



**Die Auswirkungen der Unternehmenspublizität auf den Kapitalmarkt –  
Eine empirische Analyse der Kapitalmarktreaktionen auf die  
Veröffentlichung von Periodenergebnissen**

Inaugural-Dissertation  
zur Erlangung des Doktorgrades  
des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften  
der Johann Wolfgang Goethe-Universität  
Frankfurt am Main

vorgelegt von  
Dipl.-Kfm. Christopher Almeling  
aus  
Darmstadt

2008

Erstgutachter: Prof. Dr. Günther Gebhardt

Zweitgutachter: Prof. Dr. Ralf Ewert

Tag der Promotion: 3. Juli 2008

**Die Auswirkungen der Unternehmenspublizität auf den Kapitalmarkt –  
Eine empirische Analyse der Kapitalmarktreaktionen auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen**

Abbildungsverzeichnis.....	VI
Tabellenverzeichnis.....	VII
Symbolverzeichnis.....	X
Variablenverzeichnis.....	XII
Abkürzungsverzeichnis.....	XV
<b>I. Unternehmenspublizität und Kapitalmarkt .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Problemstellung und Gang der Untersuchung.....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Ursachen der Unternehmenspublizität .....</b>	<b>6</b>
1.2.1 Freiwillige Publizität.....	6
1.2.2 Pflichtpublizität.....	9
<b>1.3 Untersuchungsstichprobe und Struktur des deutschen Aktienmarktes .....</b>	<b>12</b>
<b>II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen .....</b>	<b>20</b>
<b>2.1 Theoretische Modelle und Entwicklung der Hypothesen.....</b>	<b>20</b>
<b>2.2 Grundlagen der periodenergebnisbezogenen Pflichtpublizität .....</b>	<b>25</b>
<b>2.3 Ergebnisankündigungen am deutschen Aktienmarkt .....</b>	<b>31</b>
2.3.1 Bestimmung des Ankündigungszeitpunktes.....	31
2.3.2 Darstellung der Untersuchungsergebnisse.....	34
<b>2.4 Aktienkursreaktionen auf Ergebnisankündigungen.....</b>	<b>38</b>
2.4.1 Referenzuntersuchungen.....	38
2.4.2 Bestimmung der Aktienkursreaktion.....	42
2.4.3 Beurteilung des Informationsgehaltes .....	45
2.4.3.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	45
2.4.3.2 Empirische Ergebnisse .....	48
2.4.4 Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion .....	50
2.4.4.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	50
2.4.4.2 Empirische Ergebnisse .....	55
2.4.5 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen .....	65
<b>2.5 Handelsvolumenreaktionen auf Ergebnisankündigungen .....</b>	<b>67</b>

2.5.1 Referenzuntersuchungen.....	67
2.5.2 Bestimmung der Handelsvolumenreaktion.....	68
2.5.3 Beurteilung des Informationsgehaltes .....	70
2.5.3.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	70
2.5.3.2 Empirische Ergebnisse .....	70
2.5.4 Beurteilung von Einflussfaktoren auf das Handelsvolumen.....	72
2.5.4.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	72
2.5.4.2 Empirische Ergebnisse .....	73
2.5.5 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen .....	81
<b>III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen .....</b>	<b>82</b>
<b>3.1 Unternehmenspublizität zum Ankündigungszeitpunkt.....</b>	<b>82</b>
3.1.1 Theoretische Modelle und Entwicklung der Hypothesen.....	82
3.1.2 Unternehmenspublizität zum Ankündigungszeitpunkt am deutschen Aktienmarkt .....	83
3.1.2.1 Beschreibung der Datenquelle.....	83
3.1.2.2 Analyse des Inhalts.....	84
3.1.2.3 Analyse der Veröffentlichungskanäle .....	87
3.1.2.4 Verteilung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze.....	91
3.1.3 Referenzuntersuchungen.....	92
3.1.4 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	94
3.1.5 Empirische Ergebnisse.....	96
3.1.6 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen .....	111
<b>3.2 Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung.....</b>	<b>113</b>
3.2.1 Theoretische Modelle und Entwicklung der Hypothesen.....	113
3.2.2 Unternehmenspublizität vor Informationsereignissen .....	114
3.2.2.1 Messmethoden.....	114
3.2.2.2 Publizitätsindex des <i>Manager-Magazins</i> .....	118
3.2.2.3 Analyse der Unternehmenspublizität vor Ergebnisankündigungen am deutschen Aktienmarkt.....	120
3.2.3 Referenzuntersuchungen.....	123
3.2.4 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	125
3.2.5 Empirische Ergebnisse zur Aktienkursreaktion.....	128
3.2.6 Empirische Ergebnisse zur Handelsvolumenreaktion .....	141
3.2.7 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen .....	147

<b>3.3 Sensitivitätsanalysen .....</b>	<b>148</b>
<b>IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen .....</b>	<b>150</b>
<b>4.1 Theoretische Modelle und Entwicklung der Hypothesen.....</b>	<b>150</b>
<b>4.2 Entstehung von Geld-Brief-Spannen am deutschen Aktienmarkt.....</b>	<b>154</b>
<b>4.3 Reaktion von Geld-Brief-Spannen auf Ergebnisankündigungen .....</b>	<b>159</b>
4.3.1 Referenzuntersuchungen.....	159
4.3.2 Ermittlung der Geld-Brief-Spannen.....	161
4.3.3 Beurteilung der Reaktion auf Ergebnisankündigungen .....	162
4.3.3.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	162
4.3.3.2 Empirische Ergebnisse .....	162
4.3.4 Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen.....	163
4.3.4.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	163
4.3.4.2 Empirische Ergebnisse .....	166
4.3.5 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen .....	170
<b>4.4 Einfluss der Unternehmenspublizität auf Geld-Brief-Spannen.....</b>	<b>170</b>
4.4.1 Referenzuntersuchungen.....	170
4.4.2 Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ankündigungszeitpunkt .....	171
4.4.2.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	171
4.4.2.2 Empirische Ergebnisse .....	173
4.4.3 Einfluss der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung .....	181
4.4.3.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen.....	181
4.4.3.2 Empirische Ergebnisse .....	182
4.4.4 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen .....	193
<b>4.5 Sensitivitätsanalysen .....</b>	<b>193</b>
<b>V. Schlussbetrachtung .....</b>	<b>195</b>
<b>Anhang.....</b>	<b>XVII</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>XLIX</b>

## Abbildungsverzeichnis

---

Abbildung	Beschreibung
Abbildung 2.1	Factiva-Suchmaske, Eingrenzung für spezielle Publikationen und den Untersuchungszeitraum 2002 und 2003
Abbildung 2.2	Auszug aus dem Suchergebnis aufgrund der in Abbildung 2.1 dargestellten Sucheinstellungen
Abbildung 2.3	Beispiel eines Artikels von Dow Jones International News über Ereignisse einer bestimmten Woche
Abbildung 2.4	Factiva-Suchmaske, Eingrenzung für ein bestimmtes Unternehmen um den ermittelten Ankündigungszeitpunkt
Abbildung 2.5	Durchschnittliche absolute abnormale Renditen (AAR) auf Basis des Modells der Marktadjustierung der Untersuchungsstichprobe an den Tagen $t=-10$ bis $t=+10$ relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt ( $t=0$ ) in den Jahren 2002 bis 2006
Abbildung 2.6	Durchschnittliches Handelsvolumen (VO) der Untersuchungsstichprobe an den Tagen $t=-10$ bis $t=+10$ relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt ( $t=0$ ) in den Jahren 2002 bis 2006

Tabelle	Beschreibung
Tabelle 1.1	Börsenrechtliche Anforderungen an die Zugehörigkeit zu den Auswahlindizes der Deutschen Börse im Jahr 2002
Tabelle 1.2	Börsenrechtliche Anforderungen an die Zugehörigkeit zu den Auswahlindizes der Deutschen Börse ab dem Jahr 2003
Tabelle 1.3	Chronologie der für den Untersuchungszeitraum bedeutendsten Ereignisse bezüglich Aktienindizes und Börsensegmente
Tabelle 2.1	Verteilung der Untersuchungsereignisse nach Art der Ereignisse in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.2	Verteilung der Untersuchungsereignisse auf Aktienindizes in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.3	Verteilung der Differenzen zwischen Ankündigungstag laut Datenbank und selbst ermitteltem Ankündigungstag in Kalendertagen jeweils für die Datenbanken I/B/E/S und Reuters für die Teilstichproben vorläufiger und endgültiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 2.4	Ergebnisse der Signifikanztests für die Aktienkursreaktion an den Tagen -10 bis +10 relativ zum Ergebnisankündigungstag in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.5	Verteilung der Untersuchungsereignisse auf Branchen in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.6	Verteilung der abhängigen und erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.7	Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.8	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion für die gesamte Untersuchungsstichprobe in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.9	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion für Teilstichproben in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.10	Verteilung der Variablen für Ergebnisüberraschung zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 2.11	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 und 2003 unter Berücksichtigung der auf Basis der I/B/E/S-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschung
Tabelle 2.12	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 und 2003 unter Berücksichtigung der auf Basis der Reuters-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschung
Tabelle 2.13	Ergebnisse der Signifikanztests für die Handelsvolumenreaktion an den Tagen -10 bis +10 relativ zum Ergebnisankündigungstag in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.14	Verteilung der abhängigen Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.15	Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.16	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion für die gesamte Untersuchungsstichprobe in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.17	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion für Teilstichproben in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 2.18	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 und 2003 unter Berücksichtigung der auf Basis der I/B/E/S-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschung
Tabelle 2.19	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 und 2003 unter Berücksichtigung der auf Basis der Reuters-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschung
Tabelle 3.1	Relative Häufigkeit der zusammen mit den Ergebnisankündigungen veröffentlichten zusätzlichen Informationen und Kommentierungen in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 3.2	Relative Häufigkeit der für die Ergebnisankündigungen und deren Kommentierung verwendeten Veröffentlichungskanäle in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.3	Verteilung der Untersuchungsereignisse nach verwendeten Rechnungslegungsgrundsätzen in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 3.4	Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der zusätzlichen erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungstag auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 bis 2006



Tabelle 3.5	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion ohne Trennung nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 3.6	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion getrennt nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 3.7	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 3.8	Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der Variable DAccSys im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 bis 2003
Tabelle 3.9	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.10	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.11	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung der Entwicklung in den Jahren 2002 bis 2006 für Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen
Tabelle 3.12	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung der Entwicklung in den Jahren 2002 bis 2006 für Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen
Tabelle 3.13	Verteilung der Urteile des Manager-Magazins in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte (ScoreContent und ScoreTotal) zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.14	Verteilung der durchschnittlichen und gesamten Anzahl der Wörter sowie der Anzahl an Artikeln in der Börsen-Zeitung zwischen den Ergebnisankündigungszeitpunkten endgültiger Jahresergebnisse und Quartalsergebnisse in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.15	Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der zusätzlichen erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.16	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung eines direkten, quantitativen Maßes für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.17	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung eines direkten, qualitativen Maßes für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.18	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung eines indirekten Maßes für Unternehmenspublizität (MedianVO) in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.19	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung direkter und indirekter Maße für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.20	Verteilung der erklärenden Variablen auf Grundlage von Analystendaten der I/B/E/S-Datenbank zum Ergebnisankündigungszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.21	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung indirekter Maße für Unternehmenspublizität auf Grundlage von Analystendaten der I/B/E/S-Datenbank in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.22	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung direkter Maße für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 3.23	Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung indirekter Maße für Unternehmenspublizität auf Grundlage von Analystendaten der I/B/E/S-Datenbank in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 4.1	Ergebnisse der Signifikanztests für das Verhalten von Geld-Brief-Spannen an den Tagen -10 bis +10 relativ zum Ergebnisankündigungstag in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 4.2	Verteilung der abhängigen und erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 4.3	Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006

Tabelle 4.4	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 4.5	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 4.6	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt getrennt nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006
Tabelle 4.7	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 4.8	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung der Entwicklung in den Jahren 2002 bis 2006 für Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen
Tabelle 4.9	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung eines direkten, quantitativen Maßes für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 4.10	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung eines direkten, qualitativen Maßes für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 4.11	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung direkter Maße für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003
Tabelle 4.12	Ergebnisse der Kleinstquadratre-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung indirekter Maße für Unternehmenspublizität auf Grundlage von Analystendaten der I/B/E/S-Datenbank in den Jahren 2002 und 2003

## Symbolverzeichnis

---

Symbol	Beschreibung
$\hat{\cdot}$	Schätzwert einer Variablen
$\overline{[\cdot]}$	Arithmetisches Mittel einer Variablen
$\tilde{\cdot}$	Zufallsvariable
$ \cdot $	Absolutwert einer Variablen
$\alpha$	Nicht von erklärenden Variablen abhängige Komponente der abhängigen Variable
$\beta$	Maß der Abhängigkeit von einer erklärenden Variablen
$\delta_1$	Durch das Signal $\tilde{y}_1$ ausgelöste Preisänderung
$D_{2h}$	Nachfrage des Händlers $h$ zum Zeitpunkt 2
$\varepsilon$	Fehlerterm der Regression
$E[\cdot]$	Erwartungswert einer Variablen
$h$	Händler
$i$	Ergebnisankündigung eines Unternehmens $i$
$K$	Rang einer Variablen im Rahmen des nicht-parametrischen Testverfahrens nach Corrado (1989)
$K_{2h}$	Präzision der Informationen des Händlers $h$ vor dem zweiten Informationsereignis
$m$	Mittelwert der Variable $\tilde{u}$ , Präzision des Signals $\tilde{y}_1$
$\mu_{2h}$	Erwartung des Händlers $h$ hinsichtlich des Liquidationswertes $\tilde{u}$
$n$	Präzision des Signals $\tilde{y}_2$
$n_1$	Varianz der Verzerrung $\tilde{v}_1$
$n_2$	Varianz der Verzerrung $\tilde{v}_2$
$N$	Anzahl der Beobachtungen, Anzahl der erklärenden Variablen im Regressionsmodell
$\pi$	Wahrscheinlichkeit, dass ein <i>market maker</i> mit informierten Investoren, die Kenntnis über den wahren Wert des Unternehmens besitzen, handelt
$P_0, P_1, P_2$	Marktwert eines Wertpapiers zu den Zeitpunkten 1, 2, 3
$r_h$	Risikotoleranz des Händlers $h$
$\tilde{R}$	Erwartete Rendite einer Aktie
$s$	Handelstage relativ zum Ergebnisankündigungstag
$S_h$	Präzision des Signals $\tilde{z}_h$
$S(\cdot)$	Standardabweichung einer Variablen
$t$	Zeitpunkt
$\tau$	Anzahl an Tagen vor der Ergebnisankündigung
$u_i$	Fehlerterm der Regression
$u$	Wahrer Liquidationswert eines Wertpapiers
$U$	Varianz der Variable $\tilde{u}$
$v_1$	Im Signal $\tilde{y}_1$ enthaltene Verzerrungen
$v_2$	Im Signal $\tilde{y}_2$ enthaltene Verzerrungen

## Symbolverzeichnis

---

$y_1$	Öffentliches Signal über den wahren Liquidationswert $\tilde{u}$ beeinflusst durch Verzerrungen $\tilde{v}_1$ zum Zeitpunkt 1
$y_2$	Öffentliches Signal über den wahren Liquidationswert $\tilde{u}$ beeinflusst durch Verzerrungen $\tilde{v}_2$ zum Zeitpunkt 2
Var[.]	Varianz einer Variablen
Volume	Handelsvolumen
X	Ausprägung einer erklärenden Variable
$z_h$	Privates Signal über den wahren Liquidationswert $\tilde{u}$ beeinflusst durch Verzerrungen zwischen den Zeitpunkten 1 und 2

## Variablenverzeichnis

---

Variable	Beschreibung
A	Tatsächliches Periodenergebnis
AAR	Absolute abnormale Rendite
ACAR <sub>MA</sub>	Absolute kumulierte abnormale Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
ACAR <sub>MM</sub>	Absolute kumulierte abnormale Rendite basierend auf dem Marktmodell
ACAVO	Absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen
ACAVO <sub>med</sub>	Absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung
ADHOC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Ergebnisankündigung in Form einer Ad hoc-Mitteilung erfolgt, sonst der Wert 0
ANALYST	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen einer Analystenkonferenz kommentiert werden, sonst der Wert 0
AR	Abnormale Rendite
AR <sub>MA</sub> Sqr	Quadrierte abnormale Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
AUE	Absolute Ergebnisüberraschung
AUERel	Absolute relative Ergebnisüberraschung
AVO	Abnormales (prozentuales) Handelsvolumen
BidAsk <sub>abs</sub>	Absolute Geld-Brief-Spanne; Differenz von Geld- und Briefkurs
BidAsk <sub>perc</sub>	Prozentuale Geld-Brief-Spanne; Differenz von Geld- und Briefkurs relativ zum arithmetischen Mittel aus Geld- und Brief-Kurs
CAR	Kumulierte abnormale Rendite
CAVO	Kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
CURRNEG	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
CURRPOS	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DateDiffIBES	Anzahl der Kalendertage zwischen dem in der I/B/E/S-Datenbank zur Verfügung gestellten Ergebnisankündigungstag und dem selbst ermittelten Ergebnisankündigungstag
DateDiffReuters	Anzahl der Kalendertage zwischen dem in der Reuters-Datenbank zur Verfügung gestellten Ergebnisankündigungstag und dem selbst ermittelten Ergebnisankündigungstag
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
DIVDEC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung eine Dividendensenkung angekündigt wird, sonst den Wert 0
DIVINC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung eine Dividendenerhöhung angekündigt wird, sonst den Wert 0
DIVSTAB	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung konstante Dividenden angekündigt werden, sonst den Wert 0
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DYear	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2002 annimmt, den Wert 2 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2003 usw. und den Wert 5 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2006

## Variablenverzeichnis

---

E	Markterwartung in Bezug auf die Ergebnisankündigung
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORENEG	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FOREPOS	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
HV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen der Hauptversammlung kommentiert werden, sonst der Wert 0
INTER	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen eines Interviews kommentiert werden, sonst der Wert 0
Mean Words	Durchschnittliche Anzahl an Wörtern in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
MeanSumWords	Über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneter Durchschnitt der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
MedianVO	Median des Handelsvolumens im Schätzfenster der Marktmodell-Regression
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0
NOSH	Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien eines Unternehmens an einem Tag (number of shares outstanding) ausgedrückt in Tausend
NOST	Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens (number of shares traded) ausgedrückt in Tausend
Number Articles	Durchschnittliche Anzahl an Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
NUMEST	Anzahl der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung
P	Börsenkurs einer Aktie
PA	Briefkurs ( <i>ask</i> ) einer Aktie
PB	Geldkurs ( <i>bid</i> ) einer Aktie
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
PK	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen einer Pressekonferenz kommentiert werden, sonst der Wert 0
PRESSE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Ergebnisankündigung in Form einer Pressemitteilung erfolgt, sonst der Wert 0
R	Rendite einer Aktie
RANGEEST	Differenz aus höchster und niedrigster Analystenschätzung bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung
$R_m$	Marktrendite
ScoreContent	Letztes vor dem Ergebnisankündigungstag vom Manager-Magazin veröffentlichtes Urteil zu einem Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
ScoreTotal	Letztes vor dem Ergebnisankündigungstag vom Manager-Magazin veröffentlichtes Gesamturteil zu einem Unternehmen in Bezug auf die Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
Size	Marktwert eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
STDEV	Standardabweichung der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung
Sum Words	Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
TELE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen einer Telefonkonferenz kommentiert werden, sonst der Wert 0
TimeLag	Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens

## Variablenverzeichnis

---

UE	Ergebnisüberraschung
UE <sub>IBES</sub>	Ergebnisüberraschung auf Basis der Analystenschätzung der I/B/E/S-Datenbank
UERel	Relative Ergebnisüberraschung
UERel <sub>IBES</sub>	Relative Ergebnisüberraschung auf Basis der Analystenschätzung der I/B/E/S-Datenbank
UERel <sub>Reuters</sub>	Relative Ergebnisüberraschung auf Basis des Ergebnisse der Vorperiode der Reuters -Datenbank
UE <sub>Reuters</sub>	Ergebnisüberraschung auf Basis des Ergebnisse der Vorperiode der Reuters-Datenbank
VO	Prozentuales Handelsvolumen einer Aktie
VOMean	Durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster
ZB	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Ergebnisankündigung in Form der Veröffentlichung des Geschäfts- bzw. Zwischenberichts erfolgt, sonst der Wert 0

## Abkürzungsverzeichnis

---

Abkürzung	Beschreibung
a.F.	Alte Fassung
Abs.	Absolut, Absatz
Adj. $R^2$	Adjustiertes Bestimmtheitsmaß $R^2$
AG	Aktiengesellschaft
AIMR	Association for Investment Management and Research
AktG	Aktiengesetz
API	Abnormal Performance Index
BörsG	Börsengesetz
BörsO FWB	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
bzw.	beziehungsweise
Ca.	Circa
d.h.	Das heißt
DAX	Aktienindex der Deutschen Börse AG, der die Wertentwicklung der Aktien der 30 größten und umsatzstärksten deutschen Unternehmen im Prime Standard abbildet
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee
EGHGB	Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch
EPS	Earnings per Share
ERC	Earnings Respond Coefficient
etc.	Et cetera
EU	Europäische Union
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
$H_0$	Nullhypothese
$H_1$	Alternativhypothese
HDAX	Aktienindex der Deutschen Börse AG, der die Wertentwicklung aller Aktien in den Aktienindizes DAX, MDAX und TecDAX abbildet
HGB	Handelsgesetzbuch
I/B/E/S	Institutional Brokers Estimate System
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IAS-Verordnung	Verordnung Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
iVm	In Verbindung mit
ln	Natürlicher Logarithmus
MA	Marktadjustierung
Max	Maximum
MDAX	Aktienindex der Deutschen Börse AG, der die Wertentwicklung der Aktien der 50 größten und umsatzstärksten auf die DAX-Werte folgenden Unternehmen der klassischen Branchen im Prime Standard abbildet
Mean	Arithmetisches Mittel
Med	Medianbereinigung
Min	Minimum
MM	Marktmodell
n.F.	Neue Fassung



## Abkürzungsverzeichnis

---

NEMAX50	Aktienindex der Deutschen Börse AG, der die Wertentwicklung der Aktien der 50 größten und umsatzstärksten auf die DAX-Werte folgenden Unternehmen der Technologiebranche im Prime Standard abbildete
Neuer Markt	Handelssegment an der FWB Frankfurter Wertpapierbörse für Wachstumswerte
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Over-The-Counter
proz., perc	prozentual
Q1, Q2, Q3	1., 2., 3. Quartals eines Geschäftsjahres
Rel.	Relativ
RWNM	Regelwerk Neuer Markt
SDAX	Aktienindex der Deutschen Börse AG, der die Wertentwicklung der Aktien der 50 größten und umsatzstärksten auf die MDAX-Werte folgenden Unternehmen der klassischen Branchen im Prime Standard abbildet
SMAX	Handelssegment an der Frankfurter Wertpapierbörse für kleine börsennotierte Unternehmen mit besonderen Transparenzanforderungen
SMAX-T	SMAX-Teilnahmebedingungen
StdDev	Standardabweichung
Stoxx50	Europäischer Aktienindex, der die Wertentwicklung der Aktien der 50 größten und umsatzstärksten Aktien des gesamteuropäischen Raumes abbildet
T <sub>1</sub> , T <sub>2</sub> , T <sub>3</sub>	Teststatistik 1, 2, 4
TecDAX	Aktienindex der Deutschen Börse AG, der die Wertentwicklung der Aktien der 30 größten und umsatzstärksten auf die DAX-Werte folgenden Unternehmen der Technologiebranche im Prime Standard abbildet
US	United States (of America)
Vgl.	Vergleiche
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
XETRA	Vollelektronisches Handelssystem für den Kassamarkt an der Frankfurter Wertpapierbörse
YEAR	Endültige Jahresergebnisse
YEAR PRE	Vorläufige Jahresergebnisse
z.B.	Zum Beispiel

# I. Unternehmenspublizität und Kapitalmarkt

## *1.1 Problemstellung und Gang der Untersuchung*

Als Unternehmenspublizität bezeichnet man die Offenlegung unternehmensbezogener Daten durch Unternehmen.<sup>1</sup> Der Zusammenhang zwischen Unternehmenspublizität und Kapitalmarkt ist für Unternehmen aus verschiedenen Gründen von Interesse. Rechnungslegungsinformationen als Teil der Unternehmenspublizität fließen in die Bewertung des Unternehmens durch den Kapitalmarkt ein.<sup>2</sup> Der Marktwert des Eigen- und Fremdkapitals bestimmt die Kosten für die Aufnahme neuen Kapitals und ist häufig maßgeblicher Bestimmungsfaktor für die Vergütung der Unternehmensleitung. Auch staatliche Institutionen sind als Normgeber an der sich auch am Kapitalmarkt ausdrückenden Wirkung der durch sie veranlassten Pflichtpublizität und an der Informationseffizienz des Kapitalmarktes interessiert.<sup>3</sup>

Im Rahmen dieser Arbeit wird untersucht, welche Reaktionen die Veröffentlichung von Periodenergebnissen als Teil der Unternehmenspublizität am Kapitalmarkt auslöst, welches die Bestimmungsfaktoren für das Ausmaß der Kapitalmarktreaktionen sind und ob Unternehmen in der Lage sind, durch ihre Publizitätsentscheidungen die Kapitalmarktreaktionen auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen zu beeinflussen.

Kapitalmarktreaktionen auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen werden im Rahmen dieser Arbeit anhand von Aktienkursen und Handelsvolumen gemessen. Theoretische Modelle stellen einen Zusammenhang zwischen der Veröffentlichung von Periodenergebnissen – den Ergebnisankündigungen – und der Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion dadurch her, dass bei der Unternehmensbewertung die Verteilung künftiger Zahlungsströme des Unternehmens berücksichtigt wird. Periodenergebnisse als Indikator für den nach anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelten finanziellen Erfolg eines Unternehmens in einer abgelaufenen Periode sollen der Prognose der Verteilung künftiger Zahlungsströme dienen<sup>4</sup>, d.h. das Potenzial besitzen, die Erwartungen der Investoren über die Verteilung künftiger Zah-

---

<sup>1</sup> Vgl. Merkt (2001), S. 22.

<sup>2</sup> Für einen Überblick empirischer Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen Rechnungslegung und Kapitalmarkt vgl. Kothari (2001).

<sup>3</sup> Vgl. z.B. Kothari (2001), pp. 108ff.

<sup>4</sup> Vgl. z.B. IASB Framework, par. 17.

lungsströme zu beeinflussen (Informationsgehalt). Führt die Ergebnisankündigung tatsächlich zu einer durchschnittlichen Änderung der Investorenerwartungen, drückt sich dies in einer Änderung des Aktienkurses aus. Verändert sich durch die Ergebnisankündigung die Streuung der Investorenerwartungen über die Verteilung künftiger Zahlungsströme, führt dies zu Handelstätigkeit zwischen Investoren. Das Ausmaß der Handelstätigkeit wird als Handelsvolumen bezeichnet. Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktionen sind allerdings nur dann messbar, wenn der Kapitalmarkt informationseffizient ist, d.h. wenn neue Informationen schnell verarbeitet werden und sich in Aktienkursen oder Handelsvolumen widerspiegeln.<sup>5</sup>

Im Rahmen dieser Arbeit wird neben der Beurteilung des Informationsgehaltes durch die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktionen der Einfluss von Ergebnisankündigungen auf Informationsasymmetrien anhand des Verhaltens der Geld-Brief-Spannen gemessen. Sofern Aktienkurse auf Ergebnisankündigungen reagieren, können einzelne Investoren private Informationsvorteile über die Verteilung künftiger Zahlungsströme zum eigenen Vorteil ausnutzen. Die Erlangung von Informationsvorteilen durch private Informationssuche führt zu Informationsasymmetrie zwischen Investoren, die sich in einer erhöhten Spanne zwischen Geld- und Briefkurs einer Aktie (Geld-Brief-Spanne), mit der sich so genannte *market maker* vor Verlusten schützen, ausdrückt. Je mehr Möglichkeiten zu privater Informationssuche sich privaten Investoren bieten, umso größer ist die Geld-Brief-Spanne vor Ergebnisankündigungen.

Neben der Analyse, ob der Kapitalmarkt auf Ergebnisankündigungen in Form von Aktienkursänderungen, Handelsvolumen oder veränderten Geld-Brief-Spannen reagiert und welche Bestimmungsfaktoren Einfluss auf das Ausmaß der Reaktion haben, wird weiterhin untersucht, ob Unternehmen in der Lage sind, die festgestellten Kapitalmarktreaktionen durch ihre Publizitätsentscheidungen zu beeinflussen. Entscheidungsmöglichkeiten besitzen Unternehmen bei der Ausnutzung von Wahlrechten, die Ihnen die Pflichtpublizität bietet. Im Bereich der Rechnungslegung reichen diese Wahlrechte von der Wahl einzelner Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden bis hin zur Wahl unterschiedlicher Rechnungslegungsgrundsätze. Darüber hinaus können Unternehmen über Ausmaß und Qualität zusätzlicher, freiwilliger Unternehmenspublizität entscheiden. Freiwillige Unternehmenspublizität kann für Unternehmen beispielsweise dann vorteilhaft sein, wenn dadurch die Volatilität der Aktienkurse und damit die Risikoeinschätzung der Investoren gesenkt oder durch eine Verringerung der Geld-Brief-

---

<sup>5</sup> Vgl. Fama (1970); Kothari (2001), p. 186.

Spannen eine Erhöhung der Aktienliquidität erreicht werden kann. Darüber hinaus kann der Druck zur Erfüllung kurzfristiger Markterwartungen verringert und eine mögliche Vernachlässigung des nachhaltigen Unternehmenserfolges zum Nachteil der Anteilseigner vermieden werden.<sup>6</sup>

Da in dieser Arbeit die Wirkungen der Unternehmenspublizität untersucht werden sollen und damit die Publizitätsentscheidung als gegeben angesehen wird, wird in Abschnitt 1.2 des Kapitels I anhand theoretischer Modelle dargestellt, welche Ursachen die Unternehmenspublizität hat, d.h. aus welchen Gründen Unternehmen Informationen überhaupt veröffentlichen. In Abschnitt 1.3 wird dann die Untersuchungsstichprobe, die sich auf den deutschen Aktienmarkt beschränkt, beschrieben und die Struktur sowie Änderungen in der Struktur des deutschen Aktienmarktes erläutert.

In Kapitel II werden der Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen anhand der Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion sowie typische Einflussfaktoren auf die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion untersucht. Nachdem in Abschnitt 2.1 auf Grundlage theoretischer Modelle die Hypothesen abgeleitet werden, wird in Abschnitt 2.2 dargestellt, welche rechtlichen Anforderungen die Unternehmen der Untersuchungsstichprobe in Bezug auf Periodenergebnisse beachten müssen. Daraufhin wird in Abschnitt 2.3 analysiert, wie sich für die Untersuchungsstichprobe die Publizität der Periodenergebnisse im Untersuchungszeitraum tatsächlich dargestellt hat. Im Rahmen der Analyse der Aktienkursreaktionen (Abschnitt 2.4) und Handelsvolumenreaktionen auf Ergebnisankündigungen (Abschnitt 2.5) werden Referenzuntersuchen erläutert, der Untersuchungsaufbau und die Datengrundlagen beschrieben, die Ergebnisse der empirischen Untersuchung dargestellt und Schlussfolgerungen gezogen.

