukünftigen) Unternehmensgewinnen einen wichtigen „fundamentalen“ Bestimmungsfaktor der Aktienkurse sehen. Auffällig ist aber auch, dass es im Rückblick immer wieder massive Abweichungen zwischen der Aktienkurs- und der Gewinnentwicklung gegeben hat. Hier fällt insbesondere der New-Economy-Boom zur Jahrtausendwende auf. Fehleinschätzungen erwarteter Gewinne aufgrund von Herdenverhalten oder einer asymmetrischen Informationsverteilung sowie Überreaktionen der Anleger auf neue Nachrichten können zur Erklärung derartiger Aktienkursbewegungen beitragen. Der folgende Aufsatz untersucht die Zusammenhänge zwischen Unternehmensgewinnen und Aktienkursen näher. Er geht dabei auch auf gebräuchliche Kenngrößen für das Bewertungsniveau am Aktienmarkt ein. Eine wichtige Rolle bei deren Ermittlung spielen die Gewinn-schätzungen von Aktienanalysten. Diese Schätzungen erweisen sich allerdings als relativ träge und systematisch verzerrt, was bei der Interpretation berücksichtigt werden sollte.

Entwicklung von Aktienkursen, Unternehmensgewinnen und Dividendenzahlungen seit 1991

Empirischer
Verlauf von
Aktien-
kursen, ...

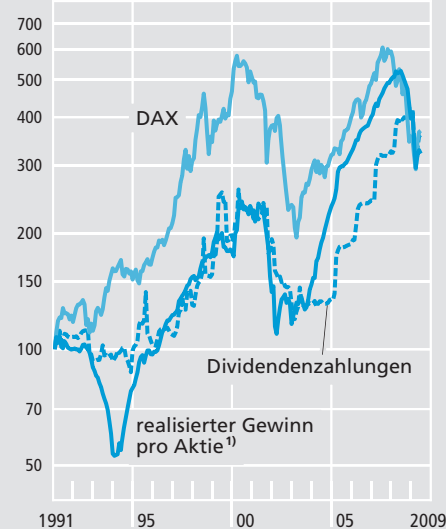
Die Kurse deutscher Aktien sind – gemessen am Deutschen Aktienindex DAX – von Anfang 1991 bis Mitte 2009 um das knapp 2,5-fache gestiegen.¹⁾ Allerdings ist die Entwicklung nicht kontinuierlich verlaufen: Einem steilen Anstieg insbesondere Ende der neunziger Jahre im Zuge des New-Economy-Booms auf einen Höchststand von über 8 000 Indexpunkten im März 2000 folgte ein massiver Rückgang: Bis zum Frühjahr 2003 verlor der DAX über 70 % an Wert. Mit der konjunkturellen Belebung der Weltwirtschaft und nachfolgend auch in Deutschland stiegen die Notierungen anschließend wieder an und erreichten im Sommer 2007 einen neuen Spitzenwert. Im Zuge der vom US-Immobilienmarkt ausgehenden Finanzkrise und den damit verbundenen Befürchtungen über die Solidität einiger Finanzinstitute sowie über das Ausmaß der erforderlichen Wertberichtigungen kam es erneut zu kräftigen Wertverlusten. Diese erreichten im März dieses Jahres mit rund 55 % gegenüber Sommer 2007 ihr Maximum, nachdem sich abgezeichnet hatte, dass die Finanzkrise zunehmend auf die Realwirtschaft übergreifen und auch eine deutliche Abkühlung der Weltkonjunktur nach sich ziehen würde. Vor dem Hintergrund der zuletzt beobachteten Stabilisierung im Finanzsektor und positiver Gewinnmeldungen einzelner Finanzinstitute kam es seitdem zu einer leichten Kurserholung.

... Gewinnen
und Dividenden

Die Unternehmensgewinne der DAX-Unternehmen entwickelten sich abgesehen von

Aktienkurse, realisierte Gewinne und laufende Dividendenzahlungen

Januar 1991 = 100,
Monatsendstände, log. Maßstab



Quelle: I/B/E/S und eigene Berechnungen. — 1 In den vergangenen 12 Monaten.

Deutsche Bundesbank

einer kurzen Phase Mitte der neunziger Jahre grundsätzlich ähnlich wie die Aktienkurse, blieben aber hinter dem Kursanstieg während des New-Economy-Booms zurück und weisen auch generell deutlich geringere Ausschläge auf.²⁾ Der ebenfalls relativ stete Verlauf der Dividenden deutet auf eine Politik der Dividendenkontinuität der Unternehmen hin, die Dividendenkürzungen offensichtlich zu vermeiden versuchen und die Ausschüttungen daher möglichst nur an permanente Gewinn-

¹ Dabei sind die Dividendenzahlungen eingerechnet (Performanceindex). Legt man die reinen Kurssteigerungen zugrunde, so beträgt der Anstieg des DAX seit 1991 knapp 130 %.

² Die hier verwendeten Gewinne und Dividenden beziehen sich jeweils auf den DAX-Performanceindex.

Gewinne aus gesamtwirtschaftlicher Sicht

Die Unternehmensgewinne sind eine entscheidende Erfolgsgröße in einer Marktwirtschaft. Perspektivisch kommt ihnen eine wesentliche Signal- und Steuerungsfunktion für Produktions- und Investitionsentscheidungen zu; außerdem sind sie eine wichtige Quelle der Eigenfinanzierung, und sie können den Unternehmen als Puffer dienen, um kurzfristige externe Preis- und Kostenschocks aufzufangen.

Die Ermittlung der Gewinne auf einzel- und gesamtwirtschaftlicher Ebene wird dadurch erschwert, dass sie sich im Allgemeinen als Restgröße errechnen. Erfassungs- und Bewertungsprobleme der Erlöse und Kosten sowie (bilanzielle) Gestaltungsspielräume können zu gravierenden Unterschieden in den ausgewiesenen Gewinnen führen. Gleichwohl sind sie eine wichtige Determinante der Kursentwicklung am Aktienmarkt, und sie spielen bei der Beurteilung des Bewertungsniveaus von Aktien eine zentrale Rolle.

Im Vordergrund dieses Berichts stehen daher die Gewinne der Aktiengesellschaften, und hier insbesondere die Gewinne der 30 Unternehmen, die im Deutschen Aktienindex DAX zusammengefasst sind. Ihr Gewinn lag im Jahr 2008 bei insgesamt rund 29 Mrd € (nach Steuern).

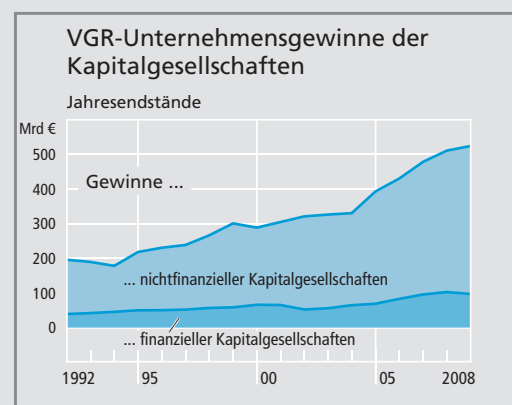
Die betrachteten DAX-Unternehmen bilden allerdings die heimische Wirtschaft angesichts ihrer Größe, sektoralen Zusammensetzung und internationalen Ausrichtung nur unvollständig ab. Um ein umfassenderes Bild von der Gewinnentwicklung heimischer Unternehmen zu erhalten, bietet es sich daher an, auf Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) zurückzugreifen.

Im System der VGR erhält man den Unternehmensgewinn (vor Steuern) der Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften (inklusive der Selbständigeneinkommen) im Sinne eines operativen Ergebnisses in einer bestimmten Periode aus der laufenden Produktionstätigkeit. Dabei wird der Betriebsüberschuss der Unternehmen noch korrigiert durch das Hinzurechnen (bzw. den Abzug) der empfangenen (geleisteten) Vermögenseinkommen im Zusammenhang mit der unternehmerischen Tätigkeit.¹⁾ Insgesamt betrug er 2008 rund 517 Mrd €; er hat sich damit seit Ende 1991 mehr als verdoppelt (siehe nebenstehende Abbildung). Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften trugen hierzu zuletzt etwa vier Fünftel bei.

1 Zu den empfangenen Vermögenseinkommen zählen vor allem Zinsen aus Einlagen und anderen Geldanlagen sowie Ausschüttungen aus Unternehmensbeteiligungen; geleistete Vermögenseinkommen sind insbesondere Zinszahlungen. Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Gesamtwirtschaftliche Ertrags- und Kostenentwicklung seit Anfang der neunziger Jahre, Monatsbericht, Dezember 2002, S. 39 ff. — 2 Vgl.: N. Schwarz, Einkommensentwicklung in Deutschland – Konzepte und Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, Wirtschaft und Statistik 3/2008, S. 197–206. — 3 Der

Die Entwicklung der Unternehmensgewinne reflektiert, dass zu Beginn dieses Jahrzehnts für viele Unternehmen die Konsolidierung ihrer Bilanzen im Vordergrund stand. Das (bis 2007) günstige weltwirtschaftliche Umfeld und die konjunkturelle Erholung in Deutschland haben sich – bei relativ moderaten Lohnsteigerungen – in einem kräftigen gesamtwirtschaftlichen Gewinnanstieg niedergeschlagen. Außerdem dürfte auch die gestiegene Bedeutung der Unternehmen in den Rechtsformen von Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften zu dem Gewinnwachstum beigetragen haben.²⁾ Der Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 sowie die anschließende kräftige gesamtwirtschaftliche Kontraktion weltweit und in Deutschland führten dann aber sowohl zu einem Rückgang der Gewinne finanzieller Kapitalgesellschaften als auch zu einer spürbar abgebremsten allgemeinen Gewinnentwicklung.

Die VGR-Sektoren „nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“ und „finanzielle Kapitalgesellschaften“ umfassen nicht nur Kapitalgesellschaften im engeren Sinne wie Aktiengesellschaften (AG) und Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH), sondern auch Quasi-Kapitalgesellschaften (z.B. Offene Handelsgesellschaften (OHG) und Kommanditgesellschaften (KG)). AGs werden in der VGR nicht gesondert erfasst. Einen Richtwert für die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Gewinne von AGs liefert die Unternehmensbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank, die auf Jahresabschlüssen nichtfinanzieller Unternehmen basiert.³⁾ Danach betrug der Gewinnanteil vor Steuern der AGs an allen Kapitalgesellschaften zuletzt knapp über 25%.⁴⁾



Bundesbank stehen hierzu jährlich mehr als 100 000 Jahresabschlüsse deutscher Unternehmen für Auswertungen zur Verfügung. Gemessen an den Umsätzen der Umsatzsteuerstatistik des Statistischen Bundesamtes repräsentieren die im Datenpool erfassten Unternehmen etwa zwei Drittel der Geschäftstätigkeit der deutschen Firmen außerhalb des Finanzsektors. — 4 Diese Zahlen beziehen sich auf das Jahr 2006, in dem 56 009 Kapitalgesellschaften in die Untersuchung eingeflossen sind. Davon handelte es sich bei 2 220 Unternehmen um AGs.

änderungen anpassen.³⁾ Zum einen zeigt sich dies Mitte der neunziger Jahre sowie in jüngster Zeit, als die Dividenden bei rückläufigen Gewinnen weitgehend stabil blieben beziehungsweise in geringerem Maße sanken. Zum anderen fielen die Ausschüttungen nach 2003 hinter die Gewinne zurück, als die Unternehmen den Gewinnanstieg zunächst offensichtlich vor allem für höhere Thesaurierungen und eine „Sanierung“ ihrer Bilanzen nutzten (zur Gewinnentwicklung aus gesamtwirtschaftlicher Sicht siehe auch die Erläuterungen auf S. 17).

Trotz dieser Unterschiede im Detail sind die realisierten Gewinne und die laufenden Dividenden im Beobachtungszeitraum im Durchschnitt mit ähnlichen Raten gewachsen wie die Aktienkurse. Alles in allem lagen die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten seit 1991 zwischen 6 % und 7 % pro Jahr. Dieser Befund steht im Einklang mit theoretischen Überlegungen zum Zusammenhang der genannten Größen.

Zusammenhang zwischen Gewinnen und Aktienkursen: theoretische Überlegungen

Aktienkurse nicht ausschließlich von Fundamentalfaktoren abhängig

Der Kurs einer rational bewerteten Aktie sollte in einem vollkommenen Markt dem Barwert der künftig erwarteten Dividenden entsprechen. Dabei setzt sich der Diskontierungsfaktor aus dem risikofreien Zinssatz und einer Risikoprämie zusammen, die Anleger als Kompensation für die Unsicherheit der Dividendenströme verlangen. Die Erfahrung zeigt aber, dass Aktienkurse mitunter Werte an-

nehmen, die zumindest im Nachhinein nicht im Einklang mit einer rationalen Bewertung stehen. Hierzu zählen sogenannte Vermögenspreisblasen, die sich als eine starke Abweichung von der fundamental gerechtfertigten Bewertung identifizieren lassen. Bei der Entstehung von Vermögenspreisblasen können unter anderem Herdenverhalten und eine asymmetrische Informationsverteilung unter den Anlegern sowie Überreaktionen auf veränderte Gewinnerwartungen eine Rolle spielen. Auch psychologisch bedingte Verhaltensweisen auf Seiten der Anleger, deren Auswirkungen im Rahmen der Behavioural Finance untersucht werden, können zur Erklärung nicht fundamental begründeter Aktienkursbewegungen beitragen.

Für die Beurteilung des fundamental gerechtfertigten Bewertungsniveaus von Aktien sind im Rahmen des Dividendendiskontierungsansatzes Unternehmensgewinne eine wichtige Größe. Andere einfache Messgrößen für eine Bewertung des Aktienkursniveaus sind das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und die Dividendenrendite, die den laufenden oder erwarteten Gewinn beziehungsweise die Dividende in Relation zum Aktienkurs abbilden. Ein verwandter Indikator ist das sogenannte Fed-Modell, das der Differenz zwischen dem inversen KGV – der Gewinnrendite – und einem sicheren Zinssatz entspricht und sich als Risikoaufschlag gegenüber einer sicheren Anlage interpretieren lässt.

Messgrößen auf der Grundlage von Gewinnen und Dividenden

³ Mögliche Gründe für eine Politik der Dividendenglättung sind Marktfriktionen (z. B. asymmetrische Informationsverteilung). Bei einem vollkommenen Kapitalmarkt erweist sich dagegen die Ausschüttungspolitik als irrelevant. Vgl.: M. H. Miller und F. Modigliani (1961), Dividend Policy Growth and the Valuation of Shares, in: Journal of Business 34, S. 411–433.

Während der Vergleich solcher Messgrößen über verschiedene Marktsegmente oder nationale Aktienmärkte aufgrund von Unterschieden zwischen den Risikoprämien, der Rechnungslegung und den Realzinsen als problematisch gilt, ist ihre Interpretation im Vergleich mit einem als fundamental gerechtfertigt erachteten langfristigen Durchschnitt weit verbreitet. Hierbei werden aus Abweichungen von diesem Durchschnitt Rückschlüsse auf die Angemessenheit der Bewertung gezogen. Überschreitet (unterschreitet) beispielsweise das aktuelle KGV seinen langfristigen Durchschnittswert, dann erscheinen die Aktien – gemessen an den tatsächlichen beziehungsweise erwarteten Gewinnen – als hoch (niedrig) bewertet. Dieses Vorgehen hat den Vorteil der Komplexitätsreduktion, lässt sich aber auch empirisch rechtfertigen (vgl. S. 24). Eine Schwachstelle bei der üblichen Berechnungsweise ist, dass nur der Gewinn beziehungsweise die Dividende einer Periode als Bewertungsgrundlage verwendet und als repräsentativ für die gesamte Zukunft angesehen wird; bei Verwendung durchschnittlicher Größen wird der Barwerteffekt der zeitlich näheren Überschüsse beziehungsweise Ausschüttungen vernachlässigt.