In Kapitel III wird analysiert, welchen Einfluss die Unternehmenspublizität auf die durch Ergebnisankündigungen ausgelösten Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktionen hat. Hierbei wird in Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt (Abschnitt 3.1) und vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt (Abschnitt 3.2) unterschieden. Die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt umfasst zum einen zusätzlich zum Periodenergebnis veröffentlichte Informationen wie Dividendenankündigungen, Personalwechsel, Finanzierungsentscheidungen oder periodenergebnisbezogene Kommentierungen der Unternehmensleitung; zum anderen kann die Unternehmenspublizität danach unterschieden werden, nach

---

<sup>6</sup> Vgl. Eccles/Herz/Keegan/Phillips (2001), S. 43; Graham/Harvey/Rajgopal (2005).

welchen Rechnungslegungsgrundsätzen die veröffentlichten Periodenergebnisse ermittelt wurden. Zur Analyse des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt wird nach der Entwicklung der Hypothesen in Abschnitt 3.1.2 beschrieben, wie sich für die Untersuchungsstichprobe die Publizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt im Untersuchungszeitraum hinsichtlich Inhalt, Veröffentlichungskanal und verwendeten Rechnungslegungsgrundsätzen darstellt. Nach Beschreibung von Referenzuntersuchungen und der Erläuterung des Untersuchungsaufbaus werden die empirischen Ergebnisse dargestellt und Schlussfolgerungen gezogen.

Die Unternehmenspublizität vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt unterscheidet sich in Qualität und Quantität. Nach der Entwicklung der Hypothesen werden in Abschnitt 3.2.2 zunächst Methoden zur Messung der Unternehmenspublizität vorgestellt. Danach werden die Methode und die Ergebnisse einer für die Untersuchungsstichprobe verfügbaren Messung der Qualität der Unternehmenspublizität sowie Methode und Ergebnisse einer eigenen Messung der Quantität der Unternehmenspublizität dargestellt. Nach Beschreibung von Referenzuntersuchungen und der Erläuterung des Untersuchungsaufbaus werden die empirischen Ergebnisse vorgestellt. Hierbei werden für eine Teilstichprobe zusätzlich auf Analystenschätzungen beruhende Maße für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung berücksichtigt. Abschnitt 3.3 beschreibt die zur Absicherung der Ergebnisse durchgeführten Sensitivitätsanalysen.

In Kapitel IV wird das Verhalten von Geld-Brief-Spannen als Maß für Informationsasymmetrie um den Ergebnisankündigungszeitpunkt untersucht (Abschnitt 4.3) und der Einfluss der Unternehmenspublizität zum und vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt analysiert (Abschnitt 4.4). Zuvor werden theoretische Modelle zum Zusammenhang zwischen Unternehmenspublizität und Geld-Brief-Spannen erläutert sowie die Hypothesen abgeleitet (Abschnitt 4.1) und dargestellt, wie Geld-Brief-Spannen am deutschen Aktienmarkt entstehen (Abschnitt 4.2).

Die Arbeit endet mit einer Schlussbetrachtung (Kapitel V), in dem die wesentlichen Erkenntnisse zusammengefasst und ein Ausblick auf künftige Forschungsthemen gegeben werden.

Die Analyse der Kapitalmarktreaktionen auf Ergebnisankündigungen war bereits Gegenstand zahlreicher Untersuchungen insbesondere für den US-amerikanischen Kapitalmarkt. Auch für

den deutschen Kapitalmarkt existiert eine Reihe von Untersuchungen zu diesem Thema (vgl. Abschnitte 2.4.1, 2.5.1, 3.1.3, 3.2.3, 4.3.1 und 4.4.1). Im Gegensatz zu den bestehenden deutschen Studien zeichnet sich die vorliegende Arbeit dadurch aus, dass sie über die Messung der Kapitalmarktreaktionen auf die Ergebnisankündigung hinaus – bei der explizit in Jahres- und Quartalsergebnisse unterschieden wird – den Einfluss der Unternehmenspublizität auf die Kapitalmarktreaktion analysiert. Hierbei werden zum einen sowohl ergebnisbezogene als auch nicht-ergebnisbezogene Informationen zum Zeitpunkt der Ergebnisankündigung inhaltlich ausgewertet. Zum anderen wird das Publizitätsverhalten vor der Ergebnisankündigung anhand eines verfügbaren Maßes für die Qualität der Unternehmenspublizität sowie anhand eines selbst ermittelten Maßes für die Quantität der Unternehmenspublizität berücksichtigt. Die exakte Bestimmung des Zeitpunkts, zu dem erstmals Informationen über das Periodenergebnis öffentlich werden, wird über eine umfangreiche, manuelle Recherche in Publikationsdatenbanken sichergestellt. Hierdurch ist es auch möglich, die Güte der Angaben kommerzieller Anbieter über Ankündigungszeitpunkte zu verifizieren. Die vorliegende Arbeit liefert für den deutschen Kapitalmarkt erste Erkenntnisse zum Verhalten von Geld-Brief-Spannen um den Ankündigungszeitpunkt von Periodenergebnissen und erweitert die internationale Kapitalmarktforschung durch die Berücksichtigung des Einflusses direkter Maße für die Unternehmenspublizität auf Geld-Brief-Spannen. Im internationalen Kontext ermöglicht es die Arbeit weiterhin, existierende Forschungsergebnisse mit aktuellen Ergebnissen für den deutschen Kapitalmarkt zu vergleichen. Der deutsche Kapitalmarkt unterscheidet sich beispielsweise vom US-amerikanischen Kapitalmarkt durch die institutionellen Rahmenbedingungen, die Finanzierungsstruktur der Unternehmen oder den Anteil institutioneller Investoren und ist durch ein erhöhtes Maß privater Informationsflüsse gekennzeichnet. Weiterhin ist es am deutschen Kapitalmarkt möglich, Unternehmen mit unterschiedlichen Offenlegungspflichten unter Konstanthaltung der institutionellen Rahmenbedingungen zu analysieren. Darüber hinaus liefert die Arbeit neue Erkenntnisse über die Auswirkungen unterschiedlicher Rechnungslegungsgrundsätze auf die Kapitalmarktreaktion auf Ergebnisankündigungen. Schließlich werden Erkenntnisse über die Auswirkungen einer Harmonisierung der Rechnungslegung gewonnen, da die Untersuchung einen Zeitraum umfasst, der als Gewöhnungsphase an internationale Rechnungslegungsgrundsätze angesehen werden kann (vgl. Abschnitt 1.3).

## ***1.2 Ursachen der Unternehmenspublizität***

### **1.2.1 Freiwillige Publizität**

Im Rahmen dieser Arbeit werden die Wirkungen der Unternehmenspublizität auf den Kapitalmarkt untersucht; die Unternehmenspublizität wird dabei als exogen gegeben angesehen. Welche Beweggründe Unternehmen dazu veranlassen, Informationen, die beispielsweise dazu dienen, die Verteilung künftiger Zahlungsströme abschätzen zu können, zu veröffentlichen, welche Ursachen die Unternehmenspublizität also hat, wird anhand einiger theoretischer Modelle in Abschnitt 1.2 vorgestellt.

Die Bedeutung von Informationen für das Funktionieren eines Marktes wurde von Akerlof (1970) am Beispiel des *lemons market* anschaulich dargestellt. Seinem Modell liegen die Annahmen zugrunde, dass auf einem Markt ein Produkt mit zwei möglichen Qualitätsstufen vorhanden ist, dass Käufer jedoch nicht zwischen der Qualität der angebotenen Produkte unterscheiden können. Sofern die Qualität der angebotenen Produkte gleichverteilt ist, werden die Käufer bereit sein, lediglich einen durchschnittlichen Preis für das Produkt zu zahlen. Da annahmegemäß die Produkthanbieter die Qualität des Produktes nicht signalisieren können, werden sich die Anbieter der Produkte höherer Qualität aus dem Markt zurückziehen. Da dies von den Käufern antizipiert wird und diese keine Produkte geringer Qualität erwerben wollen, ziehen sie sich ebenfalls aus dem Markt zurück, so dass dieser zusammenbricht.

Eine Erklärung für die Entstehung von Unternehmenspublizität beruht auf dem so genannten *unraveling mechanism*.<sup>7</sup> Dieser lässt sich anhand der erstmaligen Ausgabe von Unternehmensanteilen erläutern. Es werden die Annahmen getroffen, dass die Unternehmenswerte in einer bestimmten Spanne, z.B. Null bis 100, gleichverteilt sind, dass den Investoren keine Informationen über die Unternehmenswerte zur Verfügung stehen sowie dass die bisherigen Anteilseigner über den Wert ihres Unternehmens informiert sind. Ohne zusätzliche Informationen werden risikoneutrale Investoren bereit sein, den durchschnittlichen Preis in der Wertspanne, also hier 50, zu zahlen. Die bisherigen Anteilseigner von Unternehmen haben im Gegensatz zum Modell von Akerlof (1970) die Möglichkeit, den Wert des Unternehmens zu offenbaren. Sie haben dann einen Anreiz, den wahren Wert zu offenbaren, wenn dieser im Beispiel über 50 liegt, da sie die Unternehmensanteile zu einem höherem Preis verkaufen können und somit einen kleineren Anteil am Unternehmen abgeben müssen, um denselben

---

<sup>7</sup> Vgl. Verrecchia (1983), p. 180; Verrecchia (2001), p. 141; Wagenhofer/Ewert (2003), S. 287ff.

Geldbetrag zu erzielen. Dem liegt die zusätzliche Annahme zugrunde, dass die veröffentlichte Information über den Unternehmenswert verlässlich ist und auch von den Investoren als verlässlich angesehen wird sowie dass die Veröffentlichung von Informationen für Unternehmen kostenlos ist. Da für alle Unternehmen, deren Wert über 50 liegt, der Unternehmenswert offenbart werden wird, bildet sich für die restlichen Unternehmen, deren Wert unter 50 liegt, ein neuer Durchschnittspreis in Höhe von 25. Zu diesem Zeitpunkt greift der Mechanismus erneut und die Unternehmenswerte über 25 werden veröffentlicht. Schließlich führt der *unraveling mechanism* dazu, dass für alle Unternehmen der Unternehmenswert bekannt wird.

Die Idee des *unraveling mechanism* wurde in den theoretischen Modellen von Grossman (1981) und Milgrom (1981) aufgegriffen. Milgrom (1981) zeigt, dass ein Käufer eine nicht veröffentlichte Information als schlechte Information interpretiert. Unter der Annahme, dass der Käufer die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen beurteilen kann, hat dies zur Folge, dass die beste Strategie des Verkäufers die der vollständigen Offenlegung ist. Grossman (1981) kommt zu dem Ergebnis, dass ein Monopolist selbst bei schlechter Produktqualität einen Anreiz besitzen kann, die Information über die Produktqualität zu veröffentlichen oder, sofern eine Offenlegung der Produktqualität nicht möglich ist, Qualitätsgarantien zu geben. Voraussetzung hierfür ist, dass durch ein bestimmtes Ereignis die Produktqualität zu einem bestimmten Zeitpunkt offenbart wird.

Unter den Annahmen der oben vorgestellten Modelle wäre also eine vollständige Offenlegungsstrategie für Unternehmen optimal. Eine wichtige Annahme der Modelle, die in der Praxis nicht aufrechterhalten werden kann, ist, dass die Veröffentlichung von Informationen für Unternehmen kostenlos ist. Es entstanden verschiedene theoretische Modelle, in denen unterschiedliche Arten von Kosten explizit berücksichtigt werden. Dabei kann in direkte und indirekte Kosten der Unternehmenspublizität unterschieden werden. Direkte Kosten der Publizität umfassen beispielsweise Kosten zur Erstellung und Versendung von Informationen. Zu den indirekten Kosten zählen Kosten, die durch die Veröffentlichung proprietärer Informationen entstehen (*proprietary costs*). Proprietäre Informationen sind solche, die nach Bekanntwerden die künftigen Zahlungsströme des Unternehmens verändern und damit den Unternehmenswert reduzieren.<sup>8</sup> Beispielsweise kann die Veröffentlichung von Preis- oder Produktstrategien, Daten zur Leistungsfähigkeit oder Erkenntnissen aus Forschung und Entwicklung nach deren Veröffentlichung von anderen Personengruppen wie Konkurrenten, Banken oder Gewerk-

---

<sup>8</sup> Vgl. Dye (1985), p. 123.



schaften zum Nachteil des veröffentlichenden Unternehmens ausgenutzt werden. Im Modell von Verrecchia (1983) werden *proprietary costs* explizit berücksichtigt. Hierin wird die Annahme getroffen, dass die Veröffentlichung einer Information mit konstanten Kosten verbunden ist und dass Investoren von dem Vorhandensein, aber nicht von dem Inhalt der Information wissen. Wird die Information nicht veröffentlicht, so kann dies entweder daran liegen, dass es sich dabei um eine „schlechte“ Information handelt, z.B. dass der wahre Wert des Unternehmens unter dem aktuellen Marktpreis liegt. Eine Nichtveröffentlichung kann jedoch auch die Ursache haben, dass es sich um eine „gute“ Information handelt, deren positive Wirkung auf den Marktpreis durch die proprietären Kosten überkompensiert wird. Verrecchia (1983) kommt zu dem Ergebnis, dass in bestimmten Situationen für Unternehmen eine Strategie der nicht vollständigen Publizität optimal sein kann.

Dye (1985) analysiert in einem theoretischen Modell mögliche Gründe für eine Nichtveröffentlichung nicht-proprietärer Informationen, also von Informationen, deren Veröffentlichung nicht mit Kosten in Form geringerer zukünftiger Zahlungsströme verbunden ist. Als Beispiel werden Gewinnvorhersagen der Unternehmensleitung genannt, die den Aktienpreis, welcher von den Einschätzungen der Investoren über zukünftige Zahlungsströme abhängt, beeinflussen können, aber nicht notwendiger Weise die Zahlungsströme selbst verändern müssen.<sup>9</sup> Im Hinblick auf die Ergebnisse früherer, oben dargestellter Studien erscheint eine Nichtveröffentlichung nicht-proprietärer Informationen rätselhaft. Dye (1985) erklärt die Nichtveröffentlichung nicht-proprietärer Informationen unter anderem damit, dass Investoren nicht sicher sind, ob die Unternehmensleitung über diese Informationen verfügt oder nicht. Damit gibt er eine zentrale Annahme früherer Studien auf. In Folge dessen kann die Unternehmensleitung entscheiden, ob sie – ggf. „schlechte“ – Informationen veröffentlichen will oder nicht, ohne mit negativen Konsequenzen aus der Nicht-Veröffentlichung rechnen zu müssen. Andere Modelle zeigen, dass auch dann Gleichgewichte unterhalb vollständiger Offenlegung existieren, wenn die Annahme konstanter, exogener Kosten aufgegeben und durch die Annahme variabler, endogener Kosten ersetzt wird.<sup>10</sup>

Ein weiteres Beispiel für indirekte Kosten, die zu einer nicht vollständigen Veröffentlichung von Informationen führen können, sind die so genannten *litigation costs*. Diese entstehen im Zuge von Rechtsstreitigkeiten, sofern sich in der Vergangenheit veröffentlichte Informationen

---

<sup>9</sup> Vgl. Dye (1985), p. 123.

<sup>10</sup> Vgl. Wagenhofer (1990); Darrough/Stoughton (1990); Feltham/Xie (1992).

als unwahr erweisen. Insbesondere bei zukunftsorientierten Informationen ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass sich diese aufgrund des Prognosecharakters als falsch erweisen. In den USA, wo Klagen gegen die Unternehmensleitung weit häufiger auftreten als beispielsweise in Deutschland, wurden daher so genannte *safe harbor rules* erlassen, die Unternehmen vor Rechtsstreitigkeiten in Bezug auf zukunftsorientierte Informationen schützen sollen.<sup>11</sup> Die Konfrontation mit *litigation costs* führt insbesondere dazu, dass schlechte Nachrichten, z.B. Gewinnwarnungen, früher veröffentlicht werden als gute Nachrichten.<sup>12</sup> Neben *litigation costs* können für ein Unternehmen auch dadurch indirekte Kosten entstehen, dass Publizitätsentscheidungen regulative Maßnahmen wie Besteuerung oder andere Folgen wie erhöhte Gewerkschaftsforderungen oder negative Presseberichterstattung auslösen (*political costs*).<sup>13</sup>

Schließlich kann ein Zurückhalten von Informationen mit der Funktionstrennung in Unternehmenseigner (*principal*) und Unternehmensleitung (*agent*) begründet werden. Das Zurückhalten von Informationen ermöglicht es der Unternehmensleitung beispielsweise, Investitionsentscheidungen mit negativem Kapitalwert zu treffen (sog. *empire building*), Insiderinformationen durch den Handel von Aktien auszunutzen oder zu ihrem eigenen Vorteil das Vermögen des Unternehmens, beispielsweise durch Unterschlagung von Vermögensgegenständen oder Diebstahl, zu schädigen. Die für das Unternehmen dadurch entstehenden Kosten werden als *agency costs* bezeichnet.<sup>14</sup>

In den bisher vorgestellten Untersuchungen wurde angenommen, dass Unternehmen frei darüber entscheiden können, ob sie eine Information veröffentlichen oder nicht. In der Praxis sind Unternehmen verpflichtet, bestimmte Informationen zu veröffentlichen. Die Ursachen dieser Pflichtpublizität werden im nächsten Abschnitt anhand einiger theoretischer Untersuchungen vorgestellt.

### 1.2.2 Pflichtpublizität

Die oben dargestellten Untersuchungen zeigen, dass es für Unternehmen unter bestimmten Umständen optimal sein kann, freiwillig Informationen zu veröffentlichen. In diesem Abschnitt wird nun dargestellt, welchen Ursachen eine verpflichtende, d.h. von außen erzwunge-

---

<sup>11</sup> Zur Effektivität der *safe harbor rules* vgl. Graham/Harvey/Rajgopal (2005), S. 32.

<sup>12</sup> Vgl. Skinner (1994).

<sup>13</sup> Vgl. Watts/Zimmerman (1983); Watts/Zimmerman (1986) pp. 222-243.

<sup>14</sup> Vgl. Baiman/Verrecchia (1996).

ne, Publizität stiften kann. In den Untersuchungen des vorangegangenen Abschnitts, bei denen sich Unternehmen für eine bestimmte Form der Publizität entscheiden, war der Unternehmenswert bzw. der Aktienkurs der Unternehmen die relevante Zielgröße, die durch die Publizitätsentscheidung beeinflusst werden sollte. In diesem Abschnitt treten hingegen Regulatorien – dabei kann es sich unter anderem um staatliche oder private, nationale oder supranationale Institutionen wie den deutschen Bundestag, die EU, das DRSC oder das IASB handeln – als Entscheider auf. Deren Zielgrößen unterscheiden sich grundsätzlich von denen der Unternehmen. Als mögliche Zielgrößen kommen die Effizienz der Kapitalmarktes, der Anlegerschutz und als übergreifende Größe die gesellschaftliche Wohlfahrt in Betracht.

Ein zusätzlicher gesellschaftlicher Nutzen der Pflichtpublizität kann entstehen, wenn das Publizitätsoptimum der Unternehmen nicht mit dem gesellschaftlichen Publizitätsoptimum übereinstimmt. Das bedeutet, dass Unternehmen Ausmaß und Qualität der Publizität so wählen, dass es den Nutzen des Unternehmens – abgesehen von Agency-Problemen – maximiert. Der Nutzen von Pflichtpublizität kann danach unterschieden werden, ob er den Unternehmen selbst zu Gute kommt oder die gesellschaftliche Wohlfahrt erhöht. Diese umfasst auch den Anlegerschutz oder die Kapitalmarkteffizienz.

Bushee/Leuz (2005) führen das Argument für den unternehmensspezifischen Nutzen von Pflichtpublizität an, dass Pflichtpublizität als Mittel dient, dem Markt die Verpflichtung zur Veröffentlichung aller Informationen, die von der Pflichtpublizität umfasst werden, zu signalisieren. Da eine freiwillige (Selbst-)Verpflichtung unter Umständen nicht glaubhaft signalisiert werden kann, tritt die Pflichtpublizität an deren Stelle. Weiterhin kann beispielsweise die Wahl der Rechnungslegungsgrundsätze oder eine Notierung in einem bestimmten Börsensegment oder an einer ausländischen Börse mit erhöhten Publizitätsanforderungen als Selbstverpflichtung zur Publizität angesehen werden.

Ein weiteres Argument für den unternehmensspezifischen Nutzen der Pflichtpublizität wird von Greenstone/Oyer/Vissing-Jørgensen (2006) vorgebracht. Sie argumentieren, dass die Unternehmensleitung Anreize besitzen kann, Entscheidungen zu treffen, die nicht der Zielsetzung der Unternehmenswertmaximierung dienen (*diversion*). Rationale Investoren werden auf die Möglichkeit von nicht zielkonformen Entscheidungen mit einem Preisabschlag reagieren. Sofern Pflichtpublizität diese Möglichkeiten einschränken kann, würden dieser Abschlag re-

duziert und damit die Kapitalkosten des Unternehmens gesenkt werden. Auf diese Weise kann Publizität auch einen Beitrag zum Investorenschutz leisten.

Ein Argument für einen gesellschaftlichen Nutzen von Pflichtpublizität gründet auf Hirshleifer (1971). Danach werden an Sekundärmärkten Investoren zu kostenbehafteter, privater Informationssuche motiviert, obwohl der Handel auf diesen Märkten im Endeffekt ein Nullsummenspiel darstellt.<sup>15</sup> Die mit privater Informationssuche verbundenen Kosten stellen daher Kosten für die gesamte Gesellschaft dar. Durch Pflichtpublizität kann eine Vermeidung bzw. Reduzierung dieser Kosten erreicht werden, was zu einer Erhöhung der gesellschaftlichen Wohlfahrt führt.

Coffee (1984) argumentiert, dass die freiwillige Publizität nicht alle Informationen umfasst, die für Investoren von Interesse sind. Dies wird dadurch begründet, dass die Veröffentlichung bestimmter Informationen auch für Investoren anderer Unternehmen von Nutzen sein kann. Diese Unternehmen wiederum können Kosten dadurch sparen, gerade diese Informationen nicht zu veröffentlichen (sog. Freerider-Effekt). Da diese Externalitäten für das veröffentlichende Unternehmen zu Wettbewerbsnachteilen führen, wird es den Umfang der Publizität reduzieren. Eine verpflichtende Publizität von Informationen kann Externalitäten internalisieren und so die Publizität von für den Kapitalmarkt relevanten Informationen erreichen, was zu einer Erhöhung der allokativen Effizienz des Kapitalmarkts und damit zu einer produktiveren Wirtschaft führt.<sup>16</sup>

Auch Bushee/Leuz (2005) führen Externalitätsargumente an, erweitern aber die Argumentation von Coffee (1984) dadurch, dass bei fehlender Pflichtpublizität für andere Unternehmen negative Externalitätseffekte eintreten können. Diese entstehen beispielsweise dadurch, dass Investoren durch freiwillige Publizität eines Unternehmens das Interesse an anderen Unternehmen verlieren.

Ein weiteres Argument ist an die Kapitalmarktfunktion von Finanzanalysten geknüpft.<sup>17</sup> Diese suchen nach unternehmensspezifischen Informationen, verarbeiten diese und geben sie an Dritte weiter. Da davon ausgegangen werden kann, dass Finanzanalysten gewinnmaximierend

---

<sup>15</sup> Vgl. auch Coffee (1984), p. 734.

<sup>16</sup> Vgl. Coffee (1984), p. 722.

<sup>17</sup> Vgl. Coffee (1984), p. 723.

wirtschaften, werden diese nur soweit Informationen zur Verfügung stellen bis die Grenzkosten der Ermittlung, Verarbeitung und Veröffentlichung dem Grenznutzen entsprechen. Je weniger Informationen von Unternehmen veröffentlicht werden, umso teurer wird die Tätigkeit der Finanzanalysten und umso eher entsprechen die Grenzkosten dem Grenznutzen. Ist ein bestimmtes Maß an Publizität für Unternehmen verpflichtend, so bewirkt dies, dass Finanzanalysten ihre Ressourcen für zusätzliche Tätigkeiten verwenden können. Dadurch wird das Ausmaß an für Investoren verfügbaren Informationen erhöht. Weiterhin nehmen Finanzanalysten die Funktion einer Verifikationsinstanz ein, was die Glaubhaftigkeit der von den Unternehmen veröffentlichten Informationen erhöht. Dies steigert die Effizienz des Kapitalmarktes.

### ***1.3 Untersuchungsstichprobe und Struktur des deutschen Aktienmarktes***

In der vorliegenden Arbeit werden im Zeitraum vom 1. Januar 2002 bis 31. Dezember 2006 die Ergebnisankündigungen der Unternehmen untersucht, welche in den Auswahlindizes der Deutschen Börse AG DAX, MDAX, SDAX, TecDAX und NEMAX50 vertreten waren.<sup>18</sup> Da Unternehmen nur in einen Auswahlindex der Deutsche Börse AG aufgenommen werden, wenn sie bestimmte Größenkriterien in Bezug auf Börsenumsatz und Marktkapitalisierung überschreiten<sup>19</sup>, wurden kleine Unternehmen, deren Aktien am deutschen Kapitalmarkt gehandelt werden, nicht berücksichtigt.

Das Börsengesetz regelt die Aufteilung des deutschen Aktienmarktes in die Handelssegmente Amtlicher Markt (§ 30ff BörsG), Geregelter Markt und Freiverkehr (§ 49 ff BörsG), in denen Wertpapiere zugelassen werden können. Im Börsengesetz sind bestimmte mit einer Zulassung verbundene Pflichten des Emittenten wie die Pflicht zur Erstellung von Zwischenberichten nach § 40 BörsG festgelegt. Sowohl beim Amtlichen Markt als auch beim Geregelten Markt handelt es sich um organisierte Märkte im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG, d.h. dass in diesen Börsensegmenten die Zulassungs- und -folgepflichten gesetzlich geregelt sind. Dagegen handelt es sich beim Freiverkehr um ein nichtamtliches deutsches Marktsegment, in dem neben einigen deutschen Aktien überwiegend ausländische Aktien und Optionsscheine gehandelt werden. Zur näheren Ausgestaltung der Regelungen für den Amtlichen Markt ist die Bundesregierung zum Erlass einer Rechtsverordnung ermächtigt (§ 39 Abs. 2 und § 40 Abs. 2

---

<sup>18</sup> Vgl. Leitfaden Aktienindizes, Version 4.6, S. 17, und Version 5.6, S. 15.

<sup>19</sup> Vgl. Leitfaden Aktienindizes, Version 4.6, S. 19, und Version 5.6, S. 16.

BörsG). Diese Möglichkeit wurde durch den Erlass der Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungsverordnung) genutzt. In der Börsenzulassungsverordnung werden die Zulassungsvoraussetzungen sowie die Zulassungsfolgepflichten (u.a. die Pflicht zur Erstellung von Zwischenberichten nach § 40 BörsG) für den Amtlichen Markt näher geregelt.

Nach § 13 Abs. 1 und 2 BörsG muss eine Börse eine Börsenordnung als Satzung erlassen, die sicherstellen soll, dass sie die ihr obliegenden Aufgaben erfüllen kann. Die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (BörsO FWB) als der bedeutendsten Börse in Deutschland<sup>20</sup> gestaltet die Vorgaben des Börsengesetzes in Bezug auf Organisation der Börse, Börsenorgane, Börsenhandel sowie Zulassung und Zulassungsfolgepflichten weiter aus.

Neben den genannten öffentlich-rechtlichen Regelungen haben in der Vergangenheit privatrechtliche Vereinbarungen zwischen den Emittenten und den Börsen, insbesondere der Frankfurter Wertpapierbörse, die Ausgestaltung des deutschen Aktienmarktes weiter differenziert. An erster Stelle sind hierbei die Schaffung der Segmente Neuer Markt und SMAX zu nennen. Rechtliche Grundlage für den Neuen Markt war das Regelwerk Neuer Markt (RWNM). Der Neue Markt sollte jungen, innovativen, wachstumsstarken Unternehmen die Finanzierung ihrer Investitionsprojekte mit Eigenkapital ermöglichen. Im Gegenzug mussten sich die Unternehmen verpflichten, hohe Transparenzvorschriften wie die Quartalsberichterstattung und die Aufstellung von Abschlüssen nach internationalen Rechnungslegungsstandards einzuhalten. In Bezug auf die weiteren Zulassungsfolgepflichten orientierte sich das Regelwerk Neuer Markt am Amtlichen Markt.<sup>21</sup> Die Zulassung für den Neuen Markt erfolgte im Geregelten Markt, gehandelt wurden die Aktien allerdings im Freiverkehr unter Verzicht auf die Notierung im Geregelten Markt.<sup>22</sup> Hintergrund dieser Konstruktion war es, auf privatrechtlicher Grundlage Anforderungen an die Publizität der Unternehmen, insbesondere die Verwendung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze, stellen zu können, die über die gesetzlichen Vorgaben hinausgingen. Auf der anderen Seite konnte durch die Zulassung zum Geregelten Markt der Status eines organisierten Kapitalmarktes nach Wertpapierhandelsgesetz erreicht werden, der für bestimmte institutionelle Investoren die zwingende Voraussetzung für die Aufnahme von Wertpapieren in ihr Portfolio darstellt. Durch die Zulassung am Geregelten

---

<sup>20</sup> Vgl. Zietsch/Holzborn (2002a), S. 2357.

<sup>21</sup> Vgl. Zietsch/Holzborn (2002b), S. 2397.

<sup>22</sup> Vgl. Regelwerk Neuer Markt (Stand 01.07.2002) Ziffer 2.3 Abs. 1 und 4.

Markt waren die Unternehmen des Neuen Marktes auch zur Ad hoc-Publizität nach § 15 WpHG verpflichtet.<sup>23</sup> Auf diese Weise konnten sowohl die Vorteile des öffentlichen als auch des privaten Rechts genutzt werden.<sup>24</sup> Ähnliche Anforderungen wie der Neue Markt stellte das Segment SMAX, welches am 26.04.1999 eingeführt wurde und insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen aus traditionellen Branchen die Möglichkeit bot, durch die Verpflichtung zu hoher Transparenz (Quartalsberichte, internationale Rechnungslegung) auf sich aufmerksam zu machen. SMAX stellte damit ein Qualitätssegment für etablierte Unternehmen aus mittelständischen Branchen dar, die sich freiwillig verpflichten, besonders hohe Transparenz- und Liquiditätsstandards einzuhalten, die in den SMAX-Teilnahmebedingungen (SMAX-T) geregelt wurden. Voraussetzung für die Aufnahme in den SMAX war die Zulassung zum Geregelteten oder Amtlichen Markt.

Ein weiteres prägendes Element des deutschen Aktienmarktes sind die Auswahlindizes der Deutschen Börse.<sup>25</sup> Die Auswahlindizes werden von der Deutsche Börse AG, der Trägerin der Frankfurter Wertpapierbörse nach § 1 Abs. 2 BörsG, anhand des "Leitfadens zu den Aktienindizes der Deutschen Börse" (Leitfaden Aktienindizes) zusammengestellt. Für Unternehmen ist die Zugehörigkeit zu einem Auswahlindex vorteilhaft, da hierdurch die Aufmerksamkeit des Kapitalmarkts auf die Aktie eines Unternehmens erhöht werden kann. Weiterhin ist es üblich, dass institutionelle Investoren die Zusammensetzung bestimmter Indizes in ihren Portfolios abbilden, was die Nachfrage nach den darin enthaltenen Aktien erhöht.<sup>26</sup> Der Leitfaden Aktienindizes legt die Voraussetzungen und die Methode für eine Aufnahme in die Auswahlindizes fest. Die Voraussetzungen für die Aufnahme in die einzelnen Indizes knüpfen unter anderem an die Marktkapitalisierung der frei handelbaren Aktien, die Liquidität der gehandelten Aktien, die Branche des Emittenten, das Handelssegment, in dem die Aktien des Emittenten zugelassen sind, die Häufigkeit der unterjährigen Berichterstattung und die verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze an. Die Auswahl von Unternehmen für einen Index stellt einen privatrechtlichen Rechtsakt der Deutschen Börse AG dar und ist vom öffentlich-rechtlichen Verwaltungsverfahren der Börsenzulassung von Aktien zu trennen.<sup>27</sup>

---

<sup>23</sup> Vgl. Hammen (2003), S. 998.