Dividendenbarwertmodelle

Dividendenbarwertmodelle vermeiden diese Nachteile. Sie basieren auf der Diskontierung aller zukünftigen Dividenden mit der erwarteten realen Aktienrendite – also der Summe aus sicherem Zins und Aktienrisikoprämie – als Diskontfaktor. In der einfachen Variante des Modells werden die zukünftigen Dividendenzahlungen ermittelt, indem die aktuelle Dividende zugrunde gelegt und eine konstante Dividendenwachstumsrate unterstellt

wird. Im dreistufigen Dividendenbarwertmodell, das auch von der Bundesbank verwendet wird, werden drei Phasen des Dividendenwachstums unterschieden. Während in der ersten Phase von einem konstanten Dividendenwachstum ausgegangen wird, nähert sich die Wachstumsrate in der zweiten Phase annahmegemäß linear ihrem langfristigen Gleichgewichtswert an, der in der dritten Phase erreicht wird.⁴⁾ In der Praxis wird das Modell häufig nach der Aktienrisikoprämie aufgelöst, deren Vergleich mit einem langfristigen Durchschnittswert eine Abschätzung des Bewertungsniveaus ermöglicht. Eine hohe Aktienrisikoprämie deutet auf eine vergleichsweise große Zurückhaltung der Anleger und demzufolge eine relativ niedrige Kursbewertung hin.

Im Dividendenbarwertmodell haben Änderungen der Dividendenwachstumsraten insbesondere dann einen erheblichen Einfluss auf das Kursniveau, wenn die unterstellte langfristige Dividendenwachstumsrate nahe bei der erwarteten Aktienrendite liegt.⁵⁾ Für

⁴ Zu Einzelheiten vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, März 2003, S. 36 ff.

⁵ Im dreistufigen Dividendenbarwertmodell, das eine Weiterentwicklung des einfachen Gordon-Wachstumsmodells darstellt, gilt für das Kursniveau P_t näherungsweise:

$$P_t = \frac{D_t \left[(1+g) + (A+\frac{B}{2})(g_t^* - g) \right]}{(ERP_t + r_t) - g}$$

wobei D_t die erwartete Dividende zum Zeitpunkt t , g_t^* die auf Analystenschätzungen basierende reale Dividendenwachstumsrate und A sowie B die Dauer der ersten bzw. zweiten Dividendenwachstumsphase in Jahren wiedergeben. Die unterstellte langfristige reale Dividendenwachstumsrate g hat einen hohen Einfluss auf den Barwert. Je näher g bei der erwarteten Aktienrendite (Aktienrisikoprämie ERP_t plus Realzins r_t) liegt und je geringer damit der Nenner des Bruchs ausfällt, desto stärker wirken sich Änderungen der verwendeten Variablen auf das Kursniveau aus. Das Modell ist nicht lösbar, wenn g der erwarteten Aktienrendite entspricht oder diese übertrifft.

die Aussagekraft und Interpretation des Modells ist es daher von zentraler Bedeutung, dass die angenommenen Dividendenwachstumsraten die tatsächlichen Erwartungen der Anleger korrekt wiedergeben und gute Schätzwerte für die tatsächliche Dividendenentwicklung sind.

Analystenschätzungen als Messgröße für erwartete Unternehmensgewinne

Datenquellen

Aus Analystenschätzungen ermittelte erwartete Gewinne

Ein gebräuchliches Maß für die erwarteten Unternehmensgewinne sind Analystenschätzungen. Im Zusammenhang mit Untersuchungen zu Analystenprognosen stellt die I/B/E/S-Datenbank (Institutional Brokers Estimate System) die am häufigsten verwendete Datenquelle dar.⁶⁾ Diese Datenbank enthält Schätzungen des Bilanzgewinns über unterschiedliche Zeithorizonte zwischen 12 Monaten und fünf Jahren. Der Fokus der Marktteilnehmer richtet sich überwiegend auf die nächsten 12 Monate, weshalb sich auch der Großteil der Prognosen auf das laufende und das nächste Geschäftsjahr bezieht. Für die Unternehmen des Deutschen Aktienindex DAX stehen seit 1991 im Durchschnitt monatlich knapp 30 Vorhersagen pro Unternehmen für den 12-monatigen Ausblick zur Verfügung. Diese vergleichsweise hohe Prognosedichte zeigt, dass Analysten vor allem große Unternehmen im Blickpunkt ihrer Tätigkeit haben.⁷⁾ Für die beobachteten Unternehmen bedeutet eine höhere Analystenabdeckung ein verbessertes Informationsumfeld, das sich

letztlich in einer qualitativ besseren Konsensprognose niederschlagen sollte.⁸⁾

Die auf Einzelunternehmensebene ermittelte durchschnittliche Prognose der Analysten wird gemäß der Marktkapitalisierung des jeweiligen Unternehmens gewichtet und zu einer Gesamtzahl für den Index aufaddiert. Allerdings erneuern die Analysten ihre Prognosen in der Regel nicht in monatlicher Frequenz. Für die DAX-Unternehmen zeigt sich, dass bei monatlicher Betrachtung seit 1991 nur ungefähr jede vierte Schätzung revidiert wird.⁹⁾ Auch wenn sich dieses Verhältnis seit dem Jahr 2000 auf durchschnittlich knapp ein Drittel (32 %) erhöht hat, bedeutet dies immer noch, dass die überwiegende Anzahl der in den Gesamtindex einfließenden Prognosen denjenigen des Vormonats entspricht. Dies führt – wie unten näher ausgeführt wird – unter anderem dazu, dass sich die (durchschnittlichen) Gewinnprognosen nur zögerlich an abrupt eintretende neue Entwicklungen anpassen.

6 Dabei handelt es sich um Vorhersagen sog. Sell-Side-Analysten, deren Berichte sich nicht primär an den eigenen Arbeitgeber, sondern an externe Adressaten richten. Demgegenüber sind Buy-Side-Analysten in der Regel Angestellte von institutionellen Anlegern. Sie haben zum Ziel, den eigenen Managern fundierte Entscheidungshilfen für den Ankauf von Wertpapieren zu liefern, die aber nicht veröffentlicht werden. Aufgrund dieser unterschiedlichen Ausrichtung und dadurch abgeleiteter unterschiedlicher Zielfunktionen werden die beiden Gruppen in der Literatur oft gesondert behandelt.

7 Zum Vergleich: Beim breiter gefassten Dow Jones EuroStoxx entfallen seit seiner Auflegung im Jahr 1999 im Monatsdurchschnitt knapp 18 Analystenprognosen auf ein Unternehmen. Quelle: I/B/E/S, eigene Berechnungen.

8 Vgl. z.B.: R. Frankel, S. P. Kothari und J. Weber (2006), Determinants of the Informativeness of Analyst Research, in: Journal of Accounting and Economics 41, S. 29–54.

9 Im Falle unveränderter Schätzungen liegen keine Informationen vor, inwieweit sie aktualisiert worden sind.

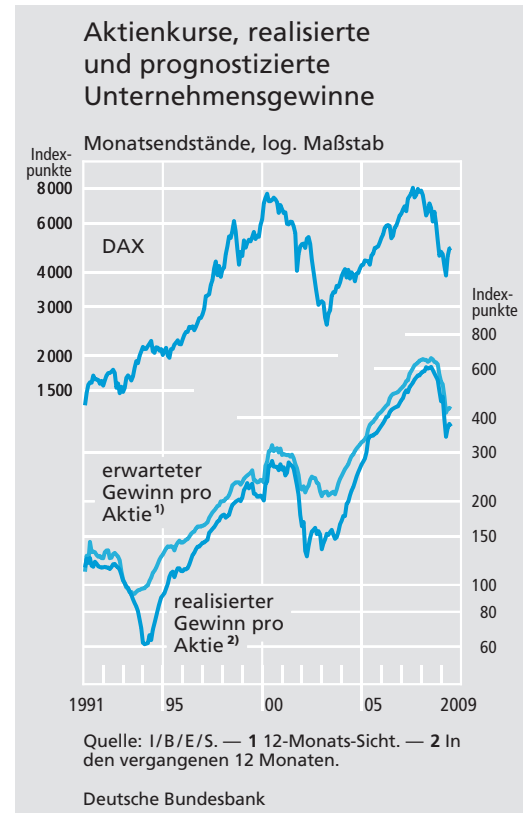
Analyse der Gewinnentwicklung

Seit 1991
überwiegend
Gewinn-
steigerungen
erwartet

Seit 1991 erwarteten die Analysten von wenigen Ausnahmen abgesehen ein (positives) Gewinnwachstum für deutsche Unternehmen. Die für die jeweils folgenden 12 Monate prognostizierten Gewinne lagen fast immer über den realisierten Gewinnen der vorangegangenen 12 Monate (vgl. nebenstehendes Schaubild). Trotz eingebrochener Gewinnerwartungen im Zusammenhang mit der aktuellen Finanzkrise gehen die Analysten auch derzeit von einem Gewinnanstieg in den nächsten 12 Monaten aus (+ 15 %).