<sup>24</sup> Vgl. Gebhardt (2003) S. 3; Spindler (2003), S. 2073.

<sup>25</sup> Hierbei sind im Untersuchungszeitraum insbesondere DAX, MDAX, SDAX, TecDAX und NEMAX50 zu nennen.

<sup>26</sup> Vgl. Leitfaden Aktienindizes, Version 5.6, S. 6; Deutsche Börse AG (2002).

<sup>27</sup> Vgl. Gebhardt (2003), S. 16.

Während des Untersuchungszeitraumes hat sich die Struktur des deutschen Aktienmarktes durch die Einführung des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes erheblich verändert.<sup>28</sup> Ziel war es unter anderem, die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Börsen im internationalen Vergleich zu stärken sowie den Anlegerschutz zu erhöhen.<sup>29</sup> Durch die Änderungen des Börsengesetzes wurde den Börsen eine größere Flexibilität bei der Ausgestaltung der öffentlich-rechtlichen Marktsegmente eingeräumt, ohne auf komplexe rechtliche Gestaltungen wie beim Neuen Markt zurückgreifen zu müssen.<sup>30</sup> So wurde es den Börsen ermöglicht, für Teilsegmente des Amtlichen und Geregelten Marktes ergänzend zu den vom Unternehmen einzureichenden Unterlagen weitere Unterrichtsunterlagen verpflichtend vorzuschreiben (§ 42 BörsG n.F. für den Amtlichen Markt und §§ 50 und 54 BörsG n.F. für den Geregelten Markt). Die Frankfurter Wertpapierbörse schuf daraufhin durch eine Änderung der Börsenordnung, die zum 1. Januar 2003 in Kraft trat, die Teilsegmente Prime Standard und General Standard. Der General Standard, der sowohl im Amtlichen Markt als auch im Geregelten Markt das Grundsegment darstellt, stellt an die Emittenten keine über die gesetzlichen Vorgaben hinausgehenden Pflichten. Der Prime Standard erhöht die Anforderungen im Gegensatz zum General Standard unter anderem durch eine verpflichtende Quartalsberichterstattung und die Anwendung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze.<sup>31</sup> Sowohl im Amtlichen Markt als auch im Geregelten Markt zugelassene Unternehmen können im Prime Standard notiert sein. Durch Verweise in den den Geregelten Markt betreffenden Paragraphen der Börsenordnung auf die Bestimmungen zum Amtlichen Markt wurden Unterschiede zwischen diesen börsengesetzlich geregelten Segmenten weitgehend nivelliert.<sup>32</sup> Obwohl als Teilsegmente von Amtlichem und Geregeltem Markt konzipiert, stellt die Zugehörigkeit zum Prime Standard oder General Standard faktisch das wesentliche Unterscheidungsmerkmal von Unternehmen in Bezug auf die Börsensegmentzugehörigkeit dar.

Durch die Einführung des Prime Standards waren die Segmente Neuer Markt und SMAX obsolet. Den darin notierten Unternehmen wurde bis zum 31. Dezember 2003 eine Über-

---

<sup>28</sup> Vgl. Spindler (2003), S. 2073.

<sup>29</sup> Vgl. Gesetzesbegründung zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, BGBl 2002 Teil I Nr. 39, S. 2009ff; Gebhardt (2003), S. 4.

<sup>30</sup> Vgl. Hammen (2003), S. 998.

<sup>31</sup> Vgl. Deutsche Börse AG (2002).

<sup>32</sup> Vgl. BörsO FWB Stand: 15.03.2005 XIV. Abschnitt; Deutsche Börse AG (2002).



gangsfrist eingeräumt, in den Prime Standard bzw. General Standard zu wechseln.<sup>33</sup> Der Wechsel wurde bis zum 3. Juni 2003 von allen Unternehmen vollzogen. Von den Neuer Markt-Unternehmen wechselten ca. zwei Drittel in den Prime Standard ein Drittel in den General Standard. Bei den SMAX-Unternehmen war das Verhältnis ungefähr ausgeglichen.<sup>34</sup>

Neben der Neusegmentierung der Frankfurter Wertpapierbörse wurden im Zuge der durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz initiierten Veränderungen auch die Auswahlindizes der Deutschen Börse AG neu strukturiert. Bis zum 23.03.2002 wurden die größten fünfzig Unternehmen des Neuen Marktes im Auswahlindex NEMAX50 der Deutschen Börse zusammengefasst. Die größten und umsatzstärksten deutschen Unternehmen des SMAX wurden im Auswahlindex SDAX, der am 26.04.1999 eingeführt und zum 24.06.2002 von hundert auf fünfzig Unternehmen verkleinert wurde, zusammengefasst. Die Aufnahme in die Auswahlindizes DAX und MDAX setzte im Gegensatz zu SDAX und NEMAX50 nicht die Zugehörigkeit zu einem Qualitätssegment voraus. Der Leitfaden Aktienindizes forderte lediglich die Zugehörigkeit zum Amtlichen oder Geregelten Markt. Allerdings wurde die Aufnahme in DAX und MDAX von der Erstellung von Quartalsberichten abhängig gemacht. Eine Aufstellung von Jahres- und Zwischenabschlüssen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen wurde indes nicht gefordert. Der zum 1. Januar 2003 neu gefasste Leitfaden Aktienindizes macht die Aufnahme in einen Auswahlindex von der Zugehörigkeit zum Prime Standard abhängig. Damit sind nur solche Unternehmen in DAX, MDAX, SDAX oder NEMAX50 enthalten, die erhöhte Transparenz- und Liquiditätsanforderungen erfüllen, insbesondere Quartalsberichte veröffentlichen und nach internationalen Grundsätzen Rechnung legen. Für Unternehmen, die zum 1. Januar 2003 bereits im DAX oder MDAX vertreten waren, wurde eine Übergangsfrist für die Umstellung auf IFRS oder US-GAAP bis zum 1. Januar 2005 eingeräumt. Dieses Datum korrespondiert mit dem Umstellungszeitpunkt der Konzernrechnungslegung auf IFRS, die durch die Verordnung Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards<sup>35</sup> (IAS-Verordnung) für alle börsennotierten Konzerne verpflichtend ist.<sup>36</sup> Im Zuge der Neuberechnung der Aktienindizes zum 24.03.2003 wurde die Anzahl der Unternehmen im MDAX von siebzig auf fünfzig verringert. Weiterhin wurde ein neuer Auswahlindex, der TecDAX, einge-

---

<sup>33</sup> Vgl. Deutsche Börse AG (2002).

<sup>34</sup> Vgl. Pressemitteilung der Deutsche Börse AG vom 3. Juni 2003, <http://deutsche-boerse.com>.

<sup>35</sup> Vgl. ABl. EG Nr. L 243 S. 1.

<sup>36</sup> Vgl. Deutsche Börse AG (2002).

führt, der zum Teil die Rolle des NEMAX50 einnimmt. Die Grundlage des NEMAX50 entfiel durch die Auflösung des Neuen Marktes. Im Gegensatz zum NEMAX50 besteht der TecDAX nur aus dreißig Unternehmen. Dabei handelt es sich um die dreißig größten Unternehmen der Technologiebranche, die direkt unter dem DAX angesiedelt sind, während der NEMAX50 eine Vielzahl von Branchen umfasste. Der NEMAX50 wurde als Index bis zum Ende des Jahres 2004 fortgeführt, um die Reorganisation der darauf basierenden Fonds und anderer Finanzmarktinstrumente reibungslos zu gestalten. Neue Grundlage für die Unternehmen des SDAX ist nach der Auflösung des SMAX der Prime Standard. Beide Segmente unterscheiden sich hinsichtlich der Anforderungen nicht wesentlich.<sup>37</sup>

Die Tabellen 1.1 und 1.2 stellen die durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz herbeigeführten Veränderungen der Auswahlindizes der deutschen Börse in den Jahren 2002 und 2003 dar.

<b>Tabelle 1.1</b>				
Börsenrechtliche Anforderungen an die Zugehörigkeit zu den Auswahlindizes der Deutschen Börse im Jahr 2002				
<b>2002</b>	<b>DAX</b>	<b>MDAX</b>	<b>SDAX</b>	<b>NEMAX50</b>
Anzahl der Unternehmen	30	70	100 (bis 24.06.2002) 50 (ab 24.06.2002)	50
Quartalsberichte	Ja (Leitfaden Aktienindizes)	Ja (Leitfaden Aktienindizes)	Ja (SMAX-T)	Ja (RWNM)
Internationale Rechnungslegung	Nein	Nein	Ja (SMAX-T seit 1.1.2002)	Ja (RWNM)
Segmentzugehörigkeit	Amtlicher Markt oder Geregelter Markt	Amtlicher Markt oder Geregelter Markt	Amtlicher Markt oder Geregelter Markt plus SMAX	Geregelter Markt (Zulassung) Freiverkehr (Notierung) plus Neuer Markt
Unternehmenssitz	Inland	Inland	Inland	In- und Ausland
Branche	Alle	Alle	Alle	Alle, vorwiegend Wachstumsbranchen

<sup>37</sup> Vgl. Kapitel 2.3.2 und 2.3.3.

<b>Tabelle 1.2</b>				
Börsenrechtliche Anforderungen an die Zugehörigkeit zu den Auswahlindizes der Deutschen Börse ab dem Jahr 2003				
<b>Ab 2003</b>	<b>DAX</b>	<b>MDAX</b>	<b>SDAX</b>	<b>TecDAX (ab 24.03.2003)</b>
Anzahl der Unternehmen	30	50 (ab 26.03.2003)	50	30
Quartalsberichte	Ja, für Prime Standard (BörsO FWB n.F.)	Ja, für Prime Standard (BörsO FWB n.F.)	Ja, für Prime Standard (BörsO FWB n.F.)	Ja, für Prime Standard (BörsO FWB n.F.)
Internationale Rechnungslegung	Ja, für Prime Standard (BörsO FWB n.F.), ggf. Übergangsfrist bis 1.1.2005	Ja, für Prime Standard (BörsO FWB n.F.), ggf. Übergangsfrist bis 1.1.2005	Ja, für Prime Standard (BörsO FWB n.F.)	Ja, für Prime Standard (BörsO FWB n.F.)
Segmentzugehörigkeit	Amtlicher Markt oder Geregelter Markt (Prime Standard)	Amtlicher Markt oder Geregelter Markt (Prime Standard)	Amtlicher Markt oder Geregelter Markt (Prime Standard)	Amtlicher Markt oder Geregelter Markt (Prime Standard)
Unternehmenssitz	Inland	In- und Ausland	In- und Ausland	In- und Ausland
Branche	Alle	Klassische Branchen	Klassische Branchen	Technologie

Zur Übersichtlichkeit werden die wesentlichen Ereignisse der letzten Jahre in Bezug auf Aktienindizes und Börsensegmente in Tabelle 1.3 dargestellt.

<b>Tabelle 1.3</b>		
Chronologie der für den Untersuchungszeitraum bedeutendsten Ereignisse bezüglich Aktienindizes und Börsensegmente		
<b>Datum</b>	<b>Ereignis</b>	<b>Rechtsgrundlage</b>
10.03.1997	Gründung des Neuen Marktes mit Rechnungslegung nach internationalen Grundsätzen und Quartalsberichtspflicht im RWNM	RWNM
26.04.1999	Gründung des SMAX mit Quartalsberichtspflicht in den SMAX-T	SMAX-T
21.06.1999	Einführung SDAX	Leitfaden Aktienindizes
01.07.1999	Einführung NEMAX50	Leitfaden Aktienindizes
01.01.2001	Quartalsberichte und Analystenveranstaltung in DAX und MDAX	Leitfaden Aktienindizes
01.07.2001	Strukturierte Quartalsberichte am Neuen Markt	RWNM
01.01.2002	Jahres- und Zwischenabschlüsse nach internationalen Grundsätzen im SMAX	SMAX-T
24.06.2002	Verkleinerung des SDAX von 100 auf 50 Unternehmen	Leitfaden Aktienindizes
01.01.2003	Neue Börsenordnung (Prime & General Standard) mit Verpflichtung zur internationalen Rechnungslegung sowie Quartalsberichtspflicht für den Prime Standard	BörsG iVm BörsO FWB
01.01.2003	Neufassung des Leitfadens Aktienindizes	Leitfaden Aktienindizes
24.03.2003	Neuberechnung der Auswahlindizes basierend auf Prime Standard	Leitfaden Aktienindizes
24.03.2003	Einführung TecDAX bestehend aus 30 Unternehmen der Technologiebranche	Leitfaden Aktienindizes
24.03.2003	Verkleinerung MDAX von 70 auf 50 Unternehmen	Leitfaden Aktienindizes
31.12.2004	Einstellung der Berechnung des NEMAX50	Leitfaden Aktienindizes

Durch die Neusegmentierung der Frankfurter Wertpapierbörse und die korrespondierende Anpassung des Leitfadens Aktienindizes hat sich zu Beginn des Untersuchungszeitraumes die Struktur des deutschen Aktienmarktes erheblich geändert. Daneben zeichnet sich der Untersuchungszeitraum durch die Entwicklung von einer heterogenen Verwendung von Rechnungslegungslegungsgrundsätzen hin zu einer vollständigen Internationalisierung der von den Unternehmen der Untersuchungsstichprobe zu verwendenden Rechnungslegungsgrundsätze aus.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

### 2.1 Theoretische Modelle und Entwicklung der Hypothesen

In Kapitel II wird anhand der Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktionen der Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen beurteilt. Eine Ergebnisankündigung besitzt Informationsgehalt, wenn sie das Potenzial besitzt, die Erwartungen der Investoren über die Verteilung künftiger Zahlungsströme zu beeinflussen.<sup>38</sup> Da die Verteilung künftiger Zahlungsströme einen wesentlichen Faktor für den Wert eines Unternehmens darstellen, führt eine durchschnittliche Änderung der Investorenerwartungen über die Verteilung künftiger Zahlungsströme zu einer Änderung des Aktienkurses. Die Aktienkursreaktion auf eine Ergebnisankündigung kann somit als Indikator für deren Informationsgehalt angesehen werden. Dieser Zusammenhang wurde in verschiedenen theoretischen Studien modelliert.

Im Modell von Holthausen/Verrecchia (1988) existiert am Kapitalmarkt ein risikobehaftetes Wertpapier, welches am Ende der Handelsperiode einen Liquidationswert  $u$  besitzt. Während der Handelsperiode finden zwei Informationsereignisse statt, von denen das erste den kumulativen Effekt aller über die Zufallsvariable  $\tilde{u}$  bekannten Informationen repräsentiert, das zweite als Ergebnisankündigung angesehen werden kann.<sup>39</sup> Die Marktpreise  $P_0$ ,  $P_1$  und  $P_2$  des Wertpapiers zu Beginn der Handelsperiode und zu den Zeitpunkten der beiden Informationsereignisse respektive werden von einem risikoneutralen, dem Wettbewerb unterliegenden *market maker* festgelegt, der keine privaten Informationen über den Liquidationswert  $\tilde{u}$  besitzt. Zu Beginn der Handelsperiode ist bekannt, dass  $\tilde{u}$  normalverteilt ist mit dem Mittelwert  $m$  und der Varianz  $v$ .  $v$  repräsentiert die wahre Variabilität des Liquidationswertes und kann als Risikomaß des Wertpapiers angesehen werden. Der Marktpreis des Wertpapiers zu Beginn der Handelsperiode entspricht dem Erwartungswert der Zufallsvariable  $\tilde{u}$ :

$$P_0 = E[\tilde{u}] = m$$

Das erste Informationsereignis liefert das Signal  $\tilde{y}_1$  über den wahren Liquidationswert  $\tilde{u}$  beeinflusst durch Verzerrungen  $\tilde{v}_1$ :

$$\tilde{y}_1 = \tilde{u} + \tilde{v}_1$$

---

<sup>38</sup> Vgl. Beaver (1968), p. 68.

<sup>39</sup> Vgl. Holthausen/Verrecchia (1988), p. 104.

$\tilde{v}_1$  hat den Mittelwert Null und die Varianz  $\tilde{n}_1$ .  $\tilde{n}_1$  oder genauer deren reziproker Wert kann als Präzision des ersten Informationsereignisses angesehen werden: wäre  $\tilde{n}_1$  gleich Null, wäre die Präzision also sehr hoch, würde das Informationsereignis vollständig Auskunft über den Liquidationswert geben:  $\tilde{y}_1 = \tilde{u}$ .

Der Marktpreis des Wertpapiers nach dem ersten Informationsereignis stellt sich wie folgt dar:

$$P_1 = E[\tilde{u} | \tilde{y}_1 = y_1] = m + \frac{\nu}{(\nu + n_1)}(y_1 - m)$$

Die durch das erste Informationsereignis ausgelöste Preisänderung  $\tilde{\delta}_1$  – dies entspricht z.B. der Rendite einer Aktie – beträgt somit:

$$\tilde{\delta}_1 = \tilde{P}_1 - \tilde{P}_0 = \frac{\nu}{(\nu + n_1)}(\tilde{y} - m)$$

Die Zufallsvariable  $\tilde{\delta}_1$  besitzt einen Erwartungswert von Null, die Varianz von  $\tilde{\delta}_1$  beträgt:

$$\text{Var}[\tilde{\delta}_1] = \frac{\nu^2}{(\nu + n_1)}$$

Hieran wird deutlich, dass die Renditevarianz steigt, je größer  $\nu$  ist und damit je variabler, d.h. unsicherer der Liquidationswert ist. Besteht hingegen Sicherheit über den Liquidationswert, ( $\nu = 0$ ), reagiert der Wertpapierpreis nicht auf das Informationsereignis. Weiterhin wird deutlich, dass die Renditevarianz umso geringer ist, je weniger aus dem Informationsereignis gelernt werden kann, d.h. je größer die Varianz  $n_1$  der Verzerrung und damit je geringer die Präzision der Information ist.

Das zweite Informationsereignis – z.B. die Ergebnisankündigung – liefert das Signal  $\tilde{y}_2$  über den wahren Liquidationswert  $\tilde{u}$ , wiederum beeinflusst durch Verzerrungen  $\tilde{v}_2$ :  $\tilde{y}_2 = \tilde{u} + \tilde{v}_2$ .  $\tilde{v}_2$  hat – wie  $\tilde{v}_1$  – den Mittelwert Null und Varianz  $\tilde{n}_2$ .

Auch die durch das zweite Informationsereignis ausgelöste Preisänderung besitzt einen Erwartungswert von Null. Die Renditevarianz zwischen dem ersten und dem zweiten Informationsereignis stellt sich wie folgt dar:

$$\text{Var}[\tilde{\delta}_2 | \tilde{P}_1 = P_1] = \frac{\nu^2}{(\nu + n_2)} - \frac{\nu^2}{(\nu + n_1)}$$

Die Renditevarianz steigt hiernach mit steigender Präzision (d.h. mit sinkender Varianz  $n_2$ ) der durch das zweite Ereignis offenbarten Information und sinkt mit steigender Präzision der

durch das erste Ereignis offenbaren Information. Hierbei wird angenommen, dass das zweite Informationsereignis (z.B. die Ergebnisankündigung) alle Informationen über den Liquidationswert liefert, die auch das erste Informationsereignis (z.B. eine Ergebnisvorhersage) offenbart hat.

Im Modell von Holthausen/Verrecchia (1988) wird der Informationsgehalt einer Ergebnisankündigung durch deren Präzision  $n_2$  repräsentiert. Besitzt eine Ergebnisankündigung Informationsgehalt, führt dies über die Änderung der Erwartungen hinsichtlich des Liquidationswertes  $\tilde{u}$  zu einer Änderung der Marktpreise. Ob Ergebnisankündigungen am deutschen Aktienmarkt Informationsgehalt besitzen, wird in den folgenden Abschnitten empirisch beurteilt.

Es wird daher die Hypothese aufgestellt, dass die abnormale Rendite, also die Aktienpreisänderung, die auf die Ergebnisankündigung zurückzuführen ist, am Tag der Ergebnisankündigung höher ist als an anderen Tagen.

Hypothese 1a: Die absolute abnormale Rendite einer Aktie ist am Tag der Ergebnisankündigung höher als an anderen Tagen.

Die Aktienkursreaktion auf die Ergebnisankündigung ist allerdings von weiteren Faktoren wie der Präzision eines vorhergehenden Informationsereignisses oder dem Risiko des Wertpapiers  $v$  abhängig. Ob vorhergehende Informationen Einfluss auf die Aktienkursreaktion besitzen, wird empirisch in Abschnitt 3.2 untersucht.

Neben der Aktienkursreaktion kann der Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen auch durch die Handelsvolumenreaktion gemessen werden. Als Handelsvolumen bezeichnet man die Anzahl in einem bestimmten Zeitraum gehandelter Aktien eines Unternehmens. Dieses ist abhängig von Angebot und Nachfrage dieser Aktie. Es existieren verschiedene Ursachen für Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen von Aktien. Zum einen können diese liquiditätsmotiviert sein. In diesen Fällen können beispielsweise Änderungen von Präferenzen bezüglich der Konsum-Spar-Quote oder Liquiditätsschocks Auslöser für Handelsvolumen sein. Zum anderen kann Handelsvolumen informationsmotiviert sein.<sup>40</sup> Engagiert sich ein Investor in privater Informationssuche, so besitzt dieser überlegene Informationen, aufgrund derer er Kauf- und

---

<sup>40</sup> Vgl. Kim/Verrecchia (1991a), p. 304.

Verkaufsentscheidungen trifft und das Handelsvolumen erhöht. Neben privater Informationssuche führen von Unternehmen induzierte Informationsereignisse dazu, dass neue Informationen in den Markt gelangen und damit allen Investoren bekannt werden. Handelsvolumen entsteht, wenn Investoren unterschiedliche Erwartungen über künftige Zahlungsströme haben. Je weiter die Erwartungen der Investoren vor dem Informationsereignis auseinander liegen, umso höher fällt das Handelsvolumen aus, da Investoren Umschichtungen ihrer Portfolios vornehmen.<sup>41</sup> Führt eine Ergebnisankündigung zu einer Änderung der Investorenerwartungen über künftige Zahlungsströme, entsteht in Abhängigkeit von der Streuung der Investorenerwartungen Handelsvolumen. Die Handelsvolumenreaktion auf eine Ergebnisankündigung kann somit als Indikator für deren Informationsgehalt angesehen werden. Zusätzlich zur durchschnittlichen Änderung der Investorenerwartungen, die eine Aktienkursreaktion auslöst, drückt sich im Handelsvolumen die Summe der durch die Erwartungsänderung ausgelösten Handelstätigkeiten der einzelnen Investoren aus.

Das oben vorgestellte Modell von Holthausen/Verrecchia (1988) beruht auf der Annahme, dass im Markt keine privaten Informationen vorhanden sind<sup>42</sup> und dass die öffentlich verfügbaren Informationen von allen Investoren gleich interpretiert werden (homogene Erwartungen). Folglich wird das Vorhandensein von Handelsvolumen, das aus heterogenen Erwartungen der einzelnen Investoren über den Liquidationswertes  $\tilde{u}$  resultiert, nicht modelliert. Die Auswirkungen privater Informationen auf die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion auf Informationsereignisse werden von Kim/Verrecchia (1991a) explizit berücksichtigt. Im Gegensatz zu Holthausen/Verrecchia (1988) beobachtet der einzelne Händler  $h$  in der Handelsperiode nach dem durch das öffentliche Informationsereignis vermittelten Signal  $\tilde{y}_1$  das private Signal  $\tilde{z}_h$ . Danach wird das öffentliche Signal  $\tilde{y}_2$  bekannt. Die Präzisionen ( $m$ ,  $s_h$  und  $n$  respektive) der Signale  $\tilde{y}_1$ ,  $\tilde{z}_h$  und  $\tilde{y}_2$  entsprechen den reziproken Werten der Varianzen der Verzerrungen.<sup>43</sup> Kim/Verrecchia (1991a) ermitteln die folgende Gleichung<sup>44</sup> zur Preisänderung  $\tilde{\delta}_2$  nach dem zweiten öffentlichen Informationsereignis:

$$\tilde{\delta}_2 = \tilde{P}_2 - \tilde{P}_1 = \frac{n}{K_2} (\tilde{y}_2 - \tilde{P}_1)$$

---

<sup>41</sup> Vgl. z.B. Beaver (1968), p. 69; Bamber (1986), p. 40.

<sup>42</sup> Vgl. Holthausen/Verrecchia (1988), p. 84.

<sup>43</sup>  $m$  entspricht  $1/n_1$  und  $n$  entspricht  $1/n_2$  im Modell von Holthausen/Verrecchia (1988).

<sup>44</sup> Vgl. Kim/Verrecchia (1991a), p. 311.



Die Ergebnisse von Holthausen/Verrecchia (1988), dass die Preisreaktion mit der Präzision des zweiten öffentlichen Informationsereignisses (z.B. der Ergebnisankündigung) steigt und mit der Präzision anderer vorher bekannter Informationen (ausgedrückt durch  $K_2$ ) fällt, können auch bei Vorhandensein privater Informationen bestätigt werden. Aufgrund des proportionalen Zusammenhangs findet keine Preisreaktion statt, wenn die Präzision des Informationsereignisses, d.h. der Informationsgehalt, gleich Null ist. Darüber hinaus wird gezeigt, dass die Preisreaktion mit der Überraschung (z.B. der Ergebnisüberraschung), ausgedrückt durch die Differenz zwischen dem Signal des zweiten öffentlichen Informationsereignisses  $\tilde{y}_2$  und dem Marktpreis des Wertpapiers nach der ersten Handelsteilperiode  $\tilde{P}_1$ , steigt.

Die durch das zweite öffentliche Informationsereignis  $\tilde{y}_2$  ausgelöste Nachfrage  $\tilde{D}_{2h}$  des Händlers  $h$  nach dem Wertpapier wird von Kim/Verrecchia (1991a) wie folgt modelliert:

$$\tilde{D}_{2h} = r_h K_{2h} (\tilde{\mu}_{2h} - \tilde{P}_2)$$

Die Nachfrage des Händlers  $h$  steigt mit der vom Händler  $h$  eingeschätzten Marktchance, d.h. der Differenz zwischen dessen Erwartung  $\tilde{\mu}_{2h}$  hinsichtlich des Liquidationswertes  $\tilde{u}$  und dem Marktpreis  $\tilde{P}_2$ . Die Nachfrage des Händlers  $h$  steigt weiterhin mit dessen Risikotoleranz  $r_h$ , d.h. der Aggressivität, mit der Marktchancen genutzt werden, sowie mit der Präzision der Informationen des Händlers (sowohl der öffentlichen als auch der privaten) vor dem zweiten Informationsereignis  $K_{2h}$ .

Das Handelsvolumen (*Volume*) nach dem zweiten öffentlichen Informationsereignis, also z.B. der Ergebnisankündigung, stellt sich wie folgt dar:

$$Volume = \frac{1}{2} \int |\tilde{D}_{2h} - \tilde{D}_{1h}| di = \left( \frac{1}{2} \int r_k |s_k - s| di \right) |\tilde{P}_2 - \tilde{P}_1|$$

Das Handelsvolumen steigt je stärker die Präzisionen der privaten Informationen  $s_k$  der einzelnen Händler von der durchschnittlichen Präzision  $s$  der privaten Informationen aller Händler abweicht. Die Summe der Erwartungsänderungen der Händler drückt sich im Handelsvolumen aus.<sup>45</sup> Darüber hinaus zeigt sich, dass das Handelsvolumen vom Ausmaß der Preisänderung abhängig ist. Da der Klammerterm zu zusätzlichen Verzerrungen führt, ist das Han-

---

<sup>45</sup> Vgl. Kim/Verrecchia (1991a), p. 313.

delsvolumen ein ungenaueres Maß für den Informationsgehalt, ausgedrückt durch die Präzision  $n$  des zweiten öffentlichen Informationsereignisses, als die Preisreaktion.

Besitzt eine Ergebnisankündigung Informationsgehalt führt dies über die Änderung der Erwartungen hinsichtlich des Liquidationswertes  $\tilde{u}$  und über die Änderung der differentialen Präzision der privaten Information zwischen Händlern zu Handelsvolumen. Ob Ergebnisankündigungen am deutschen Aktienmarkt Informationsgehalt besitzen, wird in den folgenden Abschnitten empirisch beurteilt. Die zu untersuchende Hypothese 1b lautet folglich:

Hypothese 1b: Das Handelsvolumen einer Aktie am Tag der Ergebnisankündigung ist höher als an anderen Tagen.

### ***2.2 Grundlagen der periodenergebnisbezogenen Pflichtpublizität***

Bevor in Abschnitt 2.3 die Verteilung der Ergebnisankündigungen im Untersuchungszeitraum dargestellt wird, werden in diesem Abschnitt die rechtlichen Vorgaben dargelegt, an denen sich die Unternehmen der Untersuchungsstichprobe bei der Veröffentlichung von Periodenergebnissen orientieren müssen. Im Rahmen der Darstellung der rechtlichen Grundlagen sollen die Fragen geklärt werden, wie die Informationsquellen in Bezug auf Periodenergebnisse inhaltlich ausgestaltet sein müssen, wie häufig diese publiziert werden müssen, in welchem Zeitraum nach der Berichtsperiode die Informationen veröffentlicht sein müssen und welche Kommunikationskanäle verwendet werden können oder müssen. Publizitätspflichten, die keine Periodenergebnisse zum Gegenstand haben wie die Veröffentlichung von Directors' Dealings, Meldegrenzen für Stimmrechtsanteile, Schaltung von Finanzanzeigen oder Corporate Governance-Regeln, werden nicht betrachtet.

Da es sich bei der Untersuchungsstichprobe um börsennotierte Aktiengesellschaften im Sinne von § 3 Abs. 2 AktG und damit um Kapitalgesellschaften nach dem Handelsgesetzbuch<sup>46</sup> handelt, müssen alle Unternehmen grundsätzlich nach handelsrechtlichen Vorschriften einen Jahresabschluss und einen Lagebericht aufstellen. Sofern die handelsrechtlichen Voraussetzungen zutreffen, gilt dies auch für Konzernabschluss und Konzernlagebericht. Alternativ kann der Konzernabschluss auch nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen

---

<sup>46</sup> Bei Verweisen auf das Handelsgesetzbuch wird, sofern nicht besonders kenntlich gemacht, auf die im Untersuchungszeitraum 2002 bis 2006 gültigen Fassungen des HGB Bezug genommen.

aufgestellt werden (§ 292a HGB). Für Geschäftsjahre, die am oder nach dem 1. Januar 2005 beginnen, haben Unternehmen, die Wertpapiere an einem geregelten Markt zugelassen haben, gemäß Artikel 4 der IAS-Verordnung Konzernabschlüsse nach den IFRS, wie sie in der EU anzuwenden sind, aufzustellen. Für Unternehmen im NEMAX50 und SDAX ist eine Anwendung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze nach dem RWNM<sup>47</sup> bzw. den SMAX-T<sup>48</sup> verpflichtend. Seit 1. Januar 2003 gilt dies für die gesamte Untersuchungsstichprobe durch die Regelungen der BörsO FWB n.F.<sup>49</sup> für den Prime Standard, da die Zugehörigkeit zum Prime Standard Voraussetzung für die Aufnahme in einen Auswahlindex der Deutschen Börse ist. Damit besteht für die Unternehmen des TecDAX von Beginn an die Verpflichtung zur Anwendung internationaler Rechnungslegungsvorschriften. Für Unternehmen des DAX und des MDAX, die nicht bereits freiwillig internationale Rechnungslegungsgrundsätze befolgten, wurde eine Übergangsfrist bis zum 1. Januar 2005 eingeräumt. Einen Überblick über die verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze gibt Tabelle 3.3 in Abschnitt 3.1.2.4.

Die Bestandteile des Jahres- bzw. Konzernabschlusses sind für die gesamte Untersuchungsstichprobe unabhängig den verwendeten Rechnungslegungsgrundsätzen gleich.<sup>50</sup> Lageberichte und Konzernlageberichte mussten, obwohl in den internationalen Standards nicht gefordert, aufgrund des Gleichwertigkeitserfordernisses nach § 292a Abs. 2 Nr. 3 HGB, des § 315a Abs. 1 HGB n.F. bzw. expliziter Regelungen in RWNM, SMAX-T und BörsO FWB n.F. aufgestellt werden.

Die Veröffentlichungsfrist für Unternehmen des NEMAX50 lag bis zum 31. Dezember 2002 bei drei Monaten, für Unternehmen des SDAX bei vier Monaten nach Ende des Geschäftsjahres.<sup>51</sup> Unternehmen des DAX und des MDAX hatten im Falle der Zulassung am Amtlichen Markt die Regelungen der BörsZulV (Veröffentlichung unmittelbar nach Feststellung des Jahresabschlusses<sup>52</sup>), im Falle der Zulassung am Geregelten Markt die Regelungen des HGB (unmittelbar nach der Hauptversammlung, spätestens 12 Monate nach Geschäftsjahresende)

---

<sup>47</sup> Vgl. Ziffer 7.3.2 Abs. 1.

<sup>48</sup> Für nach dem 31.12.2001 beginnende Geschäftsjahre sind SMAX-Unternehmen nach Ziffer 3.2 SMAX-T zur Aufstellung von Jahresabschlüssen in Übereinstimmung mit IAS oder US-GAAP und eines Lageberichtes verpflichtet.

<sup>49</sup> Vgl. § 62 Abs. 1 BörsO FWB n.F.

<sup>50</sup> Vgl. § 297 Abs. 1 HGB, IAS 1.8,

<sup>51</sup> Vgl. Ziffer 7.3.2 Abs. 2 RWNM, Ziffer 3.2.2 Abs. 1 SMAX-T.

<sup>52</sup> Vgl. § 65 Abs. 1 BörsZulV.

zu beachten. Ab dem 1. Januar 2003 gilt für die gesamte Untersuchungsstichprobe eine einheitliche Veröffentlichungsfrist von vier Monaten.<sup>53</sup> Die elektronische Übermittlung von Jahres- und Konzernabschluss sowie Lage- und Konzernlagebericht war bis zum 31. Dezember 2002 nur für Unternehmen des NEMAX50 und SDAX verpflichtend. Ab 1. Januar 2003 gilt dies für die gesamte Untersuchungsstichprobe.<sup>54</sup>

Die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung von Zwischenberichten (mindestens einmal pro Jahr) galt für die gesamte Untersuchungsstichprobe im Untersuchungszeitraum über die BörsZulV (Amtlicher Markt) bzw. über die BörsO FWB a.F. (Geregelter Markt).<sup>55</sup> Die Erstellung und Veröffentlichung von Quartalsberichten (dreimal pro Jahr) war für die Untersuchungsstichprobe im Jahr 2002 für die Unternehmen des NEMAX50 und des SDAX über die jeweiligen Regelwerke, für die Unternehmen des DAX und des MDAX über den Leitfaden Aktienindizes a.F. verpflichtend.<sup>56</sup> Ab dem Jahr 2003 ist die rechtliche Grundlage für die Erstellung von Quartalsberichten für die gesamte Untersuchungsstichprobe die BörsO FWB n.F. (Prime Standard).<sup>57</sup>

Im gesamten Untersuchungszeitraum mussten in den Quartalsberichten die Rechnungslegungsgrundsätze des Jahres- bzw. Konzernabschlusses angewendet werden. Die inhaltliche Ausgestaltung wurde ab dem 1. Januar 2003 für die gesamte Untersuchungsstichprobe durch die BörsO FWB n.F. normiert. Davor waren die Anforderungen für die Unternehmen des NEMAX50 am höchsten. Die Anforderungen für die restlichen Unternehmen orientierten sich im Wesentlichen an den Regelungen der BörsZulV. Die Veröffentlichungsfrist beträgt für die gesamte Untersuchungsstichprobe im gesamten Untersuchungszeitraum aufgrund unterschiedlicher Rechtsgrundlagen zwei Monate.<sup>58</sup> Dies galt gleichsam für die elektronische Übermittlung der Quartalsberichte an die Deutsche Börse AG.<sup>59</sup>

---

<sup>53</sup> Vgl. § 62 Abs. 3 BörsO FWB n.F.

<sup>54</sup> Eine Übersicht über die Anforderungen zu Jahres- und Konzernabschlüssen ist im Anhang (Tabelle A.1) enthalten.

<sup>55</sup> Vgl. § 53 BörsZulV, § 61 Abs. 1 BörsO FWB a.F.

<sup>56</sup> Vgl. Abschnitt 2 Ziffer 7.1.1 RWNM, Ziffer 3.1 der SMAX-T (Stand 01.07.2000), Leitfaden Aktienindizes Version 4.6, September 2002, "a.F."

<sup>57</sup> Vgl. §§ 63 und 78 BörsO FWB n.F.

<sup>58</sup> Vgl. § 61 BörsZulV, § 61 Abs. 1 BörsO FWB a.F., § 63 Abs. 8 BörsO FWB n.F., Ziffer 7.1.7 RWNM.

<sup>59</sup> Eine Übersicht über die Anforderungen zu Zwischenberichten ist im Anhang (Tabelle A.2) enthalten.

Neben den dargestellten Normen zur Regelpublizität existieren Rechtsnormen, die die Unternehmenspublizität vom Eintritt bestimmter Ereignisse abhängig macht (situationsbezogene Publizität<sup>60</sup>).<sup>61</sup> Hierbei ist in erster Linie die in § 15 WpHG verankerte Ad hoc-Publizität zu nennen. § 15 Abs. 1 WpHG a.F. regelt, dass ein Unternehmen, das zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen ist, unverzüglich eine Tatsache zu veröffentlichen hat, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, wenn sie wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. Von § 15 WpHG sind nur solche Unternehmen betroffen, die zum Amtlichen oder Geregelten Markt zugelassen sind.<sup>62</sup> Damit fallen auch die Unternehmen des Neuen Marktes unter die Vorschrift, da diese zwar im Freiverkehr gehandelt (notiert) werden, jedoch unter Verzicht der Notierung im Geregelten Markt zugelassen sind. Da sowohl vor als auch nach der Neufassung des Leitfadens Aktienindizes zum 1. Januar 2003 die Zulassung zum Amtlichen oder Geregelten Markt die Voraussetzung für die Aufnahme in einen Aktienindex der Deutschen Börse war, unterliegen alle Unternehmen der Untersuchungsstichprobe über den gesamten Untersuchungszeitraum der Ad hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG.

Zweck der Ad hoc-Publizitätspflicht ist es, einen gleichen Informationsstand der Marktteilnehmer durch eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes zu fördern, um die Bildung unangemessener Börsenpreise aufgrund fehlerhafter oder unvollständiger Unterrichtung zu vermeiden.<sup>63</sup> Ob eine Information über Periodenergebnisse die Voraussetzungen des § 15 WpHG erfüllt, ist nicht eindeutig geklärt. Empirische Studien zeigen, dass Ad-hoc-Mitteilungen in erheblichem Maße Rechnungslegungsinformationen zum Inhalt haben.<sup>64</sup> Neben dem Wertpapierhandelsgesetz waren Unternehmen des Neuen Marktes und des SMAX auf zivilrechtlicher Basis zur Ad hoc-Publizität verpflichtet (Abschnitt 2 Ziffer 7.3.12 RWNM bzw. Ziffer 3.6 SMAX-T).

---

<sup>60</sup> Vgl. Feinendegen/Nowak (2001), S. 3.

<sup>61</sup> Vgl. Jahresbericht 2001 des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (BAWe), S. 30, [http://www.bafin.de/jahresbericht/jb01\\_wa.pdf](http://www.bafin.de/jahresbericht/jb01_wa.pdf) [Stand: 01.05.2007].

<sup>62</sup> Vgl. Regierungsentwurf BT-Drucksache 12/6679 S. 48 und 76; Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel/Deutsche Börse AG (1998); Grimme/Buttlar (2003), S. 906.

<sup>63</sup> Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs.12/7918, S.102.

<sup>64</sup> Vgl. Oerke (1999); Röder (1999); Leis/Nowak (2002).

Die Veröffentlichung von Ad hoc-Mitteilungen muss in mindestens einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder einem weit verbreiteten, elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssystem (Bereichsöffentlichkeit, Internet, Videotext, Servicegesellschaft) in deutscher Sprache erfolgen (§ 15 Abs. 3 WpHG). Nach der ab dem 1. Januar 2005 gültigen Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung ist eine Veröffentlichung nur noch über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem möglich. Darüber hinaus ist die Meldung für mindestens einen Monat auf der Website des Unternehmens bekannt zu geben (§§ 4f WpAIV).

Neben den vorgeschriebenen Kommunikationskanälen in Bezug auf einzelne Informationsquellen, existieren weitere rechtlich begründete Kommunikationskanäle, durch die unter anderem Informationen über Periodenergebnisse verbreitet werden können. Hierzu zählen die Hauptversammlung sowie Analystenkonferenzen.

In der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft üben die Aktionäre ihre Rechte in den Angelegenheiten der Gesellschaft aus (§ 118 AktG). Dazu gehören im Wesentlichen die Bestellung der Mitglieder des Aufsichtsrates, die Verwendung des Bilanzgewinns, die Entlastung der Mitglieder des Vorstandes, die Bestellung des Abschlussprüfers und Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und Kapitalherabsetzung (§ 119 AktG). Der Vorstand der Aktiengesellschaft hat unter anderem den Jahresabschluss und Lagebericht vorzulegen und zu erläutern (§ 176 Abs. 1 i.V.m. § 175 Abs. 2 AktG). Dies gilt ebenso für den Konzernabschluss- und Konzernlagebericht. Dabei soll der Vorstand auch zu negativen Periodenergebnissen Stellung nehmen. Da die Erläuterung von Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung auch im Anhang sowie weitere Erläuterungen im Lagebericht erfolgen, besitzt die Unternehmensleitung die Möglichkeit, zusätzliche Informationen zur Interpretation des Jahresergebnisses zur Verfügung zu stellen, das Jahresergebnis zu kommentieren und Fragen der Aktionäre zu beantworten.<sup>65</sup> Zusätzliche Informationen zu negativen Jahresergebnissen, die nicht bereits im Lagebericht erläutert wurden, können beispielsweise negative Spatenergebnisse betreffen, die durch positive Ergebnisse anderer Sparten kompensiert wurden.<sup>66</sup> Die Hauptversammlung hat in den ersten acht Monaten des Geschäftsjahres stattzufinden (§ 175 Abs. 1 Satz 2 AktG). Da es sich

---

<sup>65</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz, 6. Aufl., § 176 AktG Tz. 12.

<sup>66</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz, 6. Aufl., § 176 AktG Tz. 19.

bei allen Unternehmen der Untersuchungsstichprobe um Aktiengesellschaften handelt<sup>67</sup>, müssen diese einmal pro Geschäftsjahr eine Hauptversammlung durchzuführen.

Ähnlich wie bei der Hauptversammlung, die sich an die Aktionäre der Gesellschaft richtet, ist der Adressatenkreis von Analystenkonferenzen beschränkt. Analystenkonferenzen dienen insbesondere dazu, Fragen der Analysten zu beantworten. Werden in einer Analystenkonferenz kursrelevante Informationen weitergegeben, so müssen diese zeitgleich als Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht werden. Vorschriften zur Durchführung von Analystenkonferenzen finden sich im RWNM (Abschnitt 2 Ziffer 7.3.11), in den SMAX-T (Ziffer 3.4), im Leitfaden Aktienindizes a.F. (Ziffer 5.3) sowie im der BörsO FWB n.F. (§ 65, 80). Die einzelnen Vorschriften stimmen in den wesentlichen Punkten überein. Danach muss jährlich mindestens eine Analystenveranstaltung außerhalb der Bilanzpressekonferenz durchgeführt werden. Die Trennung von Analystenveranstaltung und Bilanzpressekonferenz kann durch die „unterschiedlichen Aufgaben, Funktionen sowie [...] unterschiedlichen Adressatenkreise [...] beider Veranstaltungen“<sup>68</sup> erklärt werden. Die inhaltliche Ausgestaltung der Veranstaltung bleibt den Unternehmen überlassen. In der Praxis werden Analystenkonferenzen häufig als Präsenzveranstaltungen durchgeführt. Es werden jedoch auch Telefon- und Videokonferenzen angeboten. Die Pflicht zur Durchführung mindestens einer Analystenkonferenz gilt im gesamten Untersuchungszeitraum für alle Unternehmen der Untersuchungsstichprobe.

Zusammenfassend unterscheidet sich die Pflichtpublizität der Unternehmen der Untersuchungsstichprobe zum einen dadurch, dass Unternehmen des DAX und des MDAX die Möglichkeit haben, bis zum Geschäftsjahr 2005 zu wählen, welche Rechnungslegungsgrundsätze sie anwenden. Es ist zu erwarten, dass die im Jahr 2006 veröffentlichten Periodenergebnisse im Wesentlichen auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen beruhen. Weiterhin ist zu erwarten, dass im Untersuchungszeitraum Jahres- bzw. Konzernabschlüsse innerhalb von vier Monaten, Quartalsberichte innerhalb von zwei Monaten veröffentlicht werden. Innerhalb dieser Zeiträume steht es den Unternehmen frei sowohl vorläufige als auch endgültige Periodenergebnisse zu veröffentlichen. Weiterhin ist damit zu rechnen, dass Periodenergebnisse über verschiedene Kommunikationskanäle veröffentlicht werden.

---

<sup>67</sup> Für die KGaA gelten gemäß § 278 Abs. 3 und § 285 AktG die Regelungen zur Hauptversammlung entsprechend.

<sup>68</sup> Gebhardt (2003), S. 13.

### ***2.3 Ergebnisankündigungen am deutschen Aktienmarkt***

#### **2.3.1 Bestimmung des Ankündigungszeitpunktes**

Ein informationseffizienter Kapitalmarkt reagiert nur auf Informationen, die nicht bereits vorher bekannt waren und Erwartungsänderungen der Investoren in Bezug auf die Verteilung künftiger Zahlungsströme ausgelöst haben. Aus diesem Grund ist es im Rahmen dieser Arbeit von höchster Bedeutung, den Zeitpunkt zu identifizieren, zu dem die Information über das Periodenergebnis erstmalig einer breiten Öffentlichkeit zugänglich gemacht wurde.<sup>69</sup>

Als Informationsquelle für Ergebnisankündigungstage wurde für diese Arbeit die Datenbank Factiva verwendet. Factiva ist ein Gemeinschaftsprojekt der Unternehmen Dow Jones und Reuters und enthält über 40.000 internationale Publikationen. Das Ziel der Sammlung der Ereigniszeitpunkte war es, für alle Unternehmen, die in den Jahren 2002 bis 2006 in den Aktienindizes DAX, MDAX, NEMAX50, TecDAX und SDAX enthalten waren, Ergebnisankündigungen zur ermitteln. Die Ankündigungstage wurden in einem ersten Schritt unter Verwendung spezieller Publikationen (Reuters News, Dow Jones International News), die auf täglicher Basis die in den nächsten fünf Handelstagen zu erwartenden Unternehmensereignisse angeben, gesammelt (siehe Abbildungen 2.1 bis 2.3).

---

<sup>69</sup> Vgl. MacKinlay (1997), p. 14.



## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

Abbildung 2.1

Factiva-Suchmaske, Eingrenzung für spezielle Publikationen und den Untersuchungszeitraum 2002 bis 2006

The screenshot shows the Factiva search interface. At the top, there is a navigation bar with 'Suche' selected. Below it, the search term 'Germany Calendar of Corporate' is entered. The search period is set to 'Zeitraum eingeben...' with a date range of '1 / 1 / 2002 bis 31 / 12 / 2006'. The 'Aktuelle Auswahl' section shows filters for 'Quelle' (Dow Jones Business News, Dow Jones International News, Reuters News), 'Unternehmen' (Alle Unternehmen), 'Thema' (Alle Themen), 'Branche' (Alle Branchen), 'Region' (Alle Regionen), 'Sprache' (Englisch), and 'Suchen'. The 'Weitere Optionen' section includes 'Nach Freitextbegriffen suchen in:' (Gesamter Artikel), 'Ausschliessen:' (Wiederveröffentlichungen, Wiederkehrende Kurs- und Marktdaten, Nachrufe, Sport, Kalender...), and 'Sortieren nach:' (Publikationsdatum, älteste zuerst).

Abbildung 2.2

Auszug aus dem Suchergebnis aufgrund der in Abbildung 2.1 dargestellten Sucheinstellungen

- 37. **Germany Calendar of Corporate Events - Week Ahead**  
Dow Jones International News, 15:18, 18 February 2002, 137 words, (English)  
All dates are in GMT Tuesday, Feb. 19, 2002 Company Event Axel Springer Prelim FY '0  
[More Like This](#)
- 38. **Germany Calendar of Corporate Events - Week Ahead**  
Dow Jones International News, 07:00, 19 February 2002, 137 words, (English)  
All dates are in GMT Tuesday, Feb. 19, 2002 Company Event Axel Springer Prelim FY '0  
[More Like This](#)
- 39. **Germany Calendar of Corporate Events - Week Ahead**  
Dow Jones International News, 13:06, 19 February 2002, 100 words, (English)  
All dates are in GMT Wednesday, Feb. 20, 2002 Company Event DaimlerChrysler FY '0:  
[More Like This](#)
- 40. **Germany Calendar of Corporate Events - Week Ahead**  
Dow Jones International News, 07:00, 20 February 2002, 100 words, (English)  
All dates are in GMT Wednesday, Feb. 20, 2002 Company Event DaimlerChrysler FY '0:  
[More Like This](#)
- 41. **Germany Calendar of Corporate Events - Week Ahead**  
Dow Jones International News, 13:25, 20 February 2002, 71 words, (English)  
All dates are in GMT Thursday, Feb. 21, 2002 Company Event Allianz Press conference  
[More Like This](#)
- 42. **Germany Calendar of Corporate Events - Week Ahead**  
Dow Jones International News, 07:00, 21 February 2002, 71 words, (English)  
All dates are in GMT Thursday, Feb. 21, 2002 Company Event Allianz Press conference  
[More Like This](#)

Abbildung 2.3

Beispiel eines Artikels von Dow Jones International News über Ereignisse einer bestimmten Woche

Article 96

### Germany Calendar of Corporate Events - Week Ahead

124 words

10 April 2002

06:00

[Dow Jones International News](#)

English

(Copyright (c) 2002, Dow Jones & Company, Inc.)

All dates are in GMT

Wednesday, April 10, 2002

Company

CE Consumer Electronic

DaimlerChrysler

FAG Kugelfischer

Hornbach Holding

TV Loonland

Event

FY'01 earnings press conference, Munich

AGM, Berlin

FY'01 earnings

FY'01 earnings

FY'01 earnings press conference, Munich

Thursday, April 11, 2002

Company

Continental

Dresdner Bank

HSBC Trinkaus & Burckhardt  
conference, Duesseldorf

MAN

Sal. Oppenheim

Friday, April 12, 2002

Company

Biotest

Schering

Monday, April 15, 2002

Company

Volkswagen

Tuesday, April 16, 2002

Company

Volkswagen

Event

2001 earnings press conference

FY'01 earnings press conference

FY'01 earnings press

FY'01 earnings press conference, Munich

FY'01 earnings press conference

Event

FY'01 earnings

AGM, Berlin

Event

Supervisory Board Meeting

Event

AGM, Hamburg

0500GMT

70723

Document dji0000020020410dy4a000ad

More Like This

Related Factiva Intelligent Indexing™

Die dort angegebenen Ankündigungstage wurden durch eine Suche über alle verfügbaren Publikationen um den angegebenen Zeitpunkt herum überprüft (siehe Abbildung 2.4).

Abbildung 2.4

Factiva-Suchmaske, Eingrenzung für ein bestimmtes Unternehmen um den ermittelten Ankündigungszeitpunkt

The screenshot shows the Factiva search interface with the following filters and values:

- Free Text**: [Empty search box]
- Date**: Enter date range... 08 / 04 / 2002 to 14 / 04 / 2002 dd/mm/yyyy
- Select Sources and Factiva Intelligent Indexing TM**:
  - Source**: All Sources
  - Company**: Continental AG Save
  - Subject**: All Subjects
  - Industry**: All Industries
  - Region**: All Regions
  - Language**: English
  - Look up**: [Empty]

### 2.3.2 Darstellung der Untersuchungsergebnisse

Tabelle 2.1 zeigt die Verteilung der ermittelten Ergebnisankündigungszeitpunkte für Quartals- und Jahresergebnisse jeweils getrennt nach vorläufigen und endgültigen Periodenergebnissen. Man erkennt, dass aufgrund der Reduzierung der Unternehmen in den Auswahlindizes der Deutschen Börse die Anzahl der Ergebnisankündigungen in den Jahren 2004 bis 2006 niedriger ist als in den Jahren 2002 und 2003. Es zeigt sich, dass die Anzahl vorläufiger Jahresergebnisse (YEAR PRE) weitaus häufiger ist als die Anzahl vorläufiger Quartalsergebnisse. Ein Grund hierfür könnte darin liegen, dass es aufgrund der erhöhten Publizitätsanforderungen und der Prüfungspflicht von Jahresabschlüssen weitaus mehr Zeit in Anspruch nimmt, Jahresabschlüsse zu erstellen, als Zwischenabschlüsse. Man kann vermuten, dass der Kapitalmarkt wegen dieser im Vergleich zu Quartalsergebnissen längeren Veröffentlichungsfrist vorläufige Informationen über das Jahresergebnis verlangt. Darüber hinaus werden vorläufige Jahresergebnisse mitunter zusammen mit den Ergebnissen des vierten Quartals veröffentlicht, für deren Veröffentlichung jedoch keine Verpflichtung besteht. In etwa der Hälfte der Fälle werden vor endgültigen Jahresergebnissen vorläufige Jahresergebnisse veröffentlicht. Insgesamt besteht die Untersuchungsstichprobe aus 3590 Ergebnisankündigungen.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.1**

Verteilung der Untersuchungsereignisse nach Art der Ereignisse in den Jahren 2002 bis 2006

<i>Jahr</i>	<i>Art des Ereignisses</i>								
	<i>Q1</i>	<i>Q1 PRE</i>	<i>Q2</i>	<i>Q2 PRE</i>	<i>Q3</i>	<i>Q3 PRE</i>	<i>YEAR</i>	<i>YEAR PRE</i>	<i>Total</i>
2002	182	9	182	28	182	14	206	160	963
	5,07	0,25	5,07	0,78	5,07	0,39	5,74	4,46	26,82
	18,90	0,93	18,90	2,91	18,90	1,45	21,39	16,61	
	24,69	37,50	23,85	73,68	24,14	46,67	25,85	35,79	
2003	141	8	153	5	151	14	158	112	742
	3,93	0,22	4,26	0,14	4,21	0,39	4,40	3,12	20,67
	19,00	1,08	20,62	0,67	20,35	1,89	21,29	15,09	
	19,13	33,33	20,05	13,16	20,03	46,67	19,82	25,06	
2004	129	5	142	3	138	0	147	58	622
	3,59	0,14	3,96	0,08	3,84	0,00	4,09	1,62	17,33
	20,74	0,80	22,83	0,48	22,19	0,00	23,63	9,32	
	17,50	20,83	18,61	7,89	18,30	0,00	18,44	12,98	
2005	142	1	142	1	144	2	146	63	641
	3,96	0,03	3,96	0,03	4,01	0,06	4,07	1,75	17,86
	22,15	0,16	22,15	0,16	22,46	0,31	22,78	9,83	
	19,27	4,17	18,61	2,63	19,10	6,67	18,32	14,09	
2006	143	1	144	1	139	0	140	54	622
	3,98	0,03	4,01	0,03	3,87	0,00	3,90	1,50	17,33
	22,99	0,16	23,15	0,16	22,35	0,00	22,51	8,68	
	19,40	4,17	18,87	2,63	18,44	0,00	17,57	12,08	
Total	737	24	763	38	754	30	797	447	3590
	20,53	0,67	21,25	1,06	21,00	0,84	22,20	12,45	100,00

Tabelle 2.2 zeigt die Verteilung der Untersuchungsereignisse über die Auswahlindizes der Deutschen Börse. Der Grund für den Rückgang der Anzahl an Ereignissen in MDAX und NEMAX50 und für den Anstieg in TecDAX zwischen 2002 und 2003 ist, dass seit April 2003 der NEMAX50 nicht fortgeführt wurde und die Anzahl an im MDAX enthaltenen Aktien von 70 auf 50 reduziert wurde (vgl. Abschnitt 1.3). Ergebnis dieser Maßnahmen war, dass Aktien, die vorher im MDAX und NEMAX50 enthalten waren, auf den SDAX und den neu formierten Index TecDAX, der dreißig Aktien enthält, verteilt wurden. Der Grund für den Rückgang an Ereignissen im SDAX ist, dass die Anzahl an Aktien im Jahr 2002 von 100 auf 50 reduziert wurde.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.2**

Verteilung der Untersuchungsereignisse auf Aktienindizes in den Jahren 2002 bis 2006

<i>Jahr</i>	<i>Listing</i>					<i>Total</i>
	<i>DAX</i>	<i>MDAX</i>	<i>NEMAX50</i>	<i>SDAX</i>	<i>TecDAX</i>	
2002	144	318	253	248	0	963
	4,01	8,86	7,05	6,91	0,00	26,82
	14,95	33,02	26,27	25,75	0,00	
	21,46	27,13	80,32	25,10	0,00	
2003	143	252	62	190	95	742
	3,98	7,02	1,73	5,29	2,65	20,67
	19,27	33,96	8,36	25,61	12,80	
	21,31	21,50	19,68	19,23	21,40	
2004	132	209	0	173	108	622
	3,68	5,82	0,00	4,82	3,01	17,33
	21,22	33,60	0,00	27,81	17,36	
	19,67	17,83	0,00	17,51	24,32	
2005	128	201	0	190	122	641
	3,57	5,60	0,00	5,29	3,40	17,86
	19,97	31,36	0,00	29,64	19,03	
	19,08	17,15	0,00	19,23	27,48	
2006	124	192	0	187	119	622
	3,45	5,35	0,00	5,21	3,31	17,33
	19,94	30,87	0,00	30,06	19,13	
	18,48	16,38	0,00	18,93	26,80	
Total	671	1172	315	988	444	3590
	18,69	32,65	8,77	27,52	12,37	100,00

Ab dem Jahr 2004 haben DAX-Unternehmen durchschnittlich 4,2, MDAX-Unternehmen 4,0, SDAX-Unternehmen 3,6 und TecDAX-Unternehmen 3,9 Ergebnisse pro Jahr veröffentlicht. Der höhere Durchschnittswert der DAX- und MDAX-Unternehmen kann dadurch erklärt werden, dass große Unternehmen häufiger vorläufige Ergebnisse veröffentlichen und dass kleinere Unternehmen eine geringere Beachtung in der Presse finden, so dass möglicherweise durch das im vorangegangenen Abschnitt beschriebene Vorgehen nicht alle Ergebnisankündigungen insbesondere kleinerer Unternehmen erkannt wurden.

Wie oben beschrieben wurden die Ankündigungstage mit Hilfe spezieller Publikationen gesammelt und durch manuelle Suche ergänzt und überprüft. Dieses Verfahren verspricht, die Tage der erstmaligen Ankündigung von Periodenergebnissen mit hoher Präzision zu ermitteln. Eine Alternative wäre die Verwendung von Ankündigungstagen aus Datenbanken. Für die Jahre 2002 und 2003 standen die Ankündigungstage aus der Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) - Consensus-Datenbank von Thomson Financial und aus der Datenbank „Reuters 3000 Xtra“ zur Verfügung. Allerdings sind darin nur die Ankündigungstage für Jahresergebnisse enthalten, weswegen diese Datenbanken bei der späteren Analyse nicht verwendet wurden.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

Dennoch ist eine Analyse der in den Datenbanken enthaltenen Ankündigungstage von Interesse. Um die Güte der darin angegebenen Ankündigungstage zu überprüfen, wurden diese mit den selbst ermittelten Ankündigungstagen verglichen. Weiterhin ist es möglich zu analysieren, ob es sich bei den in den Datenbanken angegebenen Tagen um vorläufige oder endgültige Jahresergebnisse handelt. Zu diesem Zweck wurde die Differenz des Ankündigungstages aus der jeweiligen Datenbank und dem selbst ermittelten Tag gebildet. Die Verteilung der Differenzen für beide Datenbanken ist in Tabelle 2.3 getrennt nach vorläufigen und endgültigen Jahresergebnissen dargestellt.

**Tabelle 2.3**

Verteilung der Differenzen zwischen Ankündigungstag laut Datenbank und selbst ermitteltem Ankündigungstag in Kalendertagen jeweils für die Datenbanken I/B/E/S und Reuters für die Teilstichproben vorläufiger und endgültiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse, für die Daten der I/B/E/S- bzw. der Reuters-Datenbank verfügbar waren							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
DateDiffIBES	339	14,31	4	0	28	-43	119
DateDiffReuters	301	11,52	3	0	27	-42	82
Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse, für die Daten der I/B/E/S- bzw. der Reuters-Datenbank verfügbar waren							
DateDiffIBES	252	50,74	47	25	81	-41	122
DateDiffReuters	200	37,57	40	14	56	-41	85
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen							
DateDiffIBES	Anzahl der Kalendertage zwischen dem in der I/B/E/S-Datenbank zur Verfügung gestellten Ergebnisankündigungstag und dem selbst ermittelten Ergebnisankündigungstag						
DateDiffReuters	Anzahl der Kalendertage zwischen dem in der Reuters-Datenbank zur Verfügung gestellten Ergebnisankündigungstag und dem selbst ermittelten Ergebnisankündigungstag						

Beim Vergleich der Teilstichproben endgültiger und vorläufiger Jahresergebnisse erkennt man, dass sowohl bei der I/B/E/S- als auch bei der Reuters-Datenbank die Differenzen im Median und im arithmetischen Mittel (*Mean*) bei der Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse wesentlich geringer sind als bei der Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse. Ein T-Test in Bezug auf die Differenz der arithmetischen Mittel der Teilstichproben bestätigt dies (T-Wert I/B/E/S: -14.21, T-Wert Reuters: -11.94). Dies deutet darauf hin, dass die Datenbanken im Wesentlichen endgültige Jahresergebnisse berichten. Bei Verwendung der Ankündigungstage aus den Datenbanken muss daher berücksichtigt werden, dass zum Zeitpunkt der Ankündigung endgültiger Jahresgewinne im Regelfall bereits Vorab-Informationen in Form von vorläufigen Ergebnisankündigungen bekannt sind. Sowohl Median als auch arithmetisches Mittel sind bei der Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse für beide Datenbanken positiv. Dies deutet darauf hin, dass in den Datenbanken durchschnittlich ein späterer Termin im Gegensatz zum selbst ermittelten Datensatz angegeben wird. Sofern die selbst ermittelten

Ankündigungszeitpunkte als korrekt angesehen werden, deutet dies daraufhin, dass die in den Datenbanken angegebenen Daten im Durchschnitt nicht die Zeitpunkte widerspiegeln, zu denen die Information über den endgültigen Jahresgewinn erstmalig in den Markt gelangt. Beim Vergleich der I/B/E/S- und der Reuters-Datenbank erkennt man, dass die Streuung der Differenzen bei der Reuters-Datenbank geringer ist. Dies kann so interpretiert werden, dass die angegebenen Zeitpunkte der Reuters-Datenbank exakter sind. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass die Anzahl an zur Verfügung stehenden Ankündigungszeitpunkten aus der Reuters-Datenbank geringer ist und somit beide Datensätze nicht unmittelbar vergleichbar sind.