New-Economy-
Blase versus
Finanzkrise

Bezüglich der Gewinnentwicklung sind zwischen dem Aktienboom Ende der neunziger Jahre und der aktuellen Finanzkrise deutliche Unterschiede erkennbar. So stiegen die Kurse der 30 wichtigsten deutschen Aktien während der Entstehung der High-Tech-Blase deutlich stärker als die erwarteten Gewinne, und auch der anschließende Kursrutsch übertraf die Korrektur bei den erwarteten Gewinnen merklich. Dagegen verliefen sowohl der bis 2007 folgende Kursaufschwung als auch der nachfolgende kräftige Kurseinbruch weitgehend im Einklang mit den erwarteten Gewinnen. Diese unterschiedliche Entwicklung manifestiert sich in einer tieferen Untersuchung der Analystenrevisionen. Während des Booms um die Jahrtausendwende überstieg bereits Anfang 1999 die Anzahl der nach unten revidierten Gewinnschätzungen die der Revisionen nach oben. Zu diesem vergleichsweise frühen Zeitpunkt überwog bei den zu den DAX-Unternehmen befragten Analysten also bereits die Skepsis, ob die bis dahin erwarteten Gewinne auch tatsächlich realisiert



werden würden. Der sich trotzdem bis in das Jahr 2000 fortsetzende Kursanstieg führte somit zu einer zunehmenden Abkopplung der Kurse von den erwarteten Gewinnen. In dem der aktuellen Krise vorangehenden Aufschwung, der im Vergleich zum New-Economy-Boom sektoral wesentlich breiter fundiert war, übertraf die Anzahl der nach unten revidierten Gewinnschätzungen die der Revisionen nach oben erst im Oktober 2007 – und damit nach Überschreiten des Höhepunkts am Aktienmarkt. Offenbar wurden die Aktienanalysten von der Krise überrascht, zumal die realwirtschaftlichen Prognosen zu dem damaligen Zeitpunkt keinen abrupten konjunkturellen Einbruch signalisierten.

Der 2007 beobachtete Rückkopplungseffekt von den Aktienkursen auf die Gewinnschät-

Welche Determinanten beeinflussen die Güte der Gewinnschätzungen von Wertpapieranalysten?

Wertpapieranalysten fungieren in gewisser Weise als Bindeglied zwischen den von ihnen beobachteten Unternehmen und potenziellen Investoren beziehungsweise Marktbeobachtern, sodass sie auch als Informationsintermediäre angesehen werden können. Ihre Aufgabe besteht darin, eine Vielzahl von Informationen unterschiedlicher Qualität zu sammeln, auszuwerten und – im Fall einer Gewinnschätzung – zu einer einzigen Zahl zu verdichten. Das Ergebnis ihrer Analyse wird in der Regel prominent veröffentlicht, wohingegen zu dem vorangegangenen Entscheidungsfindungsprozess keine Informationen bekannt gegeben werden. Allerdings ermöglicht erst die Kenntnis der die Entscheidung beeinflussenden Faktoren, fundierte Aussagen über die Qualität und Rationalität der gemachten Prognosen zu treffen. Im Folgenden werden verschiedene Determinanten analysiert, die auf den Entscheidungsprozess und die Prognosegüte eines Wertpapieranalysten einen Einfluss haben können. Dabei wird unterschieden, inwieweit einerseits das individuelle Umfeld die Vorhersagequalität bestimmt und andererseits öffentlich verfügbare Informationen ihren Niederschlag in den Prognosen finden.¹⁾

Unabhängig von den zu überprüfenden Determinanten muss im Rahmen einer empirischen Untersuchung zur Prognosequalität grundsätzlich für den Vorhersagehorizont kontrolliert werden, der als zeitliche Differenz (in der Regel in Monaten) zwischen der Prognoseerstellung und dem Ende des prognostizierten Geschäftsjahres definiert wird. Erwartungsgemäß ergibt sich hier ein negativer Zusammenhang: Mit zunehmendem Prognosehorizont nimmt die Qualität der Vorhersagen ab. Ebenso kann auch das jeweilige Geschäftsjahr einen spezifischen Einfluss ausüben, was in einer Analyse entsprechend berücksichtigt werden muss.

Analysten- und brokerspezifische Faktoren

Unterschiede in der Prognosequalität einzelner Analysten lassen sich zum Teil mit dem individuellen Umfeld beziehungsweise analytenspezifischen Eigenschaften erklären.²⁾ Verschiedene Studien zeigen etwa, dass eine lange Berufserfahrung die Prognosequalität signifikant positiv beeinflusst. Begründet wird dies zum einen mit einem Learning-by-doing-Effekt: Eine längere Ausübung der Analyistentätigkeit trägt zu einer größeren Erfahrung in diesem Berufsfeld bei, was entsprechend zu besseren Vorhersageergebnissen führt. Darüber hinaus führen Hong und

Kubik (2003) für in den USA tätige Analysten an, dass eine Weiterbeschäftigung in dieser Branche eng an die Qualität der Prognosen geknüpft sei.³⁾ Das bedeutet, dass Analysten mit vergleichsweise vielen Berufsjahren bereits einen Selektionsprozess durchlaufen haben, in dem sie sich gegen andere Konkurrenten durchgesetzt haben. Allerdings hat sich die positive Korrelation von Berufserfahrung und Prognosequalität insbesondere für europäische Analysten als schwach oder gar nicht vorhanden herausgestellt, wofür als Begründung unter anderem eine andere Anreizstruktur angeführt wird.⁴⁾ Die Literatur differenziert daher noch einmal zwischen allgemeiner und unternehmensspezifischer Berufserfahrung. Letztere bezieht sich ausschließlich auf den Zeitraum, über den ein einzelner Analyst ein bestimmtes Unternehmen beobachtet. Der dabei gefundene positive Zusammenhang erweist sich in der empirischen Analyse in der Regel als robust, was unter anderem auf eine mit zunehmenden Berufsjahren immer besser etablierte Kommunikationsstruktur des Analysten zum Management des beobachteten Unternehmens zurückgeführt werden kann.

Eine weitere analytenspezifische Determinante, die in empirischen Studien auf einen potenziellen Effekt hin untersucht wird, ist die Anzahl der Prognosen, die ein Analyst in einem Geschäftsjahr für ein Unternehmen erstellt. Wenn eine große Anzahl von Revisionen notwendig ist, deutet dies auf Schwierigkeiten einer adäquaten Einschätzung hin, was gerade zu Beginn des Geschäftsjahres zu einem entsprechenden negativen Zusammenhang zwischen dieser Variable und der Prognosegüte führt. Dagegen sollte zum Ende des Geschäftsjahres die entsprechende Anzahl der Revisionen für die notwendigen Angleichungen gesorgt haben, sodass kein statistisch signifikanter Unterschied mehr feststellbar ist.

Zu der Gruppe der brokerspezifischen Faktoren zählt etwa die Größe des Portfolios, das ein einzelner Analyst zu betreuen hat. Hier geht die Theorie von einem negativen Zusammenhang aus: Je mehr Unternehmen beziehungsweise Sektoren ein Analyst zu beobachten hat, desto weniger Zeit bleibt ihm für die Analyse eines bestimmten Unternehmens, was sich entsprechend an einem signifikant größeren Prognosefehler ablesen lässt.