### ***2.4 Aktienkursreaktionen auf Ergebnisankündigungen***

#### **2.4.1 Referenzuntersuchungen**

Es existiert eine Vielzahl von Studien, die die Wirkung von Ergebnisankündigungen auf den Kapitalmarkt und die Einflussfaktoren auf die Kapitalmarktreaktion empirisch untersuchen.<sup>70</sup> Die anhand der Aktienkursreaktion gemessene Nützlichkeit (*usefulness*) von Rechnungslegungsdaten, insbesondere von Periodenergebnissen, wurde erstmals in den Studien von Ball/Brown (1968) und Beaver (1968) am US-amerikanischen Kapitalmarkt untersucht.<sup>71</sup> Beaver (1968) zeigt, dass die Varianz der Aktienrenditen sowie das Handelsvolumen in der Woche der Ankündigung von Jahresergebnissen höher als in den Wochen vor und nach der Ankündigungswoche sind.

Grant (1980) untersucht unter der Verwendung des Ansatzes von Beaver (1968), ob die Aktienkursreaktion auf Jahresergebnisse für Unternehmen an der New York Stock Exchange und im OTC-Markt aufgrund der in diesen Segmenten differierenden Anforderungen bezüglich der Veröffentlichung von Informationen zwischen den Jahresergebnissen unterschiedlich ist. Grant (1980) kommt zu dem Ergebnis, dass die Ankündigung von Jahresergebnissen sowohl für NYSE- als auch für OTC-Unternehmen Informationsgehalt besitzt, dass dieser jedoch für OTC-Unternehmen größer ist.

---

<sup>70</sup> Eine tabellarische Übersicht über Untersuchungen zur Aktienkursreaktion ist im Anhang (Tabelle A.3) enthalten.

<sup>71</sup> Vgl. Kothari (2001), p. 112.

Während Beaver (1968) nur das Ausmaß der Kapitalmarktreaktion betrachtet, untersuchen Ball/Brown (1968) auch die Richtung der Kapitalmarktreaktion. Hierfür teilen sie die Untersuchungstichprobe in Portfolios mit positiver und negativer Ergebnisüberraschung. Sie zeigen, dass sich die aggregierten abnormalen Renditen für beide Portfolios bereits einige Wochen vor der Ergebnisankündigung auseinander entwickeln. Hieraus schlussfolgern Ball/Brown (1968), dass ein großer Teil der Information aus Jahresergebnissen bereits vor der Ergebnisankündigung in den Marktpreisen berücksichtigt ist. Dies wird auf das Vorhandensein von zeitnäheren Informationsquellen wie Zwischenberichten zurückgeführt. In der Folgezeit wurden die Ergebnisse von Ball/Brown (1968) für tägliche Renditen, Quartalsergebnisse<sup>72</sup> und andere Untersuchungstichproben und -zeiträume bestätigt und das Untersuchungsdesign, insbesondere die Methode zur Durchführung von Ereignisstudien (z.B. die Ermittlung der abnormalen Renditen und die Bestimmung der Ergebnisüberraschung), verfeinert.<sup>73</sup>

Beaver/Clarke/Wright (1979) erweitern das Untersuchungsdesign von Ball/Brown (1968), indem sie nicht nur die Richtung, sondern auch die Höhe der Ergebnisüberraschung bei der Analyse des Informationsgehaltes berücksichtigen. Im Gegensatz zur Dichotomisierung bei Ball/Brown (1986) können auf diese Weise auch die ordinalen Eigenschaften der Ergebnisüberraschungen, gemessen an den Vorhersagefehlern von Analystenschätzungen, analysiert werden. Beaver/Clarke/Wright (1979) können zeigen, dass der Vorhersagefehler der Analystenschätzungen mit der Aktienkursreaktion zum Ergebnisankündigungszeitpunkt in positivem Verhältnis steht.

Freeman/Tse (1992) zeigen, dass die marginale Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen mit steigender, absoluter Ergebnisüberraschung abnimmt. Dies wird damit erklärt, dass der persistente Anteil der Ergebnisüberraschung mit steigender Höhe der Ergebnisüberraschung abnimmt.

Easton/Zmijewski (1989) stellen die These auf, dass die Aktienkursreaktion pro Einheit unerwarteter Periodenergebnisse, der so genannte *earnings response coefficient* (ERC), von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlich ist. Sie zeigen, dass ERCs in positivem Zusammenhang mit der Dauerhaftigkeit der Ergebnisüberraschung (*earnings persistence*, Persistenz)

---

<sup>72</sup> Vgl. z.B. May (1971).

<sup>73</sup> Vgl. bezüglich der Durchführung von Ereignisstudien Brown/Warner (1985); Bowman (1983); MacKinlay (1997).



steht. Persistenz wird dabei zum einen über veröffentlichte Quartalsergebnisse, zum anderen über Änderungen von Analystenschätzungen für das nächste Quartal in Reaktion auf den Schätzfehler für das vergangene Quartal ermittelt. Untersuchungen mit ähnlichem Aufbau wurden von Kormendi/Lipe (1987) und Collins/Kothari (1989) durchgeführt.

Freeman/Tse (1989) stellen die Hypothese auf, dass Investoren bei der Veröffentlichung von Periodenergebnissen nicht mit Sicherheit sagen können, ob eine Erhöhung oder Reduzierung der Periodenergebnisse von Dauer ist. Deshalb revidieren sie ihre Einschätzungen, sobald sie nach der Ergebnisankündigung Informationen, beispielsweise Ergebnisse des nächsten Quartals, erhalten. Auf diese Weise können Aktienkursreaktionen auf Ergebnisankündigungen auch darauf zurückzuführen sein, dass durch diese die Implikationen der in der Vorperiode veröffentlichten Ergebnisse geklärt werden. Unter Berücksichtigung der anhand von Analystenschätzungen gemessenen, unerwarteten Periodenergebnisse deuten die Resultate von Freeman/Tse (1989) auf eine solche vermutete Beziehung hin.

Auch für den deutschen Kapitalmarkt wurden Untersuchungen zum Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen durchgeführt. Unter Verwendung der Methodiken von Beaver (1968) und Ball/Brown (1968) untersucht Brandi (1977) den Informationsgehalt von Jahresabschlüssen am deutschen Aktienmarkt und kann deren Ergebnisse bestätigen.

Coenenberg/Möller (1979) untersuchen, ob sich der Informationsgehalt von Jahresabschlüssen vor und nach der Aktienrechtsreform 1965 verändert hat. Unter Verwendung der Methodik von Ball/Brown (1968) unterscheiden sie Portfolios mit positiven und negativen Ankündigungen anhand der Veränderungen der Differenz von Gesamtkapitalrentabilität des Unternehmens und der durchschnittlichen Gesamtkapitalrentabilität aller Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr. Sie belegen, dass der Informationsgehalt von Jahresabschlüssen, gemessen durch den Abnormal Performance Index (API) sowie eines auf Beaver (1968) beruhenden Maßes zur Bestimmung des Informationsgehaltes (Beaver U), nach der Aktienrechtsreform 1965 höher ist als davor.

Coenenberg/Schmidt/Werhand (1983) untersuchen den Informationsgehalt von Gewinnen in Abhängigkeit von Bilanzpolitik und Anteil an Streubesitz der Aktien. Ihre Ergebnisse deuten zum einen darauf hin, dass bilanzpolitische Gewinnglättungen, deren Wert aufgrund der Offenlegung eines Anpassungsbetrages bekannt ist, nicht berücksichtigt werden, zum anderen,

dass die Unsicherheit in Bezug auf Periodenergebnisse mit Zunahme des Streubesitzes zunimmt.

Keller/Möller (1992) untersuchen, ob sich der Informationsgehalt von Bank- und Industrie-Jahresabschlüssen unterscheidet. Sie stellen die Hypothese auf, dass Investoren auf Bank-Jahresabschlüsse nicht so stark reagieren wie auf Industrie-Jahresabschlüsse, da erstere stärker beeinflusst werden können und daher nicht in gleichem Maße als glaubwürdig angesehen werden. Ihre empirischen Ergebnisse belegen, dass dem Jahresüberschuss und dem Bilanzgewinn von Banken ein niedrigerer Informationsgehalt zukommt als denen von Industrieunternehmen.

Pellens (1994) vergleicht den Informationsgehalt von Einzel- und Konzernabschlüssen und kommt zu dem Ergebnis, dass keine signifikanten Unterschiede feststellbar sind.

Coenenberg/Henes (1995) untersuchen den Informationsgehalt von Zwischenberichten. Ihre Ergebnisse deuten darauf hin, dass sowohl Richtung als auch Ausmaß der Ergebnisveränderungen im Vergleich zum Vorjahr Aktienkursreaktionen auslösen und dass diese von der Unternehmensgröße, der Freiwilligkeit der Zwischenberichtspublizität und von der Betrachtung von Einzelabschlüssen oder Konzernabschlüssen abhängen. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt eine Studie von Coenenberg/Federspieler (1999), die den Informationsgehalt von Zwischenberichten deutscher, britischer und französischer Unternehmen miteinander vergleicht.

Röder (1999) untersucht den Informationsgehalt von Ad hoc-Meldungen, die zu einem großen Teil auch Ergebnisankündigungen beinhalten. Er kommt zu dem Ergebnis, dass Ergebnisankündigungen Informationsgehalt besitzen, wobei er separate Untersuchungen in Abhängigkeit von Aktienindex, Liquidität und Auftreten mehrerer Informationsereignisse durchführt. Auch Oerke (1999) führt eine Studie zum Informationsgehalt von Ad hoc-Mitteilungen durch. Im Gegensatz zu den vorangegangenen Studien untersucht er sowohl abnormale Renditen als auch das abnormale Handelsvolumen sowohl auf *interday*- als auch auf *intraday*-Basis. Zur Kumulierung der abnormalen Renditen verwendet er nicht die auf Ball/Brown (1968) basierende multiplikative Methode des API, sondern eine additive Methode. Zur Überprüfung der Signifikanz kommen eine Reihe parametrischer wie auch nicht-parametrischer Testverfahren zum Einsatz. Er kommt zu dem Ergebnis, dass Jahresabschluss- und Zwischenberichtsinformationen in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße Informationsgehalt besitzen. Schließ-

lich untersucht auch Röder (2002) den Informationsgehalt von Ad hoc-Meldungen auf *intra-day*-Basis.

### 2.4.2 Bestimmung der Aktienkursreaktion

Der Einfluss einer Ergebnisankündigung auf Aktienkurse wird im Rahmen dieser Arbeit mit der Methode der Ereignisstudie gemessen. Ziel ist es, auf die Ergebnisankündigung zurückzuführende Aktienkursänderungen (Renditen) von nicht auf die Ergebnisankündigung zurückzuführenden Effekten zu separieren und somit abnormale Renditen zu ermitteln.

Als erster Schritt wird die Rendite als Differenz der Aktienkurse an zwei Tagen relativ zum Aktienkurs am früheren Tag berechnet.<sup>74</sup>

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} = \frac{P_{it}}{P_{it-1}} - 1$$

mit:

- $R_{it}$  = Rendite der Aktie des Unternehmens i am Tag t
- $P_{it}$  = Börsenkurs einer Aktie des Unternehmens i am Tag t
- $P_{it-1}$  = Börsenkurs einer Aktie des Unternehmens i am Tag t - 1

In dieser Arbeit handelt es sich bei den Aktienkursen um die Kurse zum Börsenschluss eines Tages. Üblicherweise werden in Ereignisstudien wöchentliche oder tägliche Renditen verwendet, d.h. Schlusskurse eines Tages oder einer Woche werden mit Schlusskursen des vorangegangenen Tages oder der vorangegangenen Woche verglichen. Während in frühen Ereignisstudien üblicherweise wöchentliche Renditen verwendet wurden<sup>75</sup>, sind kürzere Zeiträume wie Tage, Stunden oder Minuten in jüngeren Studien üblich.<sup>76</sup> In dieser Arbeit werden tägliche Renditen verwendet. Um den durch die Ergebnisankündigung herbeigeführten Einfluss zu messen, müssen solche Bestandteile der Rendite eliminiert werden, die nicht auf die Ergebnisankündigung zurückzuführen sind. Daher muss eine „normale“ Rendite bestimmt werden, die erwartet worden wäre, wenn kein Informationsereignis stattgefunden hätte. Durch Subtraktion der erwarteten Rendite von der tatsächlichen Rendite wird die abnormale Rendite berechnet.

---

<sup>74</sup> Die Differenz der natürlichen Logarithmen der Aktienkurse kann ebenfalls als Rendite (stetige Rendite) verwendet werden ( $R_{it} = \ln P_{it} - \ln P_{it-1}$ ).

<sup>75</sup> Vgl. z.B. Beaver (1968).

<sup>76</sup> Für eine Gegenüberstellung der statistischen Eigenschaften von täglichen und wöchentlichen Renditen vgl. Brown/Warner (1985).

$$AR_{it} = R_{it} - \tilde{R}_{it}$$

mit:

$AR_{it}$  = abnormale Rendite der Aktie des Unternehmens i am Tag t

$\tilde{R}_{it}$  = erwartete Rendite der Aktie des Unternehmens i am Tag t

Zur Bestimmung der erwarteten Rendite existieren verschiedene Modelle. Die am häufigsten verwendeten Modelle sind das Modell der konstanten Durchschnittsrendite, das Modell der Marktadjustierung und das Marktmodell.<sup>77</sup> In dieser Studie werden das Modell der Marktadjustierung (im Folgenden mit MA gekennzeichnet) und das Marktmodell (im Folgenden mit MM gekennzeichnet) verwendet. Das Modell der Marktadjustierung basiert auf der Annahme, dass die ex-ante Renditen aller Aktien identisch sind und der Rendite des Marktportfolios entsprechen. Das Marktportfolio wird in dieser Arbeit durch den *FAZ-Index* approximiert. Hierbei handelt es sich um einen wertgewichteten Aktienindex, der hundert deutsche börsennotierte Aktien enthält. Alternativ wird der HDAX als Schätzer für das Marktportfolio verwendet.

$$\tilde{R}_{it} = R_{mt}$$

mit:

$R_{mt}$  = Marktrendite am Tag t

Das Marktmodell basiert auf der Annahme, dass ein stationäres Verhältnis zwischen der Rendite einer Aktie und der Marktrendite besteht. Dieses Verhältnis wird mit Hilfe einer Kleinst-Quadrat-Regression geschätzt mit der Aktienrendite als abhängiger Variable und der Marktrendite als erklärender Variable.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

mit:

$\alpha_i$  = Komponente der Rendite der Aktie des Unternehmens i, die von der Marktrendite unabhängig ist

$\beta_i$  = Maß für die Abhängigkeit der Rendite der Aktie des Unternehmens i von der Marktrendite

$\varepsilon_{it}$  = Fehlerterm der Regression

Um die normale Rendite zu schätzen, muss ein Zeitintervall, das so genannte Schätzfenster, bestimmt werden, welches die in die Regression einzubeziehenden Tage festlegt. Das Schätzfenster sollte so festgelegt werden, dass darin keine Tage enthalten sind, an denen Ergebnisin-

---

<sup>77</sup> Vgl. MacKinlay (1997), p. 17.

formationen bekannt werden. In internationalen Studien ist ein Schätzfenster von etwa 250 Handelstagen üblich.<sup>78</sup> In dieser Arbeit wird ebenfalls eine Schätzperiode von 250 Handelstagen gewählt, die elf Handelstage vor dem Tag der Ergebnisankündigung endet. Das Schätzfenster verkürzt sich, wenn für die Aktie eines Unternehmens an weniger als 250 Handelstagen Preisinformationen zur Verfügung standen. Aus dem Schätzfenster wurden Tage eliminiert, an denen von Unternehmen veranlasste Informationen veröffentlicht wurden und von denen vermutet werden kann, dass sie abnormale Aktienkursbewegungen auslösen. Diese Informationsereignisse umfassen neben Ergebnisankündigungen beispielsweise Dividendenankündigungen, Bekanntgaben von Finanzierungsentscheidungen, Ergebnisvorhersagen der Unternehmensleitung, Hauptversammlungen und Analystenkonferenzen.

Um die erwartete Rendite an einem bestimmten Tag zu bestimmen, wird der geschätzte Koeffizient der Marktrendite mit der tatsächlichen Marktrendite an diesem Tag multipliziert und zum konstanten Regressionskoeffizienten addiert.

$$\tilde{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

mit:

$\hat{\alpha}_i =$  Schätzer des Koeffizienten  $\alpha$  für die Aktie des Unternehmens  $i$

$\hat{\beta}_i =$  Schätzer des Koeffizienten  $\beta$  für die Aktie des Unternehmens  $i$

Da in den Abschnitten 3.1 und 3.2 untersucht werden soll, ob Ergebnisankündigungen von Unternehmen mit unterschiedlicher Unternehmenspublizität unterschiedliche Kapitalmarktreaktionen auslösen, ist das Ausmaß der Reaktion auf die Ergebnisankündigung und nicht die Richtung der Reaktion relevant. Dies gilt unabhängig davon, ob positive oder negative Ergebnisse veröffentlicht werden. Daher werden absolute Beträge der AR verwendet.<sup>79</sup>

$$AAR_{it} = |AR_{it}|$$

mit:

$AAR_{it} =$  absolute abnormale Rendite der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag  $t$

---

<sup>78</sup> Vgl. MacKinlay (1997), p. 17.

<sup>79</sup> Absolute abnormale Renditen als abhängige Variable werden beispielsweise von May (1971), Morse (1981), Skinner (1994), Francis/Schipper/Vincent (2002a), Heflin/Subramanyam/Zhang (2003) und Bailey/Karolyi/Salva (2006) verwendet.

Eine Alternative zur Verwendung absoluter Werte sind quadrierte kumulierte abnormale Renditen.<sup>80</sup> Dieses Maß wird in dieser Studie nicht verwendet.<sup>81</sup>

### 2.4.3 Beurteilung des Informationsgehaltes

#### 2.4.3.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Zur Überprüfung der Hypothese, ob der Aktienkurs auf die Ankündigung von Periodenergebnissen reagiert (Hypothese 1a), werden sowohl parametrische als auch nicht-parametrische Verfahren der statistischen Testtheorie angewandt.<sup>82</sup> Null- und Alternativhypothese ( $H_0$  und  $H_1$ ) werden wie folgt formuliert:

$H_0$ : Die absolute abnormale Rendite (AAR) des Portfolios am Ergebnisankündigungstag ( $t=0$ ) ist nicht größer als die durchschnittliche absolute abnormale Rendite des Portfolios in der Schätzperiode.

$H_1$ : Die absolute abnormale Rendite (AAR) des Portfolios am Ergebnisankündigungstag ( $t=0$ ) ist größer als die durchschnittliche absolute abnormale Rendite des Portfolios in der Schätzperiode.

Zur Berechnung der absoluten abnormalen Renditen wird das Modell der Marktadjustierung verwendet.

Beim ersten parametrischen Testverfahren werden die durchschnittliche absolute abnormale Rendite der Untersuchungsstichprobe (Portfoliorendite,  $\overline{AAR}_{tN}$ ) am Tag  $t$  sowie das arithmetische Mittel der Portfoliorenditen in der Schätzperiode ( $\overline{\overline{AAR}_N}$ ) und die Standardabweichung der Portfoliorenditen in der Schätzperiode ( $S(\overline{AAR}_{tN})$ ) betrachtet. Da die Hypothese getestet werden soll, ob sich die Rendite am Ergebnisankündigungstag ( $t=0$ ) von der durchschnittlichen Rendite in der Schätzperiode unterscheidet, wird die durchschnittliche Portfoliorendite

---

<sup>80</sup> Quadrierte abnormale Renditen werden zum Beispiel von Beaver (1968), Grant (1980), Pincus (1983), Shores (1990) und Francis/Schipper/Vincent (2002a) verwendet.

<sup>81</sup> Zum Vergleich absoluter und quadrierter abnormaler Renditen vgl. Marais (1984) oder Rohrbach/Chandra (1989).

<sup>82</sup> Für eine Übersicht der verschiedenen Testverfahren vgl. z.B. Oerke (1999), S. 80ff.

in der Schätzperiode von der Portfoliorendite am Tag  $t$  subtrahiert. Die Differenz wird mit der Standardabweichung der Portfoliorenditen in der Schätzperiode standardisiert. Die Teststatistik ( $T_1$ ) stellt sich wie folgt dar<sup>83</sup>:

$$T_{1t} = \frac{\overline{AAR_{tN}} - \overline{AAR_N}}{S(\overline{AAR_{tN}})}$$

mit:

$$\overline{AAR_{tN}} = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AAR_{it}$$

$$\overline{AAR_N} = \frac{1}{250} \sum_{t=-260}^{-11} \overline{AAR_{tN}}$$

$$S(\overline{AAR_{tN}}) = \sqrt{\frac{1}{249} \sum_{t=-260}^{-11} (\overline{AAR_{tN}} - \overline{AAR_N})^2}$$

$N_t =$  Anzahl der Ergebnisankündigungen am Tag  $t$

$AAR_{it} =$  absolute abnormale Rendite der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag  $t$

Da der Teststatistik Portfoliorenditen zugrunde liegen, berücksichtigt sie Querschnittsabhängigkeiten der absoluten abnormalen Renditen am Tag  $t$ . Eine Häufung von Ergebnisankündigungen an einem Tag (sogenanntens *event day clustering*) kann beispielsweise dazu führen, dass die Aktienkursreaktion nicht auf durch die Ergebnisankündigung des Unternehmens, sondern auch auf gleichzeitige Ergebnisankündigungen anderer Unternehmen zurückzuführen ist.<sup>84</sup> Eine durch Querschnittsabhängigkeit bedingte Unterschätzung der Standardabweichung kann durch dieses Verfahren vermieden werden. Allerdings sinkt auch die statistische Stärke des Tests; d.h. signifikante abnormale Renditen werden möglicher Weise nicht erkannt.<sup>85</sup>

Beim zweiten parametrischen Testverfahren werden die absoluten abnormalen Renditen der einzelnen Aktien am Tag  $t$  sowie das aktienspezifische, arithmetische Mittel der absoluten abnormalen Renditen in der Schätzperiode ( $\overline{AAR_{it}}$ ) und die aktienspezifische Standardabweichung der absoluten abnormalen Renditen in der Schätzperiode ( $S(AAR_{it})$ ) betrachtet. Da die Hypothese getestet werden soll, ob sich die Rendite am Ergebnisankündigungstag ( $t=0$ ) von

---

<sup>83</sup> Vgl. Brown/Warner (1985), p. 7; Corrado (1989), p. 387; Boehmer/Musumeci/Poulsen (1991), p. 269; Oerke (1999), S. 81.

<sup>84</sup> Vgl. Brown/Warner (1985), pp. 8, 15f.

<sup>85</sup> Vgl. Brown/Warner (1985), pp. 20f.

der durchschnittlichen Rendite in der Schätzperiode unterscheidet, wird das aktienspezifische, arithmetische Mittel der absoluten abnormalen Renditen in der Schätzperiode von der absoluten abnormalen Rendite der Aktie  $i$  am Tag  $t$  subtrahiert.<sup>86</sup> Die Differenz wird mit der aktienspezifischen Standardabweichung in der Schätzperiode standardisiert. Anschließend wird die resultierende standardisierte, aktienspezifische Differenz aus absoluter abnormaler Rendite und Durchschnitt der absoluten abnormalen Renditen in der Schätzperiode über die Untersuchungsstichprobe summiert und durch die Wurzel der Anzahl der Ergebnisankündigungen am Tag  $t$  dividiert. Die Teststatistik ( $T_2$ ) des zweiten parametrischen Testverfahrens lautet wie folgt<sup>87</sup>:

$$T_{2t} = \frac{1}{\sqrt{N_t}} \sum_{i=1}^{N_t} \frac{AAR_{it} - \overline{AAR_{iT}}}{S(AAR_{it})}$$

mit:

$$\overline{AAR_{iT}} = \frac{1}{250} \sum_{t=-260}^{-11} AAR_{it}$$

$$S(AAR_{it}) = \sqrt{\frac{1}{249} \sum_{t=-260}^{-11} (AAR_{it} - \overline{AAR_{iT}})^2}$$

Aufgrund der aktienspezifischen Berechnung werden die Standardabweichungen präziser geschätzt als beim Testverfahren  $T_1$ . Allerdings werden bei Vorliegen von Querschnittsabhängigkeit der absoluten abnormalen Renditen am Ereignistag die Standardabweichungen möglicher Weise unterschätzt, so dass die Nullhypothese zu häufig abgelehnt wird.

Beim nicht-parametrischen Testverfahren nach Corrado (1989) werden für jedes Ereignis  $i$  die Ränge der absoluten abnormalen Renditen im kombinierten Zeitraum von Schätz- und Ereignisperiode berechnet:

$$K_{it} = \text{Rang}(AAR_{it})$$

mit:

$$t^{\text{TM}} [-260, \dots, +10]$$

---

<sup>86</sup> Vgl. Carter/Soo (1999), p. 125.

<sup>87</sup> Vgl. Brown/Warner (1985), p. 28; Corrado (1989), p. 387.



Der durchschnittliche Rang pro Ereignis in der kombinierten Schätz- und Ereignisperiode ( $\overline{K_{it}}$ ) beträgt:

$$\overline{K_{it}} = \frac{271}{2} + 0,5 = 136$$

Der durchschnittliche Rang pro Ereignis in der kombinierten Schätz- und Ereignisperiode wird vom Rang des Ereignisses  $i$  in der kombinierten Schätz- und Ereignisperiode am Tag  $t$  subtrahiert. Für diese Differenz wird über die Untersuchungsstichprobe das arithmetische Mittel gebildet. Dieses wird durch die Standardabweichung der durchschnittlichen Ränge in der kombinierten Schätz- und Ereignisperiode am Tag  $t$  dividiert. Die Teststatistik ( $T_3$ ) lautet wie folgt:

$$T_{3t} = \frac{\frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} (K_{it} - 136)}{\sqrt{\frac{1}{271} \sum_{t=-260}^{+10} \left( \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} (K_{it} - 136) \right)^2}}$$

Dieses Verfahren berücksichtigt Querschnittsabhängigkeiten und vermeidet dadurch eine Unterschätzung der Standardabweichungen, wie sie bei Testverfahren  $T_2$  auftreten kann. Durch die aktienspezifische Berechnung der Standardabweichungen besitzt das Verfahren im Gegensatz zu Testverfahren  $T_1$  im Falle signifikanter abnormaler Renditen eine höhere statistische Stärke.<sup>88</sup> Datenquelle für Aktienkursdaten ist Datastream.

### 2.4.3.2 Empirische Ergebnisse

Tabelle 2.4 stellt die Ergebnisse der Hypothesentests zur Beurteilung des Informationsgehalts von Ergebnisankündigungen anhand der Aktienkursreaktion dar. Da die Freiheitsgrade 200 übersteigen, wird angenommen, dass die angewandten Teststatistiken standardnormalverteilt sind.<sup>89</sup> Es wird deutlich, dass die durchschnittlichen absoluten abnormalen Renditen (AAR) der Untersuchungsstichprobe am Ergebnisankündigungstag signifikant höher sind als an den Tagen der Schätzperiode. Die durchschnittliche AAR in der Schätzperiode liegt mit 2,1% ca. 1,2% unter der AAR am Ergebnisankündigungszeitpunkt. Hieraus kann geschlossen werden, dass Ergebnisankündigungen Informationsgehalt besitzen. Dies bestätigt die Hypothese 1a und steht in Einklang mit der großen Mehrheit vorangegangener Studien. Weiterhin erkennt man, dass auch am Tag nach dem Ergebnisankündigungszeitpunkt und bei Teststatistik  $T_2$  auch am Tag davor signifikant höhere AAR erzielt werden. Um den Effekt der Ergebnisankündigungen

---

<sup>88</sup> Vgl. Corrado (1989), p. 395.

<sup>89</sup> Vgl. Brown/Warner (1985), p. 8.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

kündigung voll zu erfassen, werden bei den später folgenden Regressionsanalysen die abnormalen Renditen in einem Ereigniszeitraum von fünf Tagen kumuliert. Die Ergebnisse werden durch die auf Rängen basierende Teststatistik T3 bestätigt.

**Tabelle 2.4**

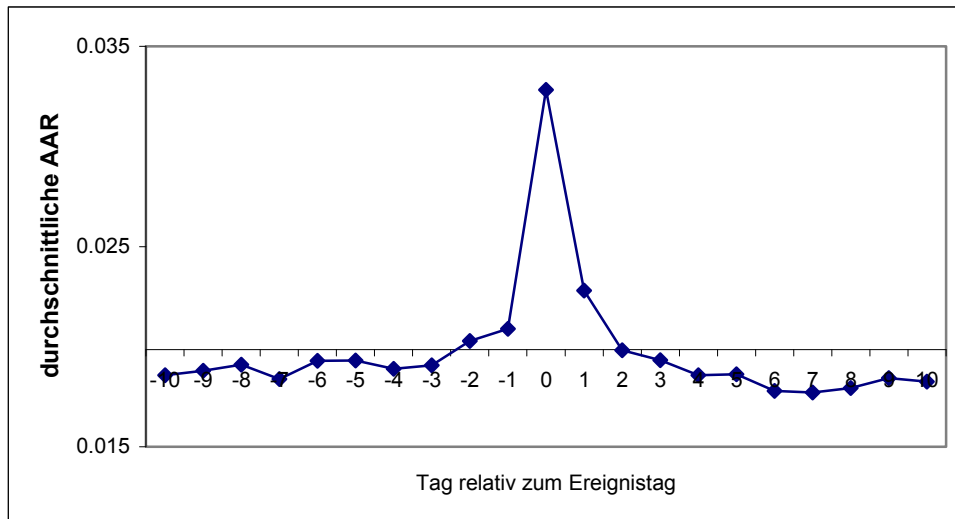
Durchschnittliche absolute abnormale Renditen (AAR) auf Basis des Modells der Marktadjustierung der Untersuchungsstichprobe an den Tagen t relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt (t=0) in den Jahren 2002 bis 2006 und T-Werte der Teststatistiken T1, T2 und T3 unter Verwendung eines zweiseitigen T-Tests für die gesamte Untersuchungsstichprobe (N = 3590), auf dem 1%-Niveau signifikante Werte sind grau hinterlegt

t	AAR	T1	T2	Rang (AAR)	T3
-10	0,018579	-0,632954	-4,136217	-5,210790	-1,380203
-9	0,018793	-0,526334	-3,568083	-4,526835	-1,199041
-8	0,019107	-0,370364	-2,397855	-3,379449	-0,895129
-7	0,018389	-0,727531	-4,613831	-5,488602	-1,453788
-6	0,019290	-0,278978	-2,995232	-3,501668	-0,927501
-5	0,019311	-0,268787	-1,597713	-2,668057	-0,706699
-4	0,018899	-0,473529	-3,126430	-4,002641	-1,060196
-3	0,019065	-0,391032	-2,986212	-3,546693	-0,939427
-2	0,020289	0,217736	-0,101446	-2,368677	-0,627401
-1	0,020885	0,514573	3,884040	2,271464	0,601652
0	0,032835	6,460365	45,158523	28,433732	7,531359
1	0,022806	1,470288	11,063449	7,062795	1,870752
2	0,019813	-0,018906	-0,089441	-0,713591	-0,189012
3	0,019320	-0,264016	-1,226476	-1,982629	-0,525147
4	0,018571	-0,637058	-3,783061	-4,468168	-1,183502
5	0,018630	-0,607626	-3,221327	-4,103587	-1,086934
6	0,017786	-1,027634	-5,775533	-6,687344	-1,771304
7	0,017711	-1,064871	-6,047524	-7,123017	-1,886703
8	0,017936	-0,953072	-5,784519	-7,847578	-2,078620
9	0,018428	-0,708143	-3,627153	-4,173955	-1,105573
10	0,018252	-0,795703	-4,446823	-4,461872	-1,181834

Abbildung 2.5, die die absoluten abnormalen Portfoliorenditen für Tage relativ zum Ergebnisankündigungstag darstellt, verdeutlicht die festgestellten Ergebnisse graphisch. Die Abszisse verläuft durch den durchschnittlichen Wert (1,99%) der absoluten abnormalen Portfoliorenditen in der Schätzperiode.

**Abbildung 2.5**

Durchschnittliche absolute abnormale Renditen (AAR) auf Basis des Modells der Marktadjustierung der Untersuchungsstichprobe an den Tagen  $t=-10$  bis  $t=+10$  relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt ( $t=0$ ) in den Jahren 2002 bis 2006



### 2.4.4 Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion

#### 2.4.4.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Nach der Beurteilung des Informationsgehaltes werden verschiedene Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion untersucht. Um die durch die Ergebnisankündigung ausgelöste Aktienkursreaktion vollständig zu erfassen, werden üblicherweise die abnormalen Renditen mehrerer Tage in das Maß einbezogen.<sup>90</sup> Das so genannte Ereignisfenster sollte einen Zeitraum umfassen, in dem sich möglichst alle Effekte der Ergebnisankündigung im Aktienkurs niederschlagen haben. Tage nach der Ergebnisankündigung sollten in das Ereignisfenster aufgenommen werden, da die Ankündigung nach Börsenschluss erfolgen und sich somit erst am nächsten Tag im Aktienkurs niederschlagen kann. Weiterhin kann es passieren, dass der Aktienmarkt mehr als einen Tag benötigt, um die in der Ergebnisankündigung enthaltenen Informationen vollständig zu verarbeiten und zu beurteilen. Möglicherweise müssen auch Tage vor der Ergebnisankündigung in das Ereignisfenster integriert werden, da Informationen über das Periodenergebnis bereits vor der Ergebnisankündigung über inoffizielle Kanäle in den Markt gelangen können. Je weiter das Ereignisfenster gewählt wird, umso höher ist die Wahrscheinlichkeit, alle durch die Ergebnisankündigung ausgelösten Effekte zu erfassen. Allerdings steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass Aktienkursreaktionen mit berücksichtigt werden, die nicht auf die Ergebnisankündigung zurückzuführen sind. In dieser Arbeit wird auf Grundlage

<sup>90</sup> Vgl. MacKinlay (1997), p. 14; für Untersuchungen am deutschen Kapitalmarkt vgl. z.B. Gebhardt (2002), p. 110.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

---

der Ergebnisse aus Abschnitt 2.4.3.2 ein Ereignisfenster von fünf Tagen gewählt, das den Ankündigungstag und die zwei Handelstage davor und danach umfasst. Um die abnormalen Renditen des Ereignisfensters in einer Zahl auszudrücken, werden diese kumuliert. Hierfür wird die folgende additive Methode verwendet:

$$CAR_{it} = \sum_{s=-2}^2 AR_{is}$$

mit:

$s =$  Handelstage relativ zum Ergebnisankündigungstag

$CAR_{it} =$  kumulierte abnormale Rendite der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag  $t$

Da das Ausmaß der Reaktion auf die Ergebnisankündigung und nicht die Richtung der Reaktion im Fokus dieser Arbeit liegt, werden absolute Beträge der CAR verwendet.

$$ACAR_{it} = |CAR_{it}|$$

mit:

$ACAR_{it} =$  absolute kumulierte abnormale Rendite der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag  $t$

Die Bedeutung der Einflussfaktoren wird anhand einer den Untersuchungszeitraum umfassenden, gepoolten Querschnittsregression analysiert. Es werden sowohl Regressionen für ACAR basierend auf dem Marktmodell als auch auf dem Modell der Marktadjustierung durchgeführt. Das Regressionsmodell besitzt die folgende Grundform:

$$ACAR_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

mit:

$i =$  Ergebnisankündigung des Unternehmens  $i$

$ACAR_i =$  Absolute kumulierte abnormale Rendite der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag der Ergebnisankündigung

$\alpha =$  nicht von erklärenden Variablen abhängige Komponente der ACAR

$N =$  Anzahl der erklärenden Variablen im Regressionsmodell

$\beta_k =$  Maß der Abhängigkeit der ACAR der Aktie des Unternehmens  $i$  von den erklärenden Variablen

$X_{ik} =$  Ausprägung der erklärenden Variable  $X_k$  am Tag der Ergebnisankündigung des Unternehmens  $i$

$u_i =$  Fehlerterm der Regression des Ereignisses  $i$

Folgende, in früheren Untersuchungen verwendete Variablen werden auf ihren Einfluss auf die absolute kumulierte abnormale Rendite (ACAR) hin untersucht:

*Unternehmensgröße (Size)*: Es hat sich in verschiedenen Studien gezeigt (vgl. Abschnitt 2.4.1), dass der Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen für große Firmen geringer ist als für kleine. Verschiedene Erklärungsansätze können hierfür herangezogen werden. Unter anderem ist die öffentliche Wahrnehmung großer Unternehmen höher als bei kleinen Unternehmen, was zu einer höheren Anzahl an Berichten über das Unternehmen durch die Tagespresse oder andere Informationsagenturen führt. Da die Unternehmensgröße nicht direkt beobachtbar ist, müssen Näherungsgrößen verwendet werden. Ein übliches Maß ist der Marktwert des Eigenkapitals, berechnet als Multiplikation von Anzahl ausgegebener Aktie und Aktienkurs. Dieses Maß wird auch in dieser Studie verwendet. Um ein von der Ergebnisankündigung unbeeinflusstes Maß für die Unternehmensgröße zu erhalten, wird der Marktwert des Eigenkapitals zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung verwendet. Datengrundlage ist Datastream. Als weitere Maße für Unternehmensgröße könnten beispielsweise die Bilanzsumme oder Umsatzerlöse verwendet werden.

*Handelsvolumen zum Zeitpunkt der Ergebnisankündigung (NOST)*: Kim/Verrecchia (1991a) und Kim/Verrecchia (1991b) zeigen theoretisch, dass das Handelsvolumen mit der Aktienkursreaktion zum Zeitpunkt von Informationsereignissen in positivem Zusammenhang steht.

*Branche (DListing, DFinance)*: Es hat sich in früheren Studien gezeigt (vgl. Abschnitt 2.4.1), dass der Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen für Unternehmen unterschiedlicher Branchen unterschiedlich ausfällt. Zum Beispiel können sich Aktienkursreaktionen auf Ergebnisankündigungen von Unternehmen in Wachstumsbranchen und von Unternehmen traditioneller Branchen unterscheiden, da historisch bedingt Rechnungslegungsgrundsätze verstärkt auf die Darstellung der Lage von Unternehmen traditioneller Branchen ausgerichtet sind.<sup>91</sup> Darüber hinaus kann der Informationsgehalt für Unternehmen des Finanzsektors unterschiedlich ausfallen, da sich Bilanzierungs- und Offenlegungsregeln für diese Unternehmen von denen anderer Branchen unterscheiden. Um einen gegebenenfalls vorhandenen Brancheneffekt zu erfassen, wird eine Dummyvariable für Unternehmen des Technologiesektors (DListing), die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse von Unternehmen veröffentlicht wurden, die sich in NEMAX50 oder TecDAX befanden, verwendet. Die Datengrundlage für die Indexzugehörigkeit ist die Datenbank „BZ-Pro“ der Börsen-Zeitung.<sup>92</sup> Es wird eine weitere Dummyvariable für Unternehmen des Finanzsektors eingeführt (DFinance). Daten-

---

<sup>91</sup> Vgl. Core (2001), p. 443.

<sup>92</sup> Der Aktienindex wurde zum Beispiel in der Studie von Atiase (1987) berücksichtigt.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

grundlage für die Branchen ist Datastream. Tabelle 2.5 stellt die Verteilung der Ergebnisankündigungen von Unternehmen des Finanzsektors dar. Die Einteilung in Branchen erfolgt gemäß der I/B/E/S *industry sector classification*. Datengrundlage ist die Datenbank Datastream. Dabei erkennt man, dass der Finanzsektor (*Finance*) mit 561 Ereignissen (15,62%) vertreten ist.

**Tabelle 2.5**

Verteilung der Untersuchungsereignisse auf Branchen in den Jahren 2002 bis 2006

Jahr	Branche					Total	
	2002	2003	2004	2005	2006		
Finance	Abs. Häufigkeit	142	110	103	102	104	561
	Rel. Häufigkeit	3,96	3,06	2,87	2,84	2,90	15,63
	Reihe proz.	25,31	19,61	18,36	18,18	18,54	
	Spalte proz.	14,75	14,82	16,56	15,91	16,72	
Other	Abs. Häufigkeit	821	632	519	539	518	3029
	Rel. Häufigkeit	22,87	17,60	14,46	15,01	14,43	84,37
	Reihe proz.	27,10	20,86	17,13	17,79	17,10	
	Spalte proz.	85,25	85,18	83,44	84,09	83,28	
Total	Abs. Häufigkeit	963	742	622	641	622	3590
	Rel. Häufigkeit	26,82	20,67	17,33	17,86	17,33	100,00

Bezeichnung und Beschreibung der Variablen	
Finance	Unternehmen, die gemäß I/B/E/S <i>industry sector classification</i> dem Finanzsektor zugeordnet werden
Other	Unternehmen, die gemäß I/B/E/S <i>industry sector classification</i> anderen Branchen zugeordnet werden

*Zeitverzögerung (TimeLag)*: Je später eine Ergebnisinformation veröffentlicht wird, umso größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese durch andere Informationen ersetzt wird. Es wird daher vermutet, dass der Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen umso größer ist, je geringer der Zeitraum zwischen dem Stichtag der Berichtsperiode und dem Veröffentlichungszeitpunkt ist.<sup>93</sup> Die Zeitverzögerung wird in Kalendertagen gemessen. Datengrundlage für die Abschlussstichtage ist Worldscope.

*Ergebnisüberraschungen (UERel<sub>IBES</sub>, UERel<sub>Reuters</sub>)*: Kim/Verrecchia (1991a) zeigen theoretisch, dass die Aktienkursreaktion mit der Ergebnisüberraschung, also dem Ausmaß an durch die Ergebnisankündigung bekannten, neuen Informationen, in positivem Zusammenhang steht.<sup>94</sup> Ergebnisüberraschungen (*unexpected earnings*, UE) werden als Differenz zwischen tatsächlichen Periodenergebnissen (*actual*, A) und der Markterwartung (*expectation*, E)

<sup>93</sup> Vgl. Kross/Schroeder (1988), p. 59.

<sup>94</sup> Für frühe empirische Arbeiten vgl. z.B. Beaver/Clarke/Whright (1979); Bamber (1986).

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

---

berechnet. Die Markterwartung kann unter anderem durch das Periodenergebnis der entsprechenden Vorperiode oder durch Analystenschätzungen approximiert werden.

Die Ergebnisüberraschung wird im Rahmen dieser Arbeit wie folgt berechnet:

$$UE_{it} = A_{it} - E_{it}$$

mit:

$UE_{it}$  = Ergebnisüberraschung der Aktie des Unternehmens i am Tag t

t = Tage relativ zum Ergebnisankündigungstag (t=0)

i = Ergebnisankündigung des Unternehmens i

$A_{it}$  = tatsächliches, am Tag t angekündigtes Periodenergebnis des Unternehmens i

$E_{it}$  = Markterwartung in Bezug auf die Ergebnisankündigung des Unternehmens i am Tag t

Um das Ausmaß der Ergebnisüberraschung zwischen Unternehmen vergleichbar zu machen, wird die Ergebnisüberraschung meist durch Division mit dem Aktienkurs eine gewisse Zeit  $\tau$  vor der Ergebnisankündigung skaliert. Die Ergebnisüberraschung wird im Rahmen dieser Arbeit wie folgt berechnet:

$$UERel_{it} = \frac{A_{it} - E_{it}}{P_{it-\tau}}$$

mit:

$UERel_{it}$  = Relative Ergebnisüberraschung der Aktie des Unternehmens i am Tag t

$P_{it-\tau}$  = Börsenkurs der Aktie des Unternehmens i am Tag t- $\tau$

Für die Skalierung wird im Rahmen dieser Arbeit der Aktienkurs zu Beginn des Monats verwendet, der der Ergebnisankündigung vorangeht.

Die im Rahmen dieser Arbeit verwendeten Daten zu Ergebnisüberraschungen stammen aus unterschiedlichen Quellen. Analystenschätzungen auf Konsens-Basis und die dazugehörigen tatsächlichen Periodenergebnisse in Form von Earnings per Share (EPS) werden für den deutschen Aktienmarkt im Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) von Thomson Financial zur Verfügung gestellt. Dabei wird in vorläufige und endgültige Jahresergebnisse unterschieden. Bei Verwendung der I/B/E/S-Daten wird in dieser Arbeit die Markterwartung durch den Median der letzten Analystenschätzungen vor der Ergebnisankündigung approximiert. Da für den deutschen Aktienmarkt im Untersuchungszeitraum keine Analystenschätzungen für Quartalsergebnisse zur Verfügung stehen, beschränkt sich die Analyse auf Jahresergebnisse. Die auf Basis der Analystenschätzung der I/B/E/S-Datenbank berechnete Ergebnisüberraschung wird mit  $UERel_{IBES}$  bezeichnet. Ebenfalls auf EPS-Basis standen veröffentlichte Jahresergebnisse aus der Datenbank „Reuters 3000 Xtra“ zur Verfügung. Diese werden verwen-

det, um die Markterwartung durch das Vorjahresergebnis zu approximieren (z.B. Markterwartung für das dritte Quartal 2003 ist das Ergebnis des dritten Quartals 2002). Dieses Vorgehen wurde auch für Quartalsergebnisse, die ebenfalls der Reuters-Datenbank entstammen, verwendet. Dabei handelt es sich nicht um EPS-Daten, sondern um Net Profit vor und nach Steuern. Analystenschätzungen und die von Unternehmen veröffentlichten Ergebnisinformationen lagen nur für die Jahre 2002 und 2003 vor, so dass die Untersuchungsstichprobe bei Einbeziehung der Ergebnisüberraschung eingeschränkt wird. Die auf Basis der Vorjahresergebnisse der Reuters-Datenbank berechnete Ergebnisüberraschung wird mit  $UERel_{Reuters}$  bezeichnet.

### 2.4.4.2 Empirische Ergebnisse

Die Verteilung der Variablen wird in Tabelle 2.6 wiedergegeben. Die Verteilung der absoluten kumulierten abnormalen Renditen als abhängiger Variable wird sowohl auf Grundlage des Marktmodells (bezeichnet mit MM) als auch auf Grundlage des Modells der Marktadjustierung (bezeichnet mit MA) angegeben. Die Unternehmensgröße (Size) wird durch den Marktwert des Eigenkapitals approximiert und in Millionen Euro ausgedrückt. Das absolute Handelsvolumen (Number of Shares Traded, NOST) ist die Gesamtzahl gehandelter Aktien an einem Handelstag (ausgedrückt in Tausend), während das prozentuale Handelsvolumen (Volume, VO) das Handelsvolumen relativ zur Anzahl an ausgegebenen Aktien (Number of Shares Outstanding, NOSH) darstellt. Die Zeitverzögerung (TimeLag) ist die Differenz zwischen dem Stichtag der Berichtsperiode und dem Ergebnisankündigungstag. Die Zeitverzögerung wird für Quartals- und Jahresergebnisse separat angegeben. Die Variablen werden für alle Ereignisse der Untersuchungsstichprobe angegeben. Das bedeutet, dass für jedes Unternehmen mehrere Werte in die Berechnung eingehen.

Die Verteilung der abhängigen und erklärenden Variablen wird zunächst für die gesamte Untersuchungsstichprobe, danach getrennt nach Quartalsergebnissen sowie nach vorläufigen und endgültigen Jahresergebnissen dargestellt.



## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.6**

Verteilung der abhängigen und erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 bis 2006

Gesamte Untersuchungsstichprobe							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
ACAR <sub>MM</sub>	3590	0,05233	0,03503	0,01521	0,06684	0,00000	2,26952
ACAR <sub>MA</sub>	3590	0,05287	0,03501	0,01635	0,06783	0,00001	2,25994
Size	3590	4449,64	620,42	230,50	2998,01	0,00	72082,00
NOST	3590	1456,76	114,55	22,80	672,30	0,10	132348,10
VO	3590	0,00771	0,00342	0,00090	0,00898	0,00000	0,49179
TimeLag	3590	52,16	45	36	61	2	199
Teilstichprobe Quartalsergebnisse							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
ACAR <sub>MM</sub>	2346	0,05167	0,03417	0,01453	0,06600	0,00000	2,26952
ACAR <sub>MA</sub>	2346	0,05202	0,03431	0,01593	0,06676	0,00001	2,25994
Size	2346	4690,63	674,22	250,27	3293,50	3,09	72082,00
NOST	2346	1619,10	129,90	25,90	790,80	0,10	132348,10
VO	2346	0,00811	0,00368	0,00099	0,00954	0,00000	0,49179
TimeLag	2346	42,08	42	34	48	2	144
Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
ACAR <sub>MM</sub>	797	0,05124	0,03524	0,01664	0,06586	0,00002	0,62622
ACAR <sub>MA</sub>	797	0,05110	0,03490	0,01611	0,06688	0,00010	0,63244
Size	797	4452,21	601,01	224,76	3097,50	5,45	69724,50
NOST	797	1302,97	95,30	19,10	640,60	0,10	55515,30
VO	797	0,00741	0,00317	0,00080	0,00802	0,00000	0,29608
TimeLag	797	83,16	84	68	99	13	199
Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
ACAR <sub>MM</sub>	447	0,05773	0,03837	0,01647	0,07513	0,00008	0,53449
ACAR <sub>MA</sub>	447	0,06043	0,03847	0,02102	0,08010	0,00024	0,54093
Size	447	3180,25	156,98	60,39	438,67	0,00	48885,80
NOST	447	878,95	63,90	13,20	391,20	0,10	38932,00
VO	447	0,00615	0,00261	0,00062	0,00754	0,00000	0,07925
TimeLag	447	49,85	48	34	63	2	169
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen							
ACAR <sub>MM</sub>	Absolute kumulierte abnormale Rendite basierend auf dem Marktmodell						
ACAR <sub>MA</sub>	Absolute kumulierte abnormale Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung						
Size	Marktwert eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.						
NOST	Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens (number of shares traded) ausgedrückt in Tausend						
VO	Prozentuales Handelsvolumen einer Aktie						
TimeLag	Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens						

Unabhängig von der Stichprobenaufteilung lässt sich feststellen, dass die arithmetischen Mittel (Mean) der Verteilungen größer sind als die Mediane. Um die Normalverteilungsannahme der Kleinstquadrat-Regressionen zu erfüllen, gehen die Variablen bei den folgenden Analysen als logarithmierte Werte ein. Die Werte für die abhängigen Variablen  $ACAR_{MM}$  und  $ACAR_{MA}$  weichen nicht wesentlich voneinander ab und unterscheiden sich auch nicht zwischen den einzelnen Teilstichproben. 75% der Ankündigungen von Quartalsergebnissen liegen innerhalb der vorgeschriebenen Veröffentlichungsfrist (time lag) von 60 Tagen (vgl. Abschnitt 2.2). Hierbei muss berücksichtigt werden, dass TimeLag nicht die Frist der Veröffentlichung des Zwischen- bzw. Quartalsberichtes misst, sondern den Zeitpunkt der erstmaligen Veröffentlichung von Quartalsergebnissen zugrunde legt. Die gilt entsprechend für Jahresergebnisse. Ca. 95% der endgültigen Jahresergebnissen werden innerhalb der ersten 4 Monate nach dem Bilanzstichtag veröffentlicht. Für die Veröffentlichung des Jahres- bzw. Konzernabschlusses gilt ab dem 1. Januar 2003 eine Frist von vier Monaten (vgl. Abschnitt 2.2). Der Ankündigungszeitpunkt vorläufiger Jahresergebnisse liegt durchschnittlich ca. einen Monat davor.

In Tabelle 2.7 werden Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion dargestellt. Die höchsten Korrelationen bestehen zwischen der Variablen Size und NOST. Aufgrund der starken theoretischen Fundierung und um die Effekte des Handelsvolumens im Ereignisfenster und in der Schätzperiode zu separieren, wird die Variable NOST in den folgenden Regressionen dennoch berücksichtigt.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.7**

Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 bis 2006, P-Werte sind kursiv gedruckt und basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe				
Variable	NOST	DListing	DFinance	TimeLag
Size	0,67329 <i>&lt;0,0001</i>	-0,26206 <i>&lt;0,0001</i>	0,16460 <i>&lt;0,0001</i>	-0,19547 <i>&lt;0,0001</i>
NOST		-0,01322 <i>0,42850</i>	0,08010 <i>&lt;0,0001</i>	-0,24455 <i>&lt;0,0001</i>
DListing			-0,16647 <i>&lt;0,0001</i>	-0,09774 <i>&lt;0,0001</i>
DFinance				0,02765 <i>0,09770</i>
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen				
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.			
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens (number of shares traded) ausgedrückt in Tausend			
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0			
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0			
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens			

In den Tabellen 2.8 und 2.9 werden die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Analyse der Einflussfaktoren getrennt nach den abhängigen Variablen  $ACAR_{MM}$  und  $ACAR_{MA}$  dargestellt. Um Regressionen nach der Methode der kleinsten Quadrate durchführen zu können, müssen die einbezogenen Variablen bestimmte Eigenschaften erfüllen.<sup>95</sup> Um mögliche Probleme mit der Nicht-Normalität der Regressionsresiduen zu vermeiden, gehen alle Nicht-Dummyvariablen mit ihrem natürlichen Logarithmus in die Regressionen ein. Weiterhin werden alle Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen durchgeführt.<sup>96</sup> Tabelle 2.8 zeigt die Ergebnisse für die gesamte Untersuchungsstichprobe.

<sup>95</sup> Vgl. z.B. Gujarati (1995), p. 59.

<sup>96</sup> Die Ergebnisse sind im Anhang (Tabelle A.6) dargestellt.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.8**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion für die gesamte Untersuchungsstichprobe in den Jahren 2002 bis 2006 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe						
Modell	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,13754	-8,84	<0,0001	-2,36832	-10,15	<0,0001
Size	-0,24970	-15,52	<0,0001	-0,23583	-15,19	<0,0001
NOST	0,14605	13,35	<0,0001	0,11682	11,07	<0,0001
DListing	0,15871	2,96	0,00310	0,13470	2,60	0,00940
DFinance	-0,03250	-0,57	0,56870	-0,02192	-0,40	0,69030
TimeLag	-0,13095	-2,37	0,01790	-0,04233	-0,79	0,42760
DEventType	0,11801	1,99	0,04720	0,00411	0,07	0,94280
DEarnPre	0,08098	1,12	0,26410	0,19105	2,73	0,00640
N	3590			3590		
Adj. R2	0,08990			0,08270		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Es zeigt sich, dass die Aktienkursreaktion umso geringer ist je größer – gemessen an der Marktkapitalisierung (Size) - das Unternehmen ist, das die Periodenergebnisse veröffentlicht. Dies bestätigt die Ergebnisse früherer Untersuchungen und kann dadurch begründet werden, dass die Ergebnisüberraschung aufgrund einer stärkeren Beachtung durch Presse und Investoren bei größeren Unternehmen geringer ist. Ob die Unternehmensgröße auch ein Indikator für die Unternehmenspublizität, also für die durch Unternehmen veranlasste Publizität ist, wird in Abschnitt 3.2 dadurch untersucht, ob direkte Maße für die Unternehmenspublizität zusätzlich zur Unternehmensgröße einen Erklärungsbeitrag für die Kapitalmarktreaktion auf Ergebnisankündigungen leisten können. Der erwartete positive Zusammenhang zwischen Handelsvolumen und Aktienkursreaktion<sup>97</sup> kann bestätigt werden. Es lässt sich weiterhin feststellen,

<sup>97</sup> Vgl. Kim/Verrecchia (1991a); Shores (1990), p. 176

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

dass die Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen von Unternehmen der Technologiebranche (DListing) größer ist als bei anderen Unternehmen. Dagegen lassen sich für Unternehmen der Finanzbranche (DFinance) keine unterschiedlich starken Reaktionen feststellen. Je mehr Zeit zwischen dem Bilanzstichtag und dem Ergebnisankündigungszeitpunkt vergeht (TimeLag), umso geringer fällt die Aktienkursreaktion aus. Es ergeben sich weiterhin Hinweise, dass der Aktienkurs stärker auf Jahresergebnisse als auf Quartalsergebnisse (DEventType) sowie stärker auf vorläufige als auf endgültige Ergebnisse (DEarnPre) reagiert. Im Folgenden werden daher die Ergebnisse der Regressionen für die jeweiligen Teilstichproben dargestellt.

**Tabelle 2.9**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion für Teilstichproben in den Jahren 2002 bis 2006 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe Quartalsergebnisse						
Modell	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,69479	-5,10	<0,0001	-1,97219	-6,25	<0,0001
Size	-0,23864	-12,01	<0,0001	-0,23559	-12,49	<0,0001
NOST	0,13935	10,24	<0,0001	0,11723	9,07	<0,0001
DListing	0,15677	2,34	0,01950	0,10958	1,72	0,08540
DFinance	-0,09512	-1,36	0,17530	-0,05243	-0,79	0,43150
TimeLag	-0,26207	-3,35	0,00080	-0,14892	-2,00	0,04540
DEarnPre	0,28981	2,03	0,04230	0,27063	2,00	0,04580
N	2346			2346		
Adj. R2	0,09380			0,08620		
Teilstichprobe Jahresergebnisse						
Modell	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,46839	-6,11	<0,0001	-2,82319	-6,99	<0,0001
Size	-0,26755	-9,75	<0,0001	-0,23369	-8,53	<0,0001
NOST	0,15440	8,41	<0,0001	0,11288	6,15	<0,0001
DListing	0,12191	1,35	0,17650	0,16250	1,80	0,07140
DFinance	0,07356	0,75	0,45260	0,02276	0,23	0,81600
TimeLag	-0,00405	-0,05	0,95850	0,06450	0,83	0,40670
DEarnPre	0,06539	0,76	0,45020	0,21029	2,43	0,01520
N	1244			1244		
Adj. R2	0,08820			0,07690		

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.9 (fortgesetzt)**

Teilstichprobe vorläufiger Ergebnisse						
Modell	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,14443	-5,94	<0,0001	-2,10852	-5,97	<0,0001
Size	-0,27726	-7,06	<0,0001	-0,25427	-6,62	<0,0001
NOST	0,18235	6,94	<0,0001	0,11893	4,63	<0,0001
DListing	0,06267	0,46	0,64690	0,12890	0,96	0,33590
DFinance	-0,07946	-0,52	0,60020	0,04290	0,29	0,77250
TimeLag	0,00621	0,08	0,93800	0,01292	0,17	0,86860
DEventType	-0,31890	-2,08	0,03800	-0,20193	-1,35	0,17890
N	539			539		
Adj. R2	0,13020			0,09820		
Teilstichprobe endgültiger Ergebnisse						
Modell	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,70130	-5,27	<0,0001	-2,21539	-7,11	<0,0001
Size	-0,24492	-13,85	<0,0001	-0,23257	-13,64	<0,0001
NOST	0,13558	11,24	<0,0001	0,11477	9,87	<0,0001
DListing	0,15227	2,60	0,00950	0,12671	2,24	0,02520
DFinance	-0,02762	-0,45	0,65340	-0,03327	-0,56	0,57500
TimeLag	-0,24651	-3,25	0,00120	-0,08747	-1,19	0,23230
DEventType	0,23525	3,36	0,00080	0,05578	0,82	0,40950
N	3051			3051		
Adj. R2	0,08060			0,07280		
Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen						
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.					
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens					
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0					
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0					
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens					
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0					
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0					

Die Ergebnisse der Teilstichproben unterscheiden sich nicht wesentlich von denen der gesamten Untersuchungsstichprobe. Der Zeitraum zwischen Bilanzstichtag und Veröffentlichungszeitpunkt (TimeLag) sowie, ob das veröffentlichende Unternehmen der Technologiebranche zuzurechnen ist (DListing), scheint insbesondere bei Quartalsergebnissen von Bedeutung zu sein. Darüber hinaus weist die Regression für vorläufige Ergebnissen einen höheren Erklä-

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

rungsgehalt auf. Es kann vermutet werden, dass im Falle vorläufiger Ergebnisse der Umfang an weiteren zusammen mit dem Periodenergebnis veröffentlichten Informationen geringer ist.

Im Folgenden werden die Ergebnisse der Untersuchung, ob die Ergebnisüberraschung einen zusätzlichen Beitrag zur Erklärung der Aktienkursreaktion leisten kann, dargestellt. Hierfür wurde der Zeitraum 2002 und 2003, für den Daten zur Schätzung der Markterwartung vorliegen, betrachtet. Die Verteilung der Variablen für Ergebnisüberraschungen wird in Tabelle 2.10 dargestellt.

**Tabelle 2.10**

Verteilung der Variablen für Ergebnisüberraschung zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 und 2003

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse, für die Daten der I/B/E/S-Datenbank verfügbar waren							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
UE <sub>I/BES</sub>	339	0,37848	0,00000	-0,10000	0,19400	-5,71000	35,88000
UERel <sub>I/BES</sub>	339	0,05944	0,00000	-0,00479	0,01300	-1,79114	4,04688
Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse, für die Daten der I/B/E/S-Datenbank verfügbar waren							
UE <sub>I/BES</sub>	252	0,47494	0,00350	-0,09000	0,21500	-5,71000	35,88000
UERel <sub>I/BES</sub>	252	0,05575	0,00018	-0,00448	0,01736	-0,50088	3,36364
Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse, für die Daten der Reuters-Datenbank verfügbar waren							
UE <sub>Reuters</sub>	301	-2,62331	-0,16000	-1,40000	0,26000	-454,80000	11,37000
UERel <sub>Reuters</sub>	301	-0,17226	-0,01373	-0,09511	0,01403	-15,58228	1,79019
Teilstichprobe Quartalsergebnisse, für die Daten der Reuters-Datenbank verfügbar waren							
UE <sub>Reuters</sub>	789	23,820,815	550,000	-6,873,000	11,930,000	-563,000,000	2119,000,000
UERel <sub>Reuters</sub>	789	460,851	43,882	-521,542	781,975	-1402860,000	1683720,000
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen							
UE <sub>I/BES</sub>	Ergebnisüberraschung auf Basis der Analystenschätzung der I/B/E/S-Datenbank						
UE <sub>Reuters</sub>	Ergebnisüberraschung auf Basis des Ergebnisse der Vorperiode der Reuters-Datenbank						
UERel <sub>I/BES</sub>	Relative Ergebnisüberraschung auf Basis der Analystenschätzung der I/B/E/S-Datenbank						
UERel <sub>Reuters</sub>	Relative Ergebnisüberraschung auf Basis des Ergebnisse der Vorperiode der Reuters -Datenbank						

Die arithmetischen Mittel der auf Grundlage der I/B/E/S-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschungen sind sowohl für vorläufige als auch für endgültige Jahresergebnisse positiv. Im Durchschnitt haben die Unternehmen der Untersuchungsstichprobe im Untersuchungszeitraum 2002 und 2003 also die Erwartungen der Analysten übertroffen. Mediane und arithmetische Mittel der auf Grundlage der Reuters-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschungen sind im Falle von Jahresergebnissen negativ. Im Durchschnitt waren für die Untersuchungsstichprobe im Untersuchungszeitraum 2002 und 2003 also Ergebniseinbußen im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen. Dagegen sind Mediane und arithmetische Mittel der Quartalsergebnisse positiv. An der geringeren Anzahl insbesondere an Ankündigungen von endgültigen Quartalsergebnissen (789 im Vergleich zu 991 insgesamt; siehe Tabelle 2.1) erkennt man,

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

dass die auf der Reuters-Datenbank basierenden Ergebnisüberraschungen nur ein unvollständiges Bild der gesamten Untersuchungsstichprobe in den Jahren 2002 und 2003 abbilden.