Auch die Größe des Arbeitgebers, bei dem der Analyst beschäftigt ist, erweist sich in verschiedenen Studien als statistisch signi-

1 Für einen aktuellen Forschungsüberblick zu Analystenschätzungen vgl.: S. Ramnath, S. Rock und P. Shane (2008), The Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Suggestions for Future Research, in: International Journal of Forecasting 24, S. 34–75. — 2 Vgl. z.B.: M.B. Clement (1999), Analyst Forecast Accuracy: Do Ability, Resources, and Portfolio Complexity Matter?, in: Journal of Accounting and Economics 27, S. 285–303. — 3 Vgl.: H. Hong und J.D. Kubik (2003), Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased

Forecasts, in: Journal of Finance 58, S. 313–351. — 4 Vgl.: G. Bolliger (2004), The Characteristics of Individual Analysts' Forecasts in Europe, in: Journal of Banking and Finance 28, S. 2283–2309. Demnach ist die Leistungsbeurteilung eines einzelnen Analysten in Europa nicht so eng wie in den USA an den individuellen Vorhersagefehler geknüpft. — 5 Vgl.: G. Bolliger (2004), a.a.O. — 6 Vgl.: L.D. Brown (2001), How Important is Past Analyst Forecast Accuracy?, in: Financial

fikant. Insbesondere US-amerikanische Studien zeigen, dass Analysten, die bei größeren Analysehäusern beschäftigt sind, bessere Prognosen erstellen als ihre Kollegen aus kleineren Häusern. Eine mögliche Begründung dafür könnte zum einen darin liegen, dass die Analysten großer Brokerhäuser einen leichteren Zugang zum Unternehmensmanagement haben. Auch könnte ihnen eine bessere Ressourcenausstattung zur Verfügung stehen. Nicht zuletzt auf Grund der zuvor genannten Gründe gelten die größeren Analystenhäuser als die attraktiveren Arbeitgeber, so dass möglicherweise auch die besseren Analysten dort beschäftigt sind. Allerdings lässt sich dieses Argument nicht ohne Weiteres auf den europäischen Markt übertragen, da die Analystenhäuser bei der Auswahl ihrer zukünftigen Mitarbeiter nicht in derselben Ausschließlichkeit wie in den USA auf die vergangene individuelle Prognosequalität setzen.⁹⁾

Auch wenn mit Hilfe der zuvor genannten Variablen versucht wird, einen möglichst großen Teil der unterschiedlichen Prognosequalität mit analysten- und brokerspezifischem Verhalten zu erklären, bleibt doch ein großer unerklärter Rest, der dazu führt, dass sich in der Regel neben den genannten Determinanten auch die vergangene analysten-spezifische Prognosequalität als hoch signifikant herausstellt. So zeigt Brown (2001), dass ein einfaches Modell, in dem ausschließlich die individuelle vergangene Prognosequalität als erklärende Variable enthalten ist, einen genauso guten Erklärungsgehalt liefert wie ein Modell mit den zuvor beschriebenen Charakteristika des Analysten.⁹⁾

Verarbeitung allgemein verfügbarer Informationen

Wie bereits erwähnt besteht die eigentliche Leistung eines Finanzanalysten darin, vorhandene Informationen zu sammeln, zu gewichten und zu komprimieren. Eine wichtige und in der Literatur intensiv diskutierte Informationsquelle stellt fraglos die aktuelle Durchschnittsprognose der anderen Analysten-Kollegen dar. Dabei befindet sich der einzelne Analyst zunächst in der gleichen Situation wie die anderen, unbeteiligten Marktteilnehmer. Auf der einen Seite kennt er zwar das Ergebnis der vorliegenden Konsens-Schätzung, auf der anderen Seite weiß er nicht, welche Faktoren bei seinen Kollegen im Entscheidungsprozess eine Rolle gespielt haben. Im Gegensatz zu anderen Marktteilnehmern hat der Analyst auf Grund seiner eigenen Prognose

allerdings eine Vorstellung davon, wie sich die Konsensschätzung ändern könnte.

Nach der Definition von Banerjee (1992) wird das Verhalten des einzelnen Analysten genau dann als nicht rationales Herdenverhalten klassifiziert, wenn sich seine Prognose ausschließlich aus der Konsensschätzung der anderen Analysten speist und er eigene Informationen entsprechend vernachlässigt.⁷⁾ Empirisch ist ein Verhalten nach dieser Definition allerdings schwer nachzuweisen. Da verschiedene Analysten normalerweise auf ähnliche Informationssignale reagieren, ist es wahrscheinlich, dass sie auch zu ähnlichen Empfehlungen kommen. In diesem Fall ist es also nicht eindeutig, ob Parallelbewegungen bei den Gewinnrevisionen der Analysten auf Herdenverhalten oder lediglich auf die gleiche Informationsgrundlage zurückzuführen sind. Clement, Hales und Xue (2007) weisen für die USA nach, dass die Konsensprognose durchaus auf rationale Weise verwertet wird. Danach bezieht ein einzelner Analyst die Informationen aus der Gemeinschaftsvorhersage umso stärker in die eigene Prognose ein, je größer die Anzahl der Analysten ist, die an der entsprechenden Prognose beteiligt waren.⁸⁾ In diesem Fall – wenn der Analyst die Konsensprognose als eine von mehreren Informationsquellen benutzt – kann sie zu einer Verbesserung der eigenen Prognosequalität führen.⁹⁾ Insofern wäre es zu voreilig, den Nachweis eines Einflusses der Konsensprognose auf die Analystenentscheidung als nicht rationales Verhalten zu charakterisieren. Für Deutschland weisen Naujoks et al. (2009) sogar nach, dass die Analysten sich in ihren Prognosen systematisch von der Konsensprognose absetzen, um besser wahrgenommen zu werden („Anti-Herding“).¹⁰⁾

Ähnlich wie bei der Konsensprognose verhält es sich mit der vergangenen Aktienkursentwicklung. Auch wenn es sich um öffentlich bekannte und verfügbare Informationen handelt, kann die Berücksichtigung der Aktienkurse durchaus zur Verbesserung der Qualität von Gewinnprognosen beitragen.¹¹⁾

Eine weitere Informationsquelle, bei der man ein ähnliches Analystenverhalten erwarten würde, ist der makroökonomische Ausblick. Sowohl unerwartete Veränderungen als auch eine gestiegene Unsicherheit bezüglich der zukünftigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sollten die analysten-spezifische Gewinnprognose entsprechend beeinflussen.

Analysts Journal 57, S. 44–49. — 7 Vgl.: A.V. Banerjee (1992), A Simple Model of Herd Behavior, in: Quarterly Journal of Economics 57, S. 797–817. — 8 Vgl.: M.B. Clement, J. Hales und Y. Xue (2007), When Do Financial Analysts Look to Others for Answers?, Working Paper. — 9 D. Bernhardt, M. Campello und E. Kutsoati (2006), Who herds?, in: Journal of Financial Economics 80, S. 657–675 zeigen, dass Veränderungen in der Konsensprognose durchaus relevante und

wertvolle Informationen enthalten, die von dem einzelnen Analysten nicht ignoriert werden dürfen. — 10 Vgl.: M. Naujoks, K. Aretz, A. Kerl und A. Walter (2009), Do German Security Analysts Herd?, in: Financial Markets and Portfolio Management 23, S. 3–29. — 11 Vgl.: T. Lys und S. Sohn (1990), The Association Between Revisions of Financial Analysts Earnings Forecasts and Security-Price Changes, in: Journal of Accounting and Economics 13, S. 341–363.

Granger-Kausalität von Aktienkursen und erwarteten Gewinnen

zungen lässt sich generell nachweisen. Analysten beziehen die vergangenen Kursbewegungen der Aktie des betrachteten Unternehmens durchaus in ihre Schätzung ein. Mit Hilfe eines Granger-Kausalitäts-Tests kann die Hypothese, dass vergangene Aktienkurse keinen Einfluss auf die Gewinnerwartungen haben, im Beobachtungszeitraum von 1991 bis 2009 auf dem 1%-Niveau abgelehnt werden.¹⁰ Dieser empirische Befund legt eine vorsichtige Verwendung der Barwertmodelle nahe, da diese annehmen, dass die Gewinnprognosen unabhängig von den vergangenen Kursentwicklungen geschätzt werden. Um diese Interpretation zu untermauern, müssen Einzelschätzungen der Analysten und ihre Anpassung im Zeitverlauf jedoch genauer untersucht werden, da bisher nicht berücksichtigt wurde, von wann die einzelnen in die Konsensprognose einfließenden Schätzungen stammen (vgl. Erläuterungen auf S. 22 f.). Als ein zweites Resultat ergibt sich aus dem auf monatlicher Frequenz beruhenden Granger-Kausalitäts-Test kein marktrelevanter Einfluss der Gewinnschätzungen auf zukünftige Aktienkurse. Dies widerspricht jedoch nicht notwendigerweise dem Dividendenbarwertmodell, da man bei informations-effizienten Märkten eine mögliche Reaktion der Aktienkurse auf veränderte Gewinnerwartungen deutlich eher erwarten würde. Die sich aus dem VAR-Modell ergebenden Impuls-Antwort-Folgen bestätigen eine entsprechende unmittelbare Reaktion der Aktienrenditen auf eine Veränderung der Gewinnerwartungen.

Kenngrößen auf der Grundlage von Analystenschätzungen

Der Zusammenhang von Aktienkursen und Gewinnerwartungen liegt auch anderen populären Bewertungsmaßstäben für den Aktienmarkt zugrunde.¹¹ Die Analystenschätzungen bilden in der Praxis häufig die Grundlage für die Ermittlung von KGV, Dividendenrenditen oder Aktienrisikoprämien aus Dividendenbarwertmodellen. Zur Beurteilung des fundamental gerechtfertigten Bewertungsniveaus werden diese – wie oben erläutert – mit ihrem langjährigen Durchschnitt verglichen. Dahinter steht die Annahme, dass die Gewinnschätzungen repräsentativ für die zukünftige Entwicklung der Gewinne beziehungsweise Dividenden sind und der historische Durchschnitt der Kennzahlen einem Gleichgewichtswert ähnelt, von dem die laufenden Werte nur vorübergehend – zum Beispiel wenn nichtfundamentale Einflüsse die Kursentwicklung temporär dominieren – abweichen, zu dem sie aber langfristig zurückkehren („mean reversion“). Im Fall des KGV erscheint dies plausibel und lässt sich auch empirisch anhand von einschlägigen ökonometrischen Tests (Einheitswurzeltests) bestätigen.

Beurteilung des Bewertungsniveaus

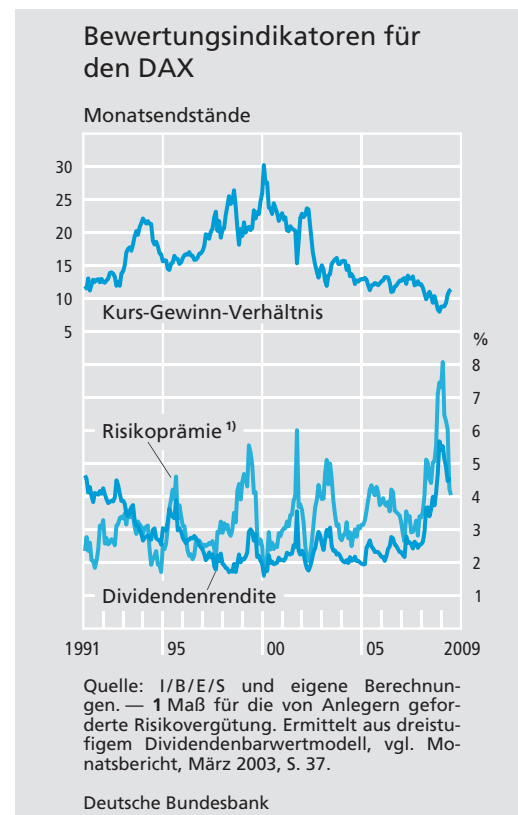
¹⁰ Zwischen den beiden Zeitreihen kann keine ökonomische Gleichgewichtsbeziehung (Kointegration) nachgewiesen werden. Daher werden für die ökonometrische Analyse die beiden Variablen in ihren ersten (logarithmierten) Differenzen in einem vektorautoregressiven (VAR-)Modell untersucht. Mit dessen Hilfe lassen sich Aussagen über den dynamischen Zusammenhang zwischen den darin abgebildeten (endogenen) Größen treffen. Hierauf zielt insbesondere das Konzept der Granger-Kausalität ab, bei dem auf einen möglichen Einfluss der verzögerten Werte der einen Variable auf den aktuellen Wert der anderen Variable getestet wird.

¹¹ Vgl.: J. Y. Campbell und R. J. Shiller (2001), Valuation Ratios and the Long-run Stock Market Outlook: An Update, NBER Working Paper 8221.

Beim KGV zeigt sich allerdings auch, dass der über den gesamten Beobachtungszeitraum ex post ermittelte Durchschnitt von zu früheren Zeitpunkten ermittelten Durchschnitts erheblich abweichen kann und der „Gleichgewichtswert“ daher mit Unsicherheit behaftet ist. Zudem weisen die Zeitintervalle zwischen zwei Schnittpunkten des KGV mit seinem Durchschnitt sehr unterschiedliche Längen auf, die zwischen einem Monat (im Jahr 2001) bis knapp sieben Jahren betragen.

*KGV,
Dividenden-
rendite und
Aktienrisiko-
prämie*

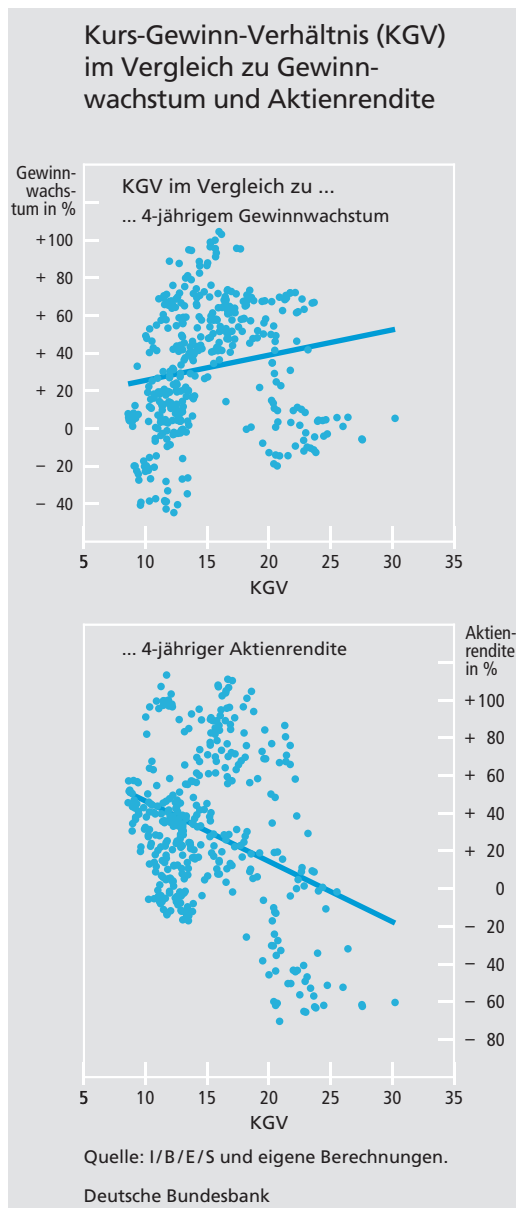
Die Entwicklung der Kennzahlen KGV, Dividendenrendite und Aktienrisikoprämie unterstreicht die erwähnten Unterschiede zwischen der New-Economy-Blase und der Finanzkrise. Um die Jahrtausendwende erreichte das KGV mit 30 seinen Spitzenwert im Beobachtungszeitraum, und zugleich lagen die Dividendenrendite und Aktienrisikoprämie (mit jeweils 1,6 %) auf ihrem niedrigsten Stand seit 1991. Dies spiegelt die damals offensichtlich besonders ausgeprägte Bereitschaft der Anleger wider, trotz relativ geringer erwarteter Gewinne und Dividenden in Aktien zu investieren, und deutet damit auf eine Abkopplung des Aktienmarkts von den Fundamentaldaten hin. Im Gegensatz dazu lagen die Kennzahlen bei Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 näher bei ihren langjährigen Durchschnitten. Nachdem das KGV nach kräftigen Kursverlusten am Aktienmarkt zum Jahreswechsel 2008/2009 einen Tiefstand (Dividendenrendite und Aktienrisikoprämie: Höchststand) erreicht hat, ist in den letzten Monaten bei allen Messgrößen aufgrund steigender Kurse und nach unten revidierter Gewinnschätzun-



gen eine gewisse Normalisierung zu beobachten; gleichwohl unterscheiden sie sich noch immer deutlich von ihren langfristigen Durchschnitten.