Der Einfluss der auf der I/B/E/S- und der Reuters-Datenbank beruhenden Ergebnisüberraschung auf die Aktienkursreaktion wird in den Tabellen 2.11 und 2.12 dargestellt. Da die Analyse getrennt nach vorläufigen, endgültigen, Jahres- und Quartalergebnissen erfolgt, entfallen die Variablen DEventType und DEarnPre.

**Tabelle 2.11**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ) unter Berücksichtigung der auf Basis der I/B/E/S-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschung, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse, für die Daten der I/B/E/S-Datenbank verfügbar waren						
Modell Variable	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,29067	-1,87	0,06300	-2,15015	-1,84	0,06650
Size	-0,29064	-4,80	<0,0001	-0,21866	-3,80	0,00020
NOST	0,20341	4,88	<0,0001	0,13481	3,40	0,00080
AUERel <sub>IBES</sub>	0,58837	1,57	0,11670	0,65292	1,84	0,06730
DListing	-0,02107	-0,12	0,90810	-0,04740	-0,27	0,78480
DFinance	0,14476	0,70	0,48250	0,09525	0,49	0,62690
TimeLag	-0,02505	-0,10	0,92030	-0,07667	-0,32	0,74730
N	339			339		
Adj. R2	0,09490			0,05950		
Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse, für die Daten der I/B/E/S-Datenbank verfügbar waren						
Modell Variable	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,79374	-2,94	0,00360	-2,38536	-4,18	<0,0001
Size	-0,33977	-5,40	<0,0001	-0,24811	-4,21	<0,0001
NOST	0,22268	5,91	<0,0001	0,11619	3,29	0,00110
AUERel <sub>IBES</sub>	0,28492	0,63	0,52670	0,27046	0,64	0,52110
DListing	-0,00886	-0,04	0,96440	0,16884	0,91	0,36470
DFinance	-0,03848	-0,18	0,85760	0,16737	0,83	0,40500
TimeLag	-0,08119	-0,63	0,53160	0,04951	0,41	0,68370
N	252			252		
Adj. R2	0,16190			0,09510		



## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.11 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
AUERel <sub>IBES</sub>	Absolute relative Ergebnisüberraschung auf Basis der Analystenschätzung der I/B/E/S-Datenbank
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens

Man erkennt, dass die Ergebnisüberraschung nur bei endgültigen Jahresergebnissen zum Teil einen signifikanten positiven Einfluss aufweist. Bei der Verwendung der Ergebnisüberraschungen auf Grundlage der Reuters-Datenbank ist ein signifikanter Einfluss nicht erkennbar (siehe Tabelle 2.12).

**Tabelle 2.12**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell (ACAR<sub>MM</sub>) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung (ACAR<sub>MA</sub>) unter Berücksichtigung der auf Basis der Reuters-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschung, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse, für die Daten der Reuters-Datenbank verfügbar waren						
Modell		ACAR <sub>MM</sub>		ACAR <sub>MA</sub>		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,63939	-1,94	0,05330	-2,12074	-1,63	0,10480
Size	-0,25744	-3,73	0,00020	-0,19718	-2,98	0,00310
NOST	0,17112	3,54	0,00050	0,10422	2,25	0,02500
AUERel <sub>Reuters</sub>	0,32981	1,22	0,22310	0,38692	1,49	0,13600
DListing	0,10331	0,52	0,60150	-0,00177	-0,01	0,99250
DFinance	0,15908	0,65	0,51440	0,08566	0,37	0,71400
TimeLag	0,02855	0,10	0,91730	-0,08883	-0,34	0,73610
N	301			301		
Adj. R2	0,07220			0,04270		

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.12 (fortgesetzt)**

Teilstichprobe Quartalsergebnisse, für die Daten der Reuters-Datenbank verfügbar waren

Modell	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,14715	-1,73	0,08480	-2,10582	-3,68	0,00030
Size	-0,24865	-6,80	<0,0001	-0,17191	-5,46	<0,0001
NOST	0,13800	5,03	<0,0001	0,09886	4,18	<0,0001
AUERE <sub>Reuters</sub>	0,01870	0,97	0,33230	0,01297	0,78	0,43510
DListing	0,25893	2,24	0,02510	0,31251	3,14	0,00170
DFinance	0,07406	0,55	0,58420	0,03326	0,29	0,77540
TimeLag	-0,45799	-2,93	0,00350	-0,24212	-1,80	0,07300
N	789			789		
Adj. R2	0,08960			0,07250		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
AUERE <sub>Reuters</sub>	Relative Ergebnisüberraschung auf Basis des Ergebnisse der Vorperiode der Reuters -Datenbank
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens

Zur Kontrolle dieser Ergebnisse wurden zusätzlich die Regressionen getrennt für positive und negative Ergebnisüberraschungen mit CAR als abhängiger Variable durchgeführt. Hieraus ergaben sich keine wesentlichen neuen Erkenntnisse.

### 2.4.5 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen

Die Ergebnisse der Untersuchung zum Informationsgehalt (Abschnitt 2.4.3.2) bestätigen die seit Beaver (1968) dokumentierten Erkenntnisse, dass der Aktienkurs auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen reagiert. Investoren verwenden Periodenergebnisse offensichtlich bei ihren Anlageentscheidungen, was darauf schließen lässt, dass diese das Potenzial haben, die Abschätzung der Verteilung künftiger Zahlungsströme zu beeinflussen, und damit Informationsgehalt besitzen. Auch die bisherigen Erkenntnisse zum Informationsgehalt von Periodenergebnissen für den deutschen Aktienmarkt, die überwiegend auf der von Ball/Brown (1968) verwendeten Methodik beruhen und daher primär die Richtung der Aktienkursreaktion untersuchen, können bestätigt werden. Durch die Verwendung von absoluten abnormalen Renditen steht in der vorliegenden Untersuchung das Ausmaß der Aktienkursreaktion im Vordergrund. Die Ergebnisse aus aktuelleren Untersuchungen von Oerke (1999) und Röder

(1999), die die Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen als Teilmenge von Ad-hoc-Mitteilungen betrachten, werden auf alle Quartals- und Jahresergebnisse im Untersuchungszeitraum 2002 bis 2006, einem Zeitraum wesentlicher Umwälzungen im Bereich der Unternehmenspublizität, unabhängig vom Veröffentlichungskanal erweitert. Die sich in der Aktienkursreaktion ausdrückende Bedeutung von Ergebnisankündigungen für den Kapitalmarkt ist Voraussetzung für die sich anschließenden Querschnittsuntersuchungen unternehmensspezifischer Unterschiede zum Zeitpunkt der Ergebnisankündigung und deren Auswirkungen auf die Aktienkursreaktion.

Die Ergebnisse der Untersuchung zu den Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion bestätigen den beispielsweise von Grant (1980) dokumentierten Einfluss des Börsensegmentes auf die Aktienkursreaktion. Während Grant (1980) die in den unterschiedlichen Börsensegmenten gestellten Transparenzanforderungen für die unterschiedliche Aktienkursreaktion verantwortlich macht, ist der in der vorliegenden Untersuchung dokumentierte Einfluss des Aktienindex wohl auf die branchenorientierte Abgrenzung der Aktienindizes zurückzuführen. Die in den Jahren 2002 und 2003 zum Teil noch bestehenden Transparenzunterschiede (vgl. Abschnitt 1.3) zwischen den Börsensegmenten SMAX, Neuer Markt, Geregelter Markt und Amtlicher Markt wurden für die Untersuchungsstichprobe durch die Einführung des Prime Standards als Voraussetzung für die Aufnahme in einen Auswahlindex der Deutschen Börse weitgehend nivelliert. Weiterhin konnten die frühzeitig von Atiase (1985) und Atiase (1987) dokumentierten Erkenntnisse zum negativen Verhältnis von Unternehmensgröße und Aktienkursreaktion bestätigt werden. Inwieweit die Unternehmensgröße als Maß für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung angesehen werden kann<sup>98</sup>, wird in Abschnitt 3.2 untersucht. Schließlich kann die beispielsweise bei Kross/Schroeder (1988) dokumentierte Erkenntnis, dass die Aktienkursreaktion umso schwächer ausfällt, je später Periodenergebnisse veröffentlicht werden, bestätigt werden. Zusätzlich zu den Referenzuntersuchungen wurden in der vorliegenden Arbeit sowohl Quartals- als auch Jahresergebnisse betrachtet und explizit in vorläufige und endgültige Ergebnisse unterschieden. Es ergaben sich Hinweise darauf, dass die Aktienkursreaktion auf die Ankündigung von Jahresergebnissen und vorläufigen Ergebnissen stärker ausfällt. Da ein Einfluss der unternehmensspezifischen Variablen auf die Aktienkursreaktion nachgewiesen werden konnte, verbleiben diese in den folgenden Querschnittsuntersuchungen zum Einfluss der Unternehmenspublizität. Dagegen konnte kein signifikanter

---

<sup>98</sup> Vgl. beispielsweise Atiase (1985), p. 35.

Einfluss der Ergebnisüberraschung festgestellt werden. Diese wird in den Analysen zum Einfluss der Unternehmenspublizität nicht weiter berücksichtigt.

### ***2.5 Handelsvolumenreaktionen auf Ergebnisankündigungen***

#### **2.5.1 Referenzuntersuchungen**

In einer wegweisenden Studie untersucht Beaver (1968) die Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigung von Jahresergebnissen am amerikanischen Kapitalmarkt, wobei er zwischen Handelsvolumen und Aktienkursreaktion unterscheidet. Es zeigt sich, dass auf dem Marktmodell beruhende abnormale Handelsvolumina in den Wochen der Ergebnisankündigung im Vergleich zu den umgebenden Wochen deutlich ansteigen.<sup>99</sup>

Kiger (1972) bestätigt diese Erkenntnisse unter Verwendung der Ankündigungen von Quartalsergebnissen. Morse (1981) untersucht das abnormale Handelsvolumen auf täglicher Basis unter expliziter Berücksichtigung des Verhaltens an den Tagen um den Ergebnisankündigungstag.

Bamber (1986) bezieht zur Erklärung von Querschnittsunterschieden zwischen Unternehmen die Unternehmensgröße und unerwartete Periodenergebnisse in die Analyse mit ein. Bamber (1987) berücksichtigt neben der Höhe auch die Dauer, mit der abnormales Handelsvolumen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt auftritt.

Oerke (1999) untersucht die Handelsvolumenreaktion auf Ad hoc-Mitteilungen am deutschen Kapitalmarkt sowohl auf *interday*- als auch auf *intraday*-Basis. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die Veröffentlichung von Jahresabschluss- und Zwischenberichtsinformationen abnormale Handelsvolumenreaktionen auslöst.

Landsman/Maydew (2002) untersuchen, ob sich das Ausmaß der Kapitalmarktreaktionen auf Ankündigungen von Quartalsergebnissen seit der Studie von Beaver (1968) verringert hat. Zur Erklärung von Querschnittsunterschieden zwischen Unternehmen beziehen sie weitere Variablen wie die Unternehmensgröße, die Vorhersagbarkeit von Periodenergebnissen, die

---

<sup>99</sup> Eine tabellarische Übersicht über Untersuchungen zur Handelsvolumenreaktion ist im Anhang (Tabelle A.4) enthalten.

Intensität von immateriellen Vermögensgegenständen oder die Persistenz von Periodenergebnissen ein.

Ali/Klasa/Li (2004) finden einen signifikanten Einfluss der Besitzanteile institutioneller Anleger auf das Handelsvolumen unter Berücksichtigung bereits in vorherigen Studien verwendeter Variablen wie Unternehmensgröße, abnormaler Rendite und weiterer Maße für das Risiko einer Aktie.

Chae (2005) belegt, dass das Ausmaß der Handelsvolumenreaktion sowie der Einfluss der Informationsasymmetrie vor der Ergebnisankündigung davon abhängig sind, ob der Zeitpunkt der Ergebnisankündigung bekannt ist oder nicht. Als Maße für Informationsasymmetrie wurden die Unternehmensgröße sowie die Anzahl an Finanzanalysten verwendet.

### 2.5.2 Bestimmung der Handelsvolumenreaktion

Der Einfluss einer Ergebnisankündigung auf das Handelsvolumen wird wie im Falle der Aktienkursreaktion mit der Methode der Ereignisstudie gemessen. Hierbei wird sowohl das abnormale, d.h. das um ein „normales“ Ausmaß bereinigte Handelsvolumen als auch das unbereinigte Handelsvolumen betrachtet. Das (prozentuale) Handelsvolumen wird dabei definiert als die Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien dividiert durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien.<sup>100</sup>

$$VO_{it} = \frac{NOST_{it}}{NOSH_{it}}$$

mit:

$VO_{it}$  = prozentuales Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag  $t$

$NOST_{it}$  = Anzahl der am Tag  $t$  gehandelten Aktien des Unternehmens  $i$  (number of shares traded)

$NOSH_{it}$  = Gesamtzahl der am Tag  $t$  ausgegebenen Aktien des Unternehmens  $i$  (number of shares outstanding)

Um das abnormale, also durch die Ergebnisankündigung induzierte Handelsvolumen zu bestimmen, werden in früheren Untersuchungen verschiedene Modelle verwendet. Analog zur Ermittlung abnormaler Renditen können auch hier das Modell der Marktadjustierung und das Marktmodell verwendet werden. Da im Gegensatz zu Renditen kein theoretisches Modell existiert, das eine Verbindung zwischen dem Handelsvolumen einer Aktie und dem des Mark-

---

<sup>100</sup> Vgl. z.B. Beaver (1968), p. 73; Landsman/Maydew (2002), p. 800.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

---

tes herstellt,<sup>101</sup> werden im Rahmen dieser Arbeit ausschließlich unternehmensindividuelle Ermittlungsmethoden für das abnormale Handelsvolumen verwendet.

Beim Modell der Medianbereinigung wird erwartet, dass das normale Handelsvolumen einer Aktie dem Median des Handelsvolumens der Aktie über einen bestimmten Zeitraum, dem Schätzfenster, entspricht.<sup>102</sup> Als Schätzfenster wird entsprechend der Berechnung des Marktmodells (vgl. Abschnitt 2.4.2) ein Zeitraum 250 Tagen vor dem Ergebnisankündigungstag gewählt, der elf Tage vor dem Ergebnisankündigungstag endet. Das erwartete Handelsvolumen berechnet sich daher wie folgt:

$$MedianVO_{it} = MedianVO_{i[-260;-11]}$$

mit:

$MedianVO_{it}$  = Median des Handelsvolumens der Aktie des Unternehmens i über einen 11 Tage vor dem Ergebnisankündigungstag t endenden Zeitraum von 250 Tagen

Das abnormale Handelsvolumen nach dem Modell der Medianbereinigung berechnet sich daher wie folgt:

$$AVO_{Medit} = VO_{it} - MedianVO_{it}$$

mit:

$AVO_{Medit}$  = abnormales Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens i am Tag t auf Grundlage des Modells der Medianbereinigung

Statt des Medians kann als Schätzer für das normale Handelsvolumen auch das arithmetische Mittel verwendet werden. Der Vorteil des Medians besteht darin, dass dieser robuster im Hinblick auf Extremwerte ist und damit das normale Handelsvolumen besser abbildet.

Alternativ zur Verwendung abnormaler Handelsvolumina werden die tatsächlichen Handelsvolumina ( $VO_{it}$ ) untersucht.

---

<sup>101</sup> Vgl. z.B. Bamber (1986), p. 43; Hora/Tondkar/McEwen (2004), p. 75.

<sup>102</sup> Vgl. Hora/Tondkar/McEwen (2004), p. 76.

### 2.5.3 Beurteilung des Informationsgehaltes

#### 2.5.3.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Zur Beurteilung des Informationsgehaltes anhand der Handelsvolumenreaktion (Hypothese 1b) werden die gleichen Testverfahren wie in Abschnitt 2.4.3.1 verwendet. Für die absolute abnormale Rendite (AAR) wird das prozentuale Handelsvolumen VO eingesetzt. Null- und Alternativhypothese ( $H_0$  und  $H_1$ ) werden wie folgt formuliert:

$H_0$ : Das Handelsvolumen (VO) des Portfolios am Ergebnisankündigungstag ( $t=0$ ) ist nicht größer als das durchschnittliche Handelsvolumen des Portfolios in der Schätzperiode.

$H_1$ : Das Handelsvolumen (VO) des Portfolios am Ergebnisankündigungstag ( $t=0$ ) ist größer als das durchschnittliche Handelsvolumen des Portfolios in der Schätzperiode.

#### 2.5.3.2 Empirische Ergebnisse

Tabelle 2.13 stellt die Ergebnisse der Hypothesentests zur Beurteilung des Informationsgehalts von Ergebnisankündigungen anhand der Handelsvolumenreaktion dar. Es wird deutlich, dass das durchschnittliche prozentuale Handelsvolumen (VO) der Untersuchungsstichprobe am Ergebnisankündigungstag signifikant höher ist als an den Tagen der Schätzperiode. Das durchschnittliche prozentuale Handelsvolumen in der Schätzperiode liegt mit 0,3% ca. 0,47% unter dem durchschnittlichen Handelsvolumen am Ergebnisankündigungszeitpunkt. Auch hieraus kann geschlossen werden, dass Ergebnisankündigungen Informationsgehalt besitzen, wobei das Handelsvolumen ein größeres Maß für den Informationsgehalt ist als die Aktienkursreaktion.<sup>103</sup> Dies bestätigt die Hypothese 1b und steht in Einklang mit der großen Mehrheit vorangegangener Studien. Weiterhin erkennt man an den Werten der Teststatistik T1, dass auch am Tag vor und zwei Tage nach dem Ergebnisankündigungszeitpunkt ein signifikant höheres Handelsvolumen auftritt. Die Werte der Teststatistik T2 weisen an allen Tagen des Zeitraums zwischen 10 Tagen vor und 10 Tagen nach dem Ergebnisankündigungstag signifikant höhere Handelsvolumina auf. Dies deutet auf eine Querschnittsabhängigkeit der Handelsvolumina am Ereignistag hin, was bei Verwendung der Teststatistik T2 dazu führt, dass die Standardabweichungen unterschätzt werden, so dass die Nullhypothese zu häufig abgelehnt wird (vgl. Abschnitt 2.4.3.2). Die Ergebnisse der Teststatistik T1 werden durch die auf Rängen basierende Teststatistik T3 bestätigt.

---

<sup>103</sup> Vgl. Kim/Verrecchia (1991a), p. 313.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.13**

Durchschnittliche prozentuale Handelsvolumina (VO) der Untersuchungsstichprobe an den Tagen t relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt (t=0) in den Jahren 2002 bis 2006 und T-Werte der Teststatistiken T1, T2 und T3 unter Verwendung eines zweiseitigen T-Tests für die gesamte Untersuchungsstichprobe (N = 3590), auf dem 1%-Niveau signifikante Werte sind grau hinterlegt

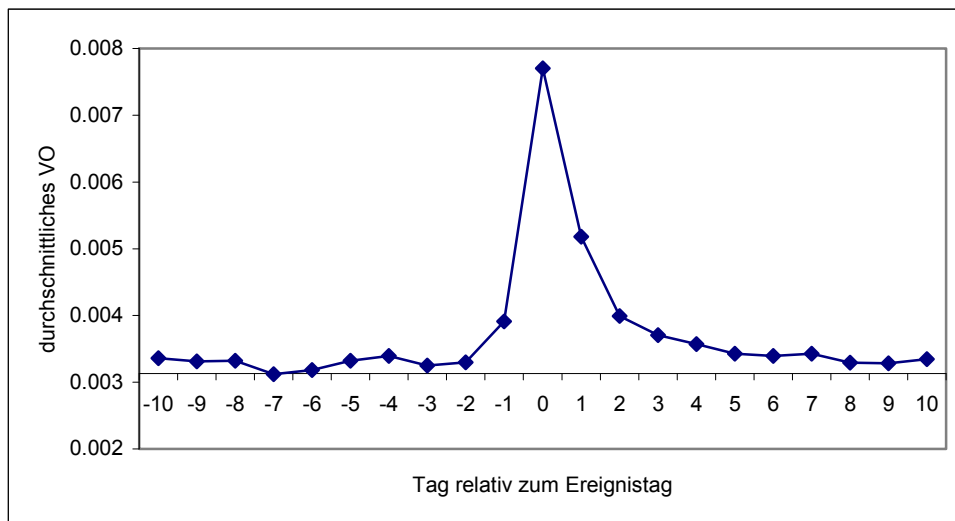
t	VO	T1	T2	Rang (VO)	T3
-10	0,003358	0,707514	10,166061	6,001112	0,811626
-9	0,003312	0,566229	9,076123	5,587458	0,755681
-8	0,003321	0,594886	7,514882	4,534344	0,613252
-7	0,003121	-0,026489	6,966635	3,841257	0,519514
-6	0,003181	0,157490	7,482451	5,624131	0,760641
-5	0,003321	0,593550	11,619557	6,825132	0,923071
-4	0,003392	0,813906	8,550605	8,832360	1,194541
-3	0,003249	0,370628	11,492548	5,990689	0,810216
-2	0,003297	0,518136	22,742409	7,859922	1,063022
-1	0,003911	2,427293	106,981657	19,906363	2,692255
0	0,007703	14,203606	53,674251	60,555849	8,189932
1	0,005182	6,373523	30,400251	38,511948	5,208584
2	0,003993	2,680955	22,694870	22,743052	3,075905
3	0,003707	1,792400	19,517907	17,071151	2,308804
4	0,003570	1,366382	19,359336	14,203086	1,920910
5	0,003428	0,927457	15,274451	11,931869	1,613737
6	0,003392	0,814366	11,493956	9,891099	1,337731
7	0,003427	0,923178	11,488566	4,952825	0,669849
8	0,003293	0,505737	16,156253	4,499582	0,608550
9	0,003285	0,480493	16,316511	4,288022	0,579938
10	0,003346	0,671910	10,166061	4,211592	0,569601

Abbildung 2.6, die die das durchschnittliche prozentuale Handelsvolumen des Portfolios für Tage relativ zum Ergebnisankündigungstag darstellt, verdeutlicht die festgestellten Ergebnisse graphisch. Die Abszisse verläuft durch den durchschnittlichen Wert des Handelsvolumens der Untersuchungsstichprobe in der Schätzperiode (0,31%).



**Abbildung 2.6**

Durchschnittliches Handelsvolumen (VO) der Untersuchungsstichprobe an den Tagen  $t=-10$  bis  $t=+10$  relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt ( $t=0$ ) in den Jahren 2002 bis 2006



### 2.5.4 Beurteilung von Einflussfaktoren auf das Handelsvolumen

#### 2.5.4.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Nach der Beurteilung des Informationsgehaltes werden wie im Falle der Aktienkursreaktion (vgl. Abschnitt 2.4.4) verschiedene Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion untersucht. Dabei umfasst das Ereignisfenster ebenfalls fünf Tage. Das auf der Medianbereinigung basierende abnormale Handelsvolumen wird mit der folgenden additiven Methode über das Ereignisfenster kumuliert:

$$CAVO_{it} = \sum_{s=-2}^2 AVO_{is}$$

mit:

$s =$  Handelstage relativ zum Ergebnisankündigungstag

$CAVO_{it} =$  kumuliertes abnormales Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag  $t$

Danach werden die absoluten Werte des kumulierten abnormalen Handelsvolumens berechnet.

$$ACAVO_{it} = |CAVO_{it}|$$

mit:

$ACAVO_{it} =$  absolutes kumuliertes abnormales Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag  $t$

Alternativ zur Verwendung abnormaler Handelsvolumina werden die tatsächlichen Handelsvolumina untersucht. Als abhängige Variable wird daher auch der Durchschnitt der tatsächlichen (prozentualen) Handelsvolumina über das Ereignisfenster (VOMean) verwendet.<sup>104</sup>

$$VOMean_{it} = \frac{1}{5} \sum_{s=-2}^2 VO_{is}$$

mit:

$VOMean_{it}$  = durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag  $t$  über das Ereignisfenster

Die Bedeutung der Einflussfaktoren wird anhand einer den Untersuchungszeitraum umfassenden, gepoolten Querschnittsregression analysiert. Es werden sowohl Regressionen für ACAVO als auch für VOMean durchgeführt. Das Regressionsmodell besitzt die folgende Grundform:

$$ACAVO_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

bzw.

$$VOMean_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

mit:

$ACAVO_i$  = Absolutes kumuliertes abnormales Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag der Ergebnisankündigung

$VOMean_i$  = Durchschnittliche Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens  $i$  am Tag der Ergebnisankündigung über das Ereignisfenster

Es werden die gleichen Variablen wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion (siehe Abschnitt 2.4.4.1) verwendet. Statt des Handelsvolumens zum Zeitpunkt der Ergebnisankündigung (NOST) wird in Übereinstimmung mit den Ergebnissen von Kim/Verrecchia (1991a) die Aktienkursänderung berücksichtigt. Hierfür wird die absolute kumulierte abnormale Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ) verwendet.

### 2.5.4.2 Empirische Ergebnisse

Im Folgenden wird dargestellt, inwieweit Faktoren, die in früheren Untersuchungen Einfluss auf die Handelsvolumen hatten, auch im Rahmen dieser Untersuchung von Bedeutung sind. Tabelle 2.14 gibt einen Überblick über die Verteilung der Variablen für die Handelsvolumenreaktion. Die Verteilung der Handelsvolumina als abhängige Variablen wird für absolute ku-

---

<sup>104</sup> Vgl. Atiase/Bamber (1994), p. 313; Chen/Sami (2004), p. 10.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

mulierte abnormale Handelsvolumina basierend auf dem Modell der Medianbereinigung (bezeichnet mit Med) und für durchschnittliche Handelsvolumina im Ereignisfenster angegeben. Die Verteilung der Variablen wird für die gesamte Untersuchungstichprobe dargestellt.<sup>105</sup>

**Tabelle 2.14**

Verteilung der abhängigen Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 bis 2006

Gesamte Untersuchungstichprobe							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
ACAVO <sub>Med</sub>	3590	0,01348	0,00504	0,00136	0,01407	0,00000	0,99446
VOMean	3590	0,00482	0,00255	0,00078	0,00614	0,00000	0,21465
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen							
ACAVO <sub>med</sub>	Absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung						
VOMean	Durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster						

Wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion lässt sich feststellen, dass die arithmetischen Mittel (Mean) der Verteilungen größer sind als die Mediane. Weiterhin lässt sich feststellen, dass sowohl Median als auch arithmetisches Mittel der Verteilung von ACAVO<sub>Med</sub> deutlich höher liegen als bei VOMean. Dies ist dadurch zu erklären, dass wie in Abschnitt 2.5.4.1 erläutert ACAVO<sub>Med</sub> auf einer Addition abnormaler Handelsvolumina über das Ereignisfenster basiert, während VOMean eine Durchschnittsbildung über nicht-adjustierte Handelsvolumina über das Ereignisfenster darstellt.

In Tabelle 2.15 werden Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion dargestellt. Da die Korrelation zwischen den Variablen relativ gering ist, werden alle Variablen in den folgenden Regressionen berücksichtigt.

<sup>105</sup> Eine Betrachtung der Variablenverteilungen getrennt nach Quartals- und Jahresergebnissen sowie nach endgültigen und vorläufigen Periodenergebnissen wurde durchgeführt. Wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion ergaben sich hierbei keine wesentlichen Unterschiede. Die Ergebnisse werden daher nicht dargestellt.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.15**

Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 bis 2006, P-Werte sind kursiv gedruckt und basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe				
	ACAR <sub>MA</sub>	DListing	DFinance	TimeLag
Size	-0.18522 <i>&lt;.0001</i>	-0.26206 <i>&lt;.0001</i>	0.16460 <i>&lt;.0001</i>	-0.19547 <i>&lt;.0001</i>
ACAR <sub>MA</sub>		0.16256 <i>&lt;.0001</i>	-0.04810 <i>0.00390</i>	-0.03002 <i>0.07210</i>
DListing			-0.16647 <i>&lt;.0001</i>	-0.09774 <i>&lt;.0001</i>
DFinance				0.02765 <i>0.09770</i>
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen				
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.			
ACAR <sub>MA</sub>	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung			
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0			
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0			
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens			

In den Tabellen 2.16 bis 2.17 werden die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen getrennt nach den abhängigen Variablen ACAVO<sub>Med</sub> und VOMean dargestellt. Tabelle 2.16 zeigt die Ergebnisse für die gesamte Untersuchungsstichprobe. Wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion gehen alle Nicht-Dummyvariablen mit ihrem natürlichen Logarithmus in die Regressionen ein. Weiterhin werden alle Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen durchgeführt.<sup>106</sup>

<sup>106</sup> Die Ergebnisse sind im Anhang (Tabelle A.7) dargestellt.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.16**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion für die gesamte Untersuchungsstichprobe in den Jahren 2002 bis 2006 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster ( $VOMean$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe						
Modell	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,24036	-7,73	<0,0001	-5,44165	-18,43	<0,0001
Size	0,19126	9,36	<0,0001	0,29494	20,49	<0,0001
$ACAR_{MA}$	0,36952	13,19	<0,0001	0,23879	12,10	<0,0001
DListing	0,30089	3,33	0,00090	0,44058	6,91	<0,0001
DFinance	-0,13853	-1,42	0,15710	-0,18836	-2,73	0,00630
TimeLag	-0,63073	-6,68	<0,0001	-0,52913	-7,95	<0,0001
DEventType	0,39568	3,88	0,00010	0,26514	3,69	0,00020
DEarnPre	-0,47868	-3,85	0,00010	-0,42055	-4,80	<0,0001
N	3590			3590		
Adj. R2	0,08650			0,17170		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
$ACAR_{MA}$	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Der Erklärungsgehalt der Regression mit  $VOMean$  als abhängiger Variable ist mit 17,2% deutlich höher als im Falle von  $ACAVO_{Med}$  (8,7%). Im Gegensatz zur Untersuchung der Aktienkursreaktion ist die Handelsvolumenreaktion im Ereignisfenster umso größer je größer das veröffentlichende Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung (Size) – ist. Dies kann dadurch erklärt werden, dass Investoren große Unternehmen stärker bei ihren Investitionsentscheidungen berücksichtigen als kleine Unternehmen. Das Ergebnis widerspricht allerdings der These, dass die Unternehmensgröße ein Maß für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung ist. Dies wird in Abschnitt 3.2 anhand von Variablen, die direkte Maße für die Unternehmenspublizität darstellen, untersucht. Der von Kim/Verrecchia (1991a) theoretisch ermittelte positive Zusammenhang zwischen Handelsvolumenreaktion und absoluter Preisänderung ( $ACAR_{MA}$ ) kann bestätigt werden. Darüber hinaus ist eine stärkere Handelsvo-

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

lumenreaktion bei Unternehmen der Technologiebranche (DListing) sowie bei Jahresergebnissen (DEventType) festzustellen. Andere Ergebnisse als die Untersuchung der Aktienkursreaktion liefert die Variable DEarnPre. Diese ist ebenfalls signifikant, weist aber ein negatives Vorzeichen auf, was darauf hindeutet, dass das Handelsvolumen um den Ankündigungstag vorläufiger Periodenergebnisse geringer ist als im Falle von endgültigen Ergebnissen. Eine Ursache hierfür könnte sein, dass zum Ankündigungszeitpunkt vorläufiger Periodenergebnissen weniger zusätzliche Informationen veröffentlicht werden als im Falle endgültiger Periodenergebnisse. Zum Teil zeigt sich eine niedrigere Handelsvolumenreaktion bei Unternehmen der Finanzbranche. Je später die Periodenergebnisse veröffentlicht werden (TimeLag) umso geringer ist die Handelsvolumenreaktion.