Für das KGV bedeutet die Tendenz, zu einem Gleichgewichtswert zurückzukehren, dass es mindestens einen treibenden Faktor gibt, der das Verhältnismaß wieder zu seinem langfristigen Durchschnitt zurückführt. Diese Anpassung kann grundsätzlich von den Aktienkursen (Zähler), von den Gewinnen (Nenner) oder von beiden Größen getrieben werden. So sollte zum Beispiel ein überdurchschnittlich hohes KGV entweder einen Gewinnanstieg, rückläufige Aktienkurse oder beides nach sich

*Determinanten
der Anpassung
des KGV*



ziehen.¹²⁾ Ökonomisch lassen sich diese Anpassungen zum einen damit begründen, dass ein vergleichsweise hohes KGV Anleger von einem Engagement am Aktienmarkt zurückhalten dürfte, da sie – bei den unterstellten Gewinnerwartungen – nicht mit der üblichen Rendite rechnen können. Zum anderen könnten die Gewinnerwartungen der Investoren – beispielsweise aufgrund besserer oder aktuellerer Informationen – auch günstiger sein

als diejenigen der Analysten. Damit nimmt der beobachtete Kursanstieg die Gewinnrevisionen der Analysten bereits vorweg. Dies würde auch den empirischen Befund erklären können, dass vergangene Kursbewegungen einen eigenständigen Informationsgehalt für die Gewinnschätzungen der Analysten aufweisen. Das nebenstehende Schaubild stützt beide Hypothesen.¹³⁾ Die linearen Trendlinien zeigen, dass über einen längeren Zeitraum (vier Jahre) sowohl die Aktienkurse als auch die erwarteten Gewinne einen Impuls für die Rückkehr des KGV zum langfristigen Mittelwert geben.

Eine Regressionsanalyse bestätigt den zunächst nur visuell erlangten Eindruck (vgl. Tabelle auf S. 27). Sowohl für die zukünftige vierjährige Aktienrendite als auch für die Veränderung der zukünftigen Gewinnerwartungen über die nächsten vier Jahre erweist sich das KGV als statistisch signifikant. Allerdings ist seine Erklärungskraft quantitativ jeweils vergleichsweise gering: 9% der Varianz zukünftiger Aktienrenditen und 11% der Veränderung der erwarteten Gewinne können durch das aktuelle KGV erklärt werden. Offenbar wirken eine Vielzahl anderer Faktoren ebenfalls auf die Aktienrendite und die Unternehmensgewinne ein, die vor allem kurzfristige Anpassungen auslösen. Es fällt nämlich auf, dass die Erklärungskraft der Schätzungen

Regressionsanalyse

¹² Vgl. auch die Argumentation von: J.Y. Campbell und R.J. Shiller (2001), a.a.O., die eine ähnliche Untersuchung für die USA durchführen.

¹³ Aktienkurse und Gewinnerwartungen werden nicht preisbereinigt, da angenommen wird, dass beide Größen dem gleichen allgemeinen Preisindex unterliegen.

Regression von Aktienrenditen und erwartetem Gewinnwachstum auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis ^{o)}

Werte logarithmiert

Abhängige Variable	Prognosehorizont in Monaten (N)					
	1	3	12	24	36	48
Aktienrendite über N Monate						
KG (N)	-0,01	-0,03	-0,18*	-0,27*	-0,37*	-0,46**
R ² (N)	0,00	0,01	0,04	0,05	0,07	0,09
Erwartetes Gewinnwachstum über N Monate						
KG (N)	0,03***	0,09***	0,15**	0,24**	0,32***	0,35***
R ² (N)	0,03	0,06	0,05	0,07	0,10	0,11

o) ***/**/* bezeichnen Signifikanz auf dem 1%/5%/10%-Niveau; bei den Fehlerwerten handelt es sich um Newey-West-Standardfehler, die sowohl gegenüber Heteroske-

dastie als auch gegenüber serieller Korrelation robust sind.

Deutsche Bundesbank

deutlich abnimmt, je kürzer der prognostizierte Zeithorizont wird. ¹⁴⁾

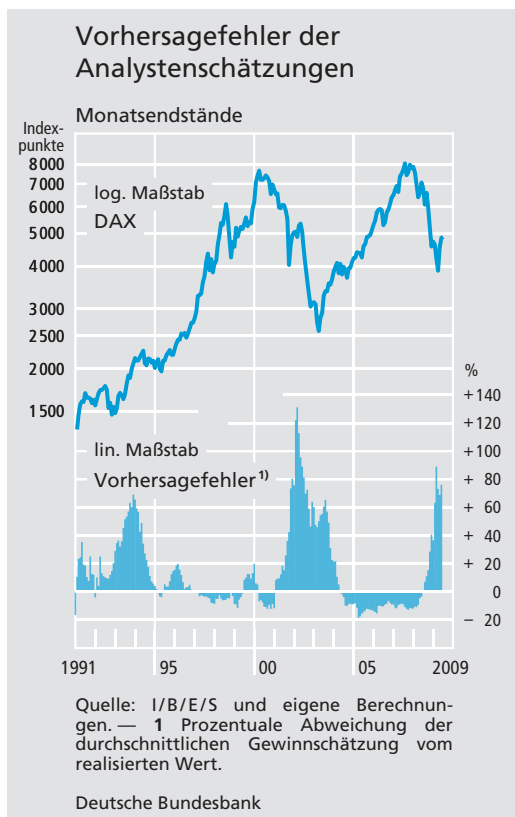
Prognosegüte von Gewinnerwartungen

Abweichungen des KGV von seinem langjährigen Durchschnitt können mit einem fundamental gerechtfertigten Aktienkursniveau im Einklang stehen, wenn die Anleger – wie erwähnt – die kurzfristigen Gewinnerwartungen der Analysten als nicht repräsentativ für die Zukunft ansehen. Eine Voraussetzung für eine sinnvolle Verwendung der Analystenschätzungen ist daher, dass sie in einem engen Zusammenhang mit den später tatsächlich realisierten Gewinnen stehen. Bei der Beurteilung der Qualität der Analystenschätzungen gilt der Vorhersagefehler als entscheidendes Kriterium. Dabei wird die Progno-

seabweichung des einzelnen Analysten vom tatsächlichen Wert gemessen. Es steht also nicht unmittelbar die Qualität der von den Analysten benutzten Prognosemodelle und den darin eingeflossenen Informationen auf dem Prüfstand, sondern allein die Genauigkeit des Ergebnisses. ¹⁵⁾ Naturgemäß handelt es sich dabei um eine Ex-post-Bewertung.

¹⁴ Die Aktienrenditen erlangen erst nach 36 Monaten einen statistisch signifikanten Einfluss. Bei den erwarteten Gewinnen ist dagegen schon die einmonatige Vorhersage durch das KGV statistisch signifikant, auch wenn sie mit einem angepassten R² von 3% eine geringere Erklärungskraft aufweist als bei den längeren Horizonten. Vgl. hierzu auch: J. Y. Campbell, A. W. Lo und A. C. MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, S. 267 ff. Darin führen die Autoren eine Studie zur Erklärungskraft der Dividendenrendite für den US-Markt durch. Auch hier zeigt sich, dass das Bestimmtheitsmaß mit zunehmendem Prognosehorizont größer wird.

¹⁵ Zu den Determinanten, die die Qualität der Gewinnerwartungen des einzelnen Analysten beeinflussen, vgl. die Erläuterungen auf S. 22 f.



Der aggregierte Vorhersagefehler berechnet sich aus dem Vergleich der realisierten Gewinne der vergangenen 12 Monate mit den vor 12 Monaten erwarteten Gewinnen für die nächsten 12 Monate (vgl. oben stehendes Schaubild).¹⁶⁾ Im Durchschnitt der betrachteten fast 20 Jahre erwarteten die Analysten einen Gewinnanstieg auf Jahresfrist von 21%; tatsächlich lag dieser jedoch nur bei 11%.¹⁷⁾ Der Vorhersagefehler ist also signifikant nach oben verzerrt, was auf einen Überoptimismus der Analysten hinweist. Im Beobachtungszeitraum fällt überdies auf, dass in Phasen stark sinkender Aktienkurse die durchschnittliche Gewinnerwartung systematisch stärker von den tatsächlichen Werten abweicht, als in vergleichbaren Aufwärtbewegungen. Die Vorhersagefehler der Analystenschätzungen betragen in den drei nach

1990 beobachteten konjunkturellen Einbrüchen und den damit einhergehenden starken Aktienkursrückgängen mehr als 50%.¹⁸⁾ Dagegen nahm der Vorhersagefehler in den Kursaufschwungphasen deutlich geringere und oft sogar negative Werte an.

Ein Grund für die Abweichungen könnte in einer gewissen Trägheit der Schätzungen liegen. Da die Analysten nicht jeden Monat für die von ihnen beobachteten Unternehmen eine neue Gewinnprognose abgeben, stammt ein Großteil der in die Konsensschätzung einfließenden Einzelwerte von früheren Zeitpunkten. Dies erklärt lediglich ein gewisses „Nachlaufen“ der Gewinne, aber noch keine Asymmetrie. Als Begründung für die deutlich stärkeren Abweichungen in Abschwungphasen beruft sich die Forschungsliteratur auf einen möglichen Interessenkonflikt. Danach versuchen einige Analysten bewusst, negative Gewinnprognosen zu vermeiden, um bestehende gute Geschäftsbeziehungen zu Unternehmen nicht zu gefährden.¹⁹⁾

*Mögliche
Gründe für
asymmetri-
schen Vorher-
sagefehler*

¹⁶ Der Vorhersagefehler wird als prozentuale Abweichung der realisierten von den erwarteten Gewinnen angegeben: $VF_t = \frac{G_{t,t-1} - G_t}{G_t}$, wobei VF_t dem Vorhersagefehler in t entspricht, $G_{t,t-1}^*$ den für t erwarteten Gewinnen in $t - 1$ und G_t den realisierten Gewinnen in t .

¹⁷ Vgl.: W. F. M. DeBondt und R. H. Thaler (1990), Do Security Analysts Overreact?, in: American Economic Review 80, S. 52–57. Die Studie weist als eine der ersten eine positive Verzerrung der Analystenschätzungen für den US-Markt nach, wodurch sie Ausgangspunkt für eine Vielzahl weiterer Untersuchungen wurde.

¹⁸ Dabei handelte es sich um die Rezession in der ersten Hälfte der neunziger Jahre nach dem Wiedervereinigungsboom, den Abschwung nach dem Platzen der New-Economy-Blase um die Jahrtausendwende und um die aktuelle Finanzkrise.

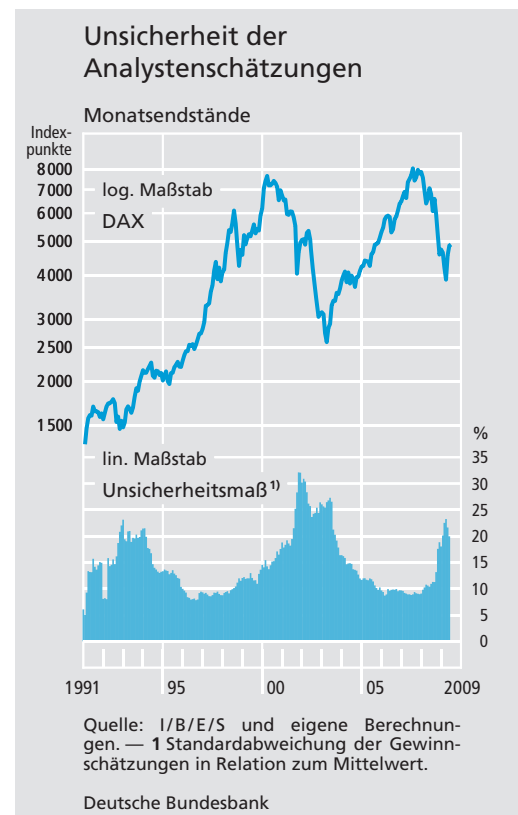
¹⁹ Vgl. z. B.: L. K. C. Chan, J. Karceski und J. Lakonishok (2003), Analysts' Conflict of Interest and Biases in Earnings Forecasts, NBER Working Paper 9544, sowie A. R. Jackson (2005), Trade Generation, Reputation, and Sell-Side Analysts, in: Journal of Finance 60 (2), S. 673–717.

Variations-
koeffizient

Bei der Interpretation des Vorhersagefehlers gilt es zu beachten, dass bei dieser Messgröße positive und negative Abweichungen vom tatsächlichen Wert saldiert werden. Für eine genauere Prüfung der Prognosequalität müssen daher weitere Indikatoren, die die Streuung der Schätzungen berücksichtigen, analysiert werden. Eine solche Messgröße ist der Variationskoeffizient, der die Standardabweichung der Analystenprognosen in Relation zum erwarteten Gewinn abbildet. Im Beobachtungszeitraum nimmt die Streuung der Analystenschätzungen ähnlich wie der Vorhersagefehler vor allem in den Abschwungsphasen am Aktienmarkt zu (vgl. nebenstehendes Schaubild). Eine größere Streuung an Analystenschätzungen geht mit einem größeren absoluten Vorhersagefehler einher. So liegt die Korrelation zwischen beiden Maßen bei über 0,8. Dies legt nahe, die Schätzungen umso vorsichtiger zu interpretieren, je höher die Streuung der Prognosen ausfällt.

Fazit

Der theoretisch zu erwartende langfristige Zusammenhang zwischen Unternehmensgewinnen und Aktienkursen kann anhand der DAX-Unternehmen für Deutschland auch empirisch nachgewiesen werden. So lässt sich für das KGV eine „mean reversion“-Eigenschaft zeigen, die besagt, dass das KGV bei entsprechend langfristiger Betrachtung immer wieder zu seinem „Gleichgewichtswert“ zurückkehrt. Um das KGV als eine Kenngröße für die Beurteilung eines „angemessenen“ Bewertungsniveaus am Aktienmarkt anwenden zu können, sind allerdings verlässliche



Gewinnvorhersagen erforderlich. Diese basieren in der Regel auf Analystenschätzungen, die mit einem gewissen Prognosefehler behaftet sind. Es ergibt sich für die 30 DAX-Unternehmen, dass auch bei einer durchschnittlichen Betrachtung aller Analystenschätzungen eine systematische Abweichung vom realisierten Wert zu beobachten ist. So sind die Schätzungen insbesondere in Abschwungsphasen einseitig nach oben verzerrt, was bei der Interpretation einschlägiger Kenngrößen entsprechend berücksichtigt werden muss. Daher ist es empfehlenswert, sich insbesondere in Abschwungsphasen nicht nur auf die aggregierte Gewinnschätzung zu verlassen, sondern beispielsweise auch das Verhältnis der positiven zu den negativen Revisionen sowie die Streuung der Analystenschätzungen in die Analyse einzubeziehen.