**Tabelle 2.17**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion für Teilstichproben in den Jahren 2002 bis 2006 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster (VOMean), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe Quartalsergebnisse						
Modell Variable	$ACAVO_{Med}$			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,63998	-5,01	<0,0001	-4,87764	-12,20	<0,0001
Size	0,15019	6,40	<0,0001	0,27429	15,41	<0,0001
$ACAR_{MA}$	0,32797	10,24	<0,0001	0,23004	9,47	<0,0001
DListing	0,27192	2,60	0,00920	0,41054	5,19	<0,0001
DFinance	-0,19626	-1,77	0,07740	-0,22370	-2,66	0,00800
TimeLag	-0,75578	-6,12	<0,0001	-0,64898	-6,93	<0,0001
DEarnPre	-0,31809	-1,41	0,15880	-0,45600	-2,67	0,00770
N	2346			2346		
Adj. R2	0,08410			0,15770		
Teilstichprobe Jahresergebnisse						
Modell Variable	$ACAVO_{Med}$			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,73475	-4,65	<0,0001	-5,97312	-11,80	<0,0001
Size	0,26777	6,87	<0,0001	0,33195	13,51	<0,0001
$ACAR_{MA}$	0,44155	8,15	<0,0001	0,25010	7,33	<0,0001
DListing	0,30820	1,79	0,07400	0,47939	4,41	<0,0001
DFinance	-0,07558	-0,39	0,69360	-0,14330	-1,19	0,23590
TimeLag	-0,48209	-3,18	0,00150	-0,39635	-4,15	<0,0001
DEarnPre	-0,44156	-2,61	0,00920	-0,34185	-3,20	0,00140
N	1244			1244		
Adj. R2	0,09340			0,19200		

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.17 (fortgesetzt)**

Teilstichprobe vorläufiger Ergebnisse						
Modell	ACA <sub>VO</sub> <sub>Med</sub>			VOMean		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-4,56886	-6,03	<0,0001	-6,83853	-14,92	<0,0001
Size	0,25658	4,28	<0,0001	0,33315	9,19	<0,0001
ACAR <sub>MA</sub>	0,45739	5,41	<0,0001	0,26989	5,28	<0,0001
DListing	0,42495	1,58	0,11430	0,68087	4,19	<0,0001
DFinance	0,05188	0,17	0,86630	-0,07114	-0,38	0,70290
TimeLag	-0,34467	-2,13	0,03360	-0,27687	-2,83	0,00490
DEventType	-0,03854	-0,12	0,90180	0,08688	0,46	0,64610
N	539			539		
Adj. R2	0,08790			0,19600		
Teilstichprobe endgültiger Ergebnisse						
Modell	ACA <sub>VO</sub> <sub>Med</sub>			VOMean		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,25407	-4,20	<0,0001	-4,55413	-11,67	<0,0001
Size	0,16853	7,70	<0,0001	0,27809	17,47	<0,0001
ACAR <sub>MA</sub>	0,34730	11,79	<0,0001	0,22883	10,68	<0,0001
DListing	0,24518	2,56	0,01050	0,37557	5,39	<0,0001
DFinance	-0,16593	-1,63	0,10390	-0,20093	-2,71	0,00680
TimeLag	-0,87459	-7,00	<0,0001	-0,74338	-8,18	<0,0001
DEventType	0,59088	5,09	<0,0001	0,41208	4,88	<0,0001
N	3051			3051		
Adj. R2	0,08780			0,16760		
Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen						
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.					
ACAR <sub>MA</sub>	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung					
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0					
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0					
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens					
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0					
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0					

Die in Tabelle 2.17 dargestellten Ergebnisse der Teilstichproben unterscheiden sich nicht wesentlich von denen der gesamten Untersuchungsstichprobe.

Der Einfluss der Ergebnisüberraschung auf die Handelsvolumenreaktion wird in den Tabellen 2.18 bis 2.19 dargestellt.

## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.18**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 und 2003 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster ( $VOMean$ ) unter Berücksichtigung der auf Basis der I/B/E/S-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschung, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse, für die Daten der I/B/E/S-Datenbank verfügbar waren						
Modell	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
	Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert
Intercept	-2,17897	-0,83	0,40460	-3,50689	-2,65	0,00840
Size	0,25701	2,98	0,00310	0,32215	7,37	<0,0001
$ACAR_{MA}$	0,58014	5,15	<0,0001	0,29290	5,13	<0,0001
$AUERel_{IBES}$	-0,12977	-0,16	0,87040	0,00066	0,00	0,99870
DListing	0,36180	0,98	0,32570	0,55790	2,99	0,00300
DFinance	-0,45951	-1,06	0,29140	-0,43391	-1,97	0,04980
TimeLag	-0,76771	-1,47	0,14280	-0,93751	-3,54	0,00050
N	339			339		
Adj. R2	0,10240			0,28070		
Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse, für die Daten der I/B/E/S-Datenbank verfügbar waren						
Modell	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
	Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert
Intercept	-4,80377	-3,05	0,00250	-7,54635	-10,43	<0,0001
Size	0,27321	2,46	0,01450	0,42559	8,34	<0,0001
$ACAR_{MA}$	0,68963	4,48	<0,0001	0,36784	5,19	<0,0001
$AUERel_{IBES}$	-0,73714	-0,65	0,51640	0,04629	0,09	0,92940
DListing	0,48088	0,99	0,32210	0,70823	3,18	0,00170
DFinance	-0,02653	-0,05	0,96140	-0,49965	-1,98	0,04860
TimeLag	-0,23240	-0,70	0,48650	-0,20600	-1,34	0,18050
N	252			252		
Adj. R2	0,08090			0,28540		
Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen						
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.					
$ACAR_{MA}$	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung					
$AUERel_{IBES}$	Absolute relative Ergebnisüberraschung auf Basis der Analystenschätzung der I/B/E/S-Datenbank					
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0					
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0					
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens					



## II. Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen

**Tabelle 2.19**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 und 2003 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster ( $VOMean$ ) unter Berücksichtigung der auf Basis der Reuters-Datenbank berechneten Ergebnisüberraschung, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse, für die Daten der Reuters-Datenbank verfügbar waren						
Modell	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,49906	-0,86	0,39140	-4,55303	-3,39	0,00080
Size	0,28013	3,06	0,00240	0,34586	8,18	<0,0001
$ACAR_{MA}$	0,55064	4,53	<0,0001	0,23825	4,24	<0,0001
$AUERel_{Reuters}$	0,28946	0,51	0,61250	0,30891	1,17	0,24240
DListing	0,45462	1,14	0,25460	0,55186	3,00	0,00290
DFinance	-0,63257	-1,24	0,21510	-0,58782	-2,50	0,01300
TimeLag	-0,76889	-1,33	0,18530	-0,78057	-2,92	0,00380
N	301			301		
Adj. R2	0,09780			0,29570		
Teilstichprobe Quartalsergebnisse, für die Daten der Reuters-Datenbank verfügbar waren						
Modell	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,63840	-4,34	<0,0001	-6,07617	-8,70	<0,0001
Size	0,09253	2,65	0,00820	0,25241	8,67	<0,0001
$ACAR_{MA}$	0,23701	5,35	<0,0001	0,16145	4,37	<0,0001
$AUERel_{Reuters}$	0,07111	3,08	0,00210	0,06253	3,25	0,00120
DListing	0,52129	3,64	0,00030	0,52568	4,41	<0,0001
DFinance	-0,05486	-0,32	0,74750	-0,22382	-1,58	0,11520
TimeLag	-0,74846	-3,80	0,00020	-0,59192	-3,61	0,00030
N	789			789		
Adj. R2	0,10310			0,18850		
Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen						
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.					
$ACAR_{MA}$	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung					
$AUERel_{Reuters}$	Relative Ergebnisüberraschung auf Basis des Ergebnisse der Vorperiode der Reuters -Datenbank					
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0					
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0					
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens					

Im Falle von Jahresergebnissen kann wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion für die Jahre 2002 und 2003 kein signifikanter Einfluss der Ergebnisüberraschung festgestellt werden. Allerdings scheint die Handelsvolumenreaktion im Falle von Quartalsergebnissen umso

höher zu sein, je höher die auf einem Vorjahresvergleich basierende Ergebnisüberraschung ist (siehe Tabelle 2.19).

### **2.5.5 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen**

Die Ergebnisse der Untersuchung zum Informationsgehalt anhand der Handelsvolumenreaktion (Abschnitt 2.5.3.2) bestätigen die beispielsweise durch Beaver (1968), Kiger (1972) und Morse (1981) dokumentierten Erkenntnisse, dass neben dem Aktienkurs auch das Handelsvolumen auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen reagiert. Auch hieraus kann geschlossen werden, dass Periodenergebnisse Informationsgehalt besitzen. Für den deutschen Aktienmarkt werden die Erkenntnisse von Oerke (1999) auf alle Quartals- und Jahresergebnisse im Untersuchungszeitraum 2002 bis 2006 unabhängig vom Veröffentlichungskanal erweitert. Wie bei der Betrachtung der Aktienkursreaktion steht das Ausmaß der Handelsvolumenreaktion auf die Ergebnisankündigung im Vordergrund. Die sich in der Handelsvolumenreaktion ausdrückende Bedeutung von Ergebnisankündigungen für den Kapitalmarkt ist Voraussetzung für die sich anschließenden Querschnittsuntersuchungen unternehmensspezifischer Publizitätsunterschiede zum Zeitpunkt der Ergebnisankündigung und deren Auswirkungen auf die Handelsvolumenreaktion.

Das beispielsweise von Bamber (1986), Bamber (1987) und Oerke (1999) dokumentierte negative Verhältnis von Unternehmensgröße und Handelsvolumenreaktion konnte in der vorliegenden Untersuchung nicht bestätigt werden. Es konnte jedoch in Übereinstimmung mit Atiase/Bamber (1994) eine signifikante positive Beziehung festgestellt werden. Daraus kann der Schluss gezogen werden, dass die Unternehmensgröße nur ein grobes Maß für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung darstellt. In den folgenden Analysen wird die Unternehmensgröße daher als Kontrollvariable neben direkten Maßen für die Unternehmenspublizität beibehalten. Zusätzlich zu den Referenzuntersuchungen konnte dokumentiert werden, dass auch Variablen, die die Branche oder den Zeitraum zwischen Periodenende und Veröffentlichungszeitpunkt abbilden, Einfluss auf die Handelsvolumenreaktion haben. Weiterhin konnte festgestellt werden, dass Jahresergebnisse eine stärkere, vorläufige Ergebnisse eine schwächere Handelsvolumenreaktion auslösen. Da ein Einfluss der unternehmensspezifischen Variablen auf die Handelsvolumenreaktion nachgewiesen werden konnte, verbleiben diese in den folgenden Querschnittsuntersuchungen. Der frühzeitig von Beaver/Clarke/Wright (1979) dokumentierte Einfluss der Ergebnisüberraschung konnte lediglich für Quartalsergebnisse bestätigt werden.

## III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

### 3.1 Unternehmenspublizität zum Ankündigungszeitpunkt

#### 3.1.1 Theoretische Modelle und Entwicklung der Hypothesen

Der Begriff Unternehmenspublizität umfasst eine Vielzahl von Aspekten. Die Hauptaspekte in Bezug auf Ergebnisankündigungen sind das Ausmaß an Unternehmenspublizität *vor* der Ergebnisankündigung und das Ausmaß an Informationen, die *durch* oder *zusammen mit* der Ergebnisankündigung in den Markt gelangen. Informationen, die durch oder zusammen mit der Ergebnisankündigung veröffentlicht werden, reichen von der reinen Ergebnisgröße bis zu detaillierten Analysen über die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Unternehmens. Wie in Abschnitt 2.1 dargestellt zeigen Kim/Verrecchia (1991a), dass die Varianz der Preisreaktion und das Handelsvolumen in positivem Zusammenhang zu der Präzision der angekündigten Information, als z.B. der Ergebnisankündigung, stehen. Die Präzision von Ergebnisankündigungen wird durch deren Potenzial zur Abschätzung der Verteilung künftiger Zahlungsströme determiniert. Ein wesentlicher Einflussfaktor auf die Präzision von Ergebnisankündigungen sind die verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze. Beispielsweise hat die Verpflichtung zur Verwendung der Anschaffungskostenmethode den Effekt, dass Erhöhungen des Zeitwertes von Vermögensgegenständen über die fortgeführten Anschaffungskosten hinaus erst zu einem späteren Zeitpunkt im Periodenergebnis, beispielsweise bei Veräußerung, reflektiert werden als bei einer *fair value*-Bilanzierung.<sup>107</sup> Daher geben diese Periodenergebnisse die vorhandenen Informationen über künftige Zahlungsströme nicht vollständig wieder. Da die Ankündigung von Periodenergebnissen auf Grundlage unterschiedlicher Rechnungslegungsgrundsätze den Informationsfluss bezüglich künftiger Zahlungsströme beeinflusst, kann erwartet werden, dass die Reaktion von Aktienkursen für Unternehmen mit unterschiedlichen Rechnungslegungsgrundsätzen unterschiedlich ausfallen wird. Darüber hinaus werden Informationen wie Ergebnisvorhersagen, Finanzierungsentscheidungen, Dividenden und Auftragsbestand regelmäßig zusammen mit der Ergebnisinformation veröffentlicht.<sup>108</sup> Diese Informationen, die die Effekte der Ergebnisankündigung überlagern können, müssen in die Analyse mit einbezogen werden, um den Effekt der Ergebnisankündigung zu separieren. Sollten diese zusätzlichen

---

<sup>107</sup> Zum Fair Value-Konzept vgl. z.B. Breker/Gebhardt/Pape (2000), S. 729.

<sup>108</sup> Vgl. Francis/Schipper/Vincent (2002a), p. 517.

Informationen das Potential besitzen, Investorenerwartungen zu beeinflussen, so würden sie zu einer zusätzlichen Erhöhung der abnormalen Renditen oder des Handelsvolumens führen.

Hypothese 2: Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktionen auf Ergebnisankündigungen werden von der Präzision der Ergebnisankündigung und von zusammen mit dem Periodenergebnis veröffentlichten Informationen beeinflusst.

#### **3.1.2 Unternehmenspublizität zum Ankündigungszeitpunkt am deutschen Aktienmarkt**

##### 3.1.2.1 Beschreibung der Datenquelle

Bereits bei der Darstellung der rechtlichen Anforderungen in Abschnitt 2.2 wurde deutlich, dass mit der Publizität von Periodenergebnissen mehr Informationen als lediglich die Summe aus Aufwendungen und Erträgen, den so genannten „bottom-line earnings“<sup>109</sup>, in den Markt gelangen. Lassen sich Kapitalmarktreaktionen am Tag der Ergebnisankündigung feststellen, so können diese nicht nur durch das Periodenergebnis, sondern auch durch zusätzliche, zusammen mit dem Periodenergebnis veröffentlichte Informationen ausgelöst worden sein. Welche zusätzlichen Informationen veröffentlicht werden, hängt unter anderem davon ab, ob die Periodenergebnisse im Rahmen der Pflichtpublizität oder als Vorabinformationen, bei der der Umfang der Berichterstattung grundsätzlich von den Unternehmen frei gewählt werden kann, veröffentlicht werden. Im Rahmen dieser Untersuchung interessiert die Publizität zum Zeitpunkt der erstmaligen Veröffentlichung des Periodenergebnisses, da zu diesem Zeitpunkt mit der stärksten Kapitalmarktreaktion gerechnet werden kann. Wie oben dargelegt wird hierbei in vorläufige und endgültige Periodenergebnisse unterschieden. Weiterhin unterscheidet sich die Publizität von Periodenergebnissen durch den gewählten Kanal der Veröffentlichung. Im Folgenden werden die Eigenschaften der Publizität von Periodenergebnissen für die Untersuchungsstichprobe im Untersuchungszeitraum dargestellt.

Da die vollständige und umfassende Analyse der an Ergebnisankündigungstagen veröffentlichten Informationen mit einem erheblichen Aufwand verbunden wäre, wurden im Rahmen dieser Untersuchung Artikel in der Börsen-Zeitung ausgewertet. Hierbei wurde im Archiv der Börsen-Zeitung über die Datenbank BZ-Pro recherchiert, ob um den ermittelten Ergebnisankündigungszeitpunkt Artikel veröffentlicht wurden, die neue Informationen über das jeweilige

---

<sup>109</sup> Francis/Schipper/Vincent (2002a), p. 516; vgl. auch Lev (1989), p. 155.

Unternehmen zum Gegenstand hatten.<sup>110</sup> Die so ermittelten Artikel wurden anhand unten beschriebener Kriterien ausgewertet und kodiert. Diesem Vorgehen liegt die Annahme zugrunde, dass der Inhalt dieser Artikel eine ausreichende Näherungsgröße für alle an einem bestimmten Tag von einem bestimmten Unternehmen veröffentlichten Informationen darstellt. Der Nachteil dieses Vorgehens im Gegensatz zur direkten Analyse von Unternehmensinformationen wie z.B. der Pressemitteilungen<sup>111</sup> besteht darin, dass in den Artikeln der Börsen-Zeitung möglicherweise nicht über alle am Ergebnisankündigungstag veröffentlichten Informationen berichtet wird. Ein Vorteil des Vorgehens kann darin liegen, dass sich die Artikel der Börsen-Zeitung nicht nur auf einen Kanal der Unternehmenspublizität beziehen und daher die an einem Tag veröffentlichten Informationen umfassender abbilden.

Bei der Sammlung der Artikel wurden alle Artikel berücksichtigt, die in einem Zeitraum von zwei Tagen vor bis zwei Tagen nach dem Ergebnisankündigungstag in der Börsen-Zeitung veröffentlicht wurden. Dieser Zeitraum korrespondiert mit dem Ereignisfenster, das im Rahmen der Ereignisstudie (Abschnitt 2.4.3 und 2.5.3) verwendet wird. Für Ereignisse, für die keine Artikel in der Börsen-Zeitung verfügbar waren, wurde angenommen, dass bis auf das Periodenergebnis keine weiteren Informationen veröffentlicht wurden.

#### 3.1.2.2 Analyse des Inhalts

Für die Beurteilung des Inhalts der in der Börsen-Zeitung veröffentlichten Artikel wurde in Anlehnung an die Arbeiten von Hoskin/Hughes/Ricks (1986) und Francis/Schipper/Vincent (2002a) eine Methodik verwendet, die die veröffentlichten Informationen in verschiedene Kategorien einteilt und mit Hilfe von binären Variablen kodiert. Die im Rahmen der vorliegenden Untersuchung verwendeten Kategorien beziehen sich auf Kommentare der Unternehmensleitung zur abgelaufenen und zu zukünftigen Perioden, Dividenden, Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat, Finanzierungsentscheidungen und verschiedene, nicht einer anderen Kategorie direkt zuzuordnende Informationen. Die untersuchten Kategorien unterscheiden sich zum einen in der Subjektivität der Informationen selbst wie auch in der Subjektivität bei der Beurteilung der Auswirkung auf den Unternehmenswert. Weiterhin können die einzelnen Kategorien danach unterschieden werden, ob retrospektive oder prospektive Informationen sowie ergebnisbezogene oder ergebnisunabhängige Informationen berücksichtigt werden. Im

---

<sup>110</sup> Neben der Verfügbarkeit des Archivs der Börsen-Zeitung wurde diese auch als Informationsquelle gewählt, da es sich bei ihr um ein überregionales Börsenpflichtblatt nach § 31 Abs. 4 BörsG handelt.

<sup>111</sup> Vgl. Francis/Schipper/Vincent (2002a), p. 535.

Folgenden werden die einzelnen Kategorien beschrieben. Darüber hinaus wird in Tabelle 3.1 dargestellt, in wie viel Prozent der Fälle über die einzelnen Kategorien in den Artikeln zu einem Ankündigungszeitpunkt berichtet wurde.

#### Kommentare der Unternehmensleitung:

Kommentare der Unternehmensleitung wurden danach unterschieden, ob sie sich auf vergangene oder zukünftige Perioden beziehen. Der Inhalt dieser Kommentare bezieht sich darauf, wie sie vergangene oder erwartete Ergebnisse einschätzen. Dabei wird häufig auf Markt- und Branchenbedingungen eingegangen. Die Kommentare wurden in für den Unternehmenswert positive und negative unterteilt. Neutrale Kommentare bzw. Kommentare, die nicht eindeutig als positiv oder negativ eingestuft werden konnten, wurden nicht berücksichtigt. Der zumeist qualitative Charakter der Kommentare erhöht die Subjektivität bei der Kodierung. Aus Tabelle 3.1 ist ersichtlich, dass die Ergebnisse der Berichtsperiode von der Unternehmensleitung häufig kommentiert werden (positiv: 48,37%, negativ: 39,12%). Die Häufigkeit in Bezug auf die Erwartungen für zukünftige Perioden ist dagegen mit 22,17% positiven Kommentierungen und 12,56% negativen Kommentierungen geringer. Es wird deutlich, dass im Untersuchungszeitraum die Häufigkeit positiver Kommentare größer ist als die negativer Kommentare.

#### Dividenden:

Die Ankündigung von Dividenden kann einen Einfluss auf den Aktienkurs haben<sup>112</sup>. Bei der Kodierung wird in Dividendenerhöhungen, -verringerungen und stabilen Dividenden unterschieden. In 14,14% der Fälle wird mit der Ergebnisankündigung über die Dividende für die abgelaufene Periode berichtet. Dabei muss berücksichtigt werden, dass Dividendenankündigungen nicht erfasst wurden, für die in den Artikeln ein Hinweis darauf gefunden werden konnte, dass sie bereits zu einem früheren Zeitpunkt bekannt gemacht wurden.

#### Personalwechsel:

In dieser Kategorie wird kodiert, ob ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wurde. Dabei wurde wie auch bei Dividendenankündigungen darauf geachtet, dass es sich bei der Ankündigung eines Personalwechsels zusammen mit der Ergebnisankündigung um eine neue Information handelt, d.h. dass der Personalwechsel nicht schon vorher bekannt war. Mit 3,42% war der Anteil an Ankündigungen von Personalwechseln relativ gering.

---

<sup>112</sup> Vgl. z.B. Heiden (2002).

#### Finanzierungsentscheidungen:

In dieser Kategorie wird kodiert, ob Finanzierungsentscheidungen angekündigt wurden.<sup>113</sup> Beispiele für Finanzierungsentscheidungen sind geplante Börsengänge von Tochtergesellschaften, Begebungen von Anleihen, Aktienrückkäufe, Kapitalerhöhungen, Kapitalherabsetzungen, Darlehensaufnahmen, Umwandlungen von Vorzugsaktien in Stammaktien, Asset-Backed Securities-Transaktionen, Ausgaben neuer Aktien und Aktiensplits. Mit 2,97% war der Anteil an Ankündigungen über Finanzierungsentscheidungen relativ gering.

#### Verschiedenes:

In der Kategorie Verschiedenes wurden Informationen berücksichtigt, die keiner anderen Kategorie zuzuordnen waren. Hierbei handelt es sich beispielsweise um Informationen mit zu erwartendem positiven Einfluss auf den Unternehmenswert, wie Dividendenzahlungen trotz Verlust, Siege in Rechtsstreitigkeiten sowie Vertragsabschlüsse über den Verkauf von Anteilen mit Gewinn, sowie mit zu erwartendem negativen Einfluss auf den Unternehmenswert, wie Klagen gegen das Unternehmen, beabsichtigte oder tatsächliche Senkungen bzw. Überprüfungen des Ratings, drohende Untersuchungen wegen Verstößen gegen Insidervorschriften, wegen Ad hoc-Pflichtverstößen, wegen Preisabsprachen, Einberufungen von außerordentlichen Hauptversammlungen wegen Aufzehrung der Hälfte des Grundkapitals, Bußgeldforderungen, Insolvenzen von Tochtergesellschaften, eingeschränkte Bestätigungsvermerke, Betrugsfälle innerhalb des Unternehmens, Scheitern von Vertragsverhandlungen, Ausschlüsse aus Börsenindizes, Spekulationen über Bilanzmanipulationen sowie Gesetzesinitiativen mit nachteiliger Auswirkung auf das Unternehmen zugeordnet. Sachverhalte, bei denen die Auswirkung auf den Unternehmenswert nicht abgeschätzt werden kann, betreffen geplante oder tatsächliche Veräußerungen von Beteiligungen, geplante oder tatsächliche Akquisitionen von Beteiligungen, Aufnahmen oder Aufgaben von Geschäftszweigen, Umstellungen des Gliederungsschemas der Gewinn- und Verlustrechnung, Wechsel des Wirtschaftsprüfers, Verlassen eines bzw. Aufnahme in ein Börsensegment, Strategiewechsel sowie erstmalige Ratings. Insgesamt wurden Informationen aus der Kategorie „Verschiedenes“ in ca. 5,44% der Fälle mit der Ergebnisankündigung veröffentlicht.

---

<sup>113</sup> Zum Einfluss von Finanzierungsentscheidungen auf den Aktienkurs vgl. z.B. Gebhardt/Entrup (1993); Gebhardt/Entrup/Heiden (1994); Heiden/Gebhardt/Burkhardt (1997); Gebhardt/Heiden/Daske (2001); Gebhardt (2002).

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.1**

Relative Häufigkeit der zusammen mit den Ergebnisankündigungen veröffentlichten zusätzlichen Informationen und Kommentierungen in den Jahren 2002 bis 2006

Gesamte Untersuchungsstichprobe			
Variable	N	Beschreibung	Mean
CURRPOS	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	48,37%
CURRNEG	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	39,12%
FOREPOS	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	22,17%
FORENEG	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	12,56%
DIVINC	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung eine Dividendenerhöhung angekündigt wird, sonst den Wert 0	8,11%
DIVSTAB	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung konstante Dividenden angekündigt werden, sonst den Wert 0	3,81%
DIVDEC	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung eine Dividendensenkung angekündigt wird, sonst den Wert 0	2,22%
PERSCHGE	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0	3,42%
FINANC	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0	2,97%
MISC	3590	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0	5,44%

#### 3.1.2.3 Analyse der Veröffentlichungskanäle

Periodenergebnisse können über unterschiedliche Kanäle in den Markt gelangen, die sich beispielsweise hinsichtlich Kosten, Adressatenkreis, Interaktionsmöglichkeiten mit dem Unternehmen, zeitlichem Umfang, Freiwilligkeit und Umfang der Kommentierung der Periodenergebnisse unterscheiden. Ein Überblick über die verwendeten Publikationskanäle sowie die gleichzeitige Veröffentlichung des Zwischenberichtes oder Geschäftsberichtes für die Teilstichprobe der Jahre 2002 und 2003 gibt Tabelle 3.2 Die Darstellung gliedert sich darüber hinaus in die Ankündigung von endgültigen Jahresergebnissen, vorläufigen Jahresergebnisse und von Quartalsergebnissen auf. Aufgrund der geringen Anzahl an Ankündigungen vorläufiger Quartalsergebnisse (vgl. Tabelle 2.1) werden diese zusammen mit den Ankündigungen endgültiger Quartalsergebnisse dargestellt.



### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.2**

Relative Häufigkeit der für die Ergebnisankündigungen und deren Kommentierung verwendeten Veröffentlichungskanäle in den Jahren 2002 und 2003

Variable	Teilstichprobe aller Periodenergebnisse in den Jahren 2002 und 2003		Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003		Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003		Teilstichprobe Quartalsergebnisse in den Jahren 2002 und 2003	
	N	Mean	N	Mean	N	Mean	N	Mean
ZB	1705	18,59%	364	7,69%	272	1,10%	1069	26,75%
PRESSE	1705	0,76%	364	0,00%	272	1,47%	1069	0,84%
ADHOC	1705	6,39%	364	1,65%	272	12,87%	1069	6,36%
TELE	1705	10,50%	364	4,12%	272	7,35%	1069	13,47%
PK	1705	24,75%	364	75,00%	272	6,25%	1069	12,35%
ANALYST	1705	9,50%	364	20,88%	272	2,94%	1069	7,30%
HV	1705	4,57%	364	1,37%	272	12,13%	1069	3,74%
INTER	1705	4,81%	364	2,20%	272	6,25%	1069	5,33%

Bezeichnung und Beschreibung der Variablen

ZB	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Ergebnisankündigung in Form der Veröffentlichung des Geschäfts- bzw. Zwischenberichts erfolgt, sonst der Wert 0
PRESSE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Ergebnisankündigung in Form einer Pressemitteilung erfolgt, sonst der Wert 0
ADHOC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Ergebnisankündigung in Form einer Ad hoc-Mitteilung erfolgt, sonst der Wert 0
TELE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen einer Telefonkonferenz kommentiert werden, sonst der Wert 0
PK	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen einer Pressekonferenz kommentiert werden, sonst der Wert 0
ANALYST	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen einer Analystenkonferenz kommentiert werden, sonst der Wert 0
HV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen der Hauptversammlung kommentiert werden, sonst der Wert 0
INTER	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn Periodenergebnisse im Ereigniszeitraum im Rahmen eines Interviews kommentiert werden, sonst der Wert 0

Eine für Unternehmen relativ kostengünstige Möglichkeit, über Periodenergebnisse zu berichten, ist die Veröffentlichung einer Pressemitteilung auf der unternehmenseigenen Website im Internet oder per Email-Verteiler. Eine etwas teurere Variante ist die Herausgabe einer Pressemitteilung über einen Presseservice bzw. eine Informationsagentur. Hierdurch kann jedoch in kürzerer Zeit ein größerer Kreis an Adressaten erreicht werden.<sup>114</sup> Bei der Interpretation der Ergebnisse in Tabelle 3.2 muss berücksichtigt werden, dass nur die Publikationskanäle Eingang in die Auswertung fanden, auf die im Artikel der Börsen-Zeitung Bezug genommen wird. Es ist zu vermuten, dass insbesondere Pressemitteilungen im Text des Artikels nicht explizit erwähnt werden, da in der Regel für jede Ergebnisankündigung eine Pressemitteilung veröffentlicht wird und diese die Hauptgrundlage für die Artikel der Börsen-Zeitung darstel-

<sup>114</sup> Vgl. King/Pownall/Waymire (1990), p. 113f.

len. Tabelle 3.2 gibt somit insbesondere Aufschluss darüber, durch welche weiteren Kanäle die Informationen in den Pressemitteilungen unterstützt oder ergänzt werden.

Ein Spezialfall einer Pressemitteilung stellt die in Abschnitt 2.2 beschriebene Ad hoc-Mitteilung dar. Der Hauptunterschied zwischen Pressemitteilungen und Ad hoc-Mitteilungen besteht darin, dass Ad hoc-Mitteilungen nicht freiwillig sind und den gesetzlichen Anforderungen des § 15 WpHG genügen müssen. Die Ergebnisse zur Verwendung von Ad hoc-Mitteilungen sind mit Vorsicht zu interpretieren, da sie ähnlich wie Pressemitteilung die Hauptgrundlage für Artikel in der Börsen-Zeitung darstellen können und daher nicht explizit im Artikeltext erwähnt werden. Nichtsdestotrotz scheinen Ad hoc-Mitteilungen insbesondere bei vorläufigen Jahresergebnissen verwendet zu werden (12,87%). Die vermehrte Verwendung von Ad hoc-Mitteilungen für vorläufige Jahresergebnisse korrespondiert mit der weitaus höheren Häufigkeit von vorläufigen Jahresergebnissen im Vergleich zu vorläufigen Quartalsergebnisse. Obwohl der Aufwand zur Erstellung von Jahresabschlüssen höher einzuschätzen ist als der von Zwischenabschlüssen, zeichnet sich in der Regel bereits vor der endgültigen Fertigstellung des Jahresabschlusses das Jahresergebnis ab. Dies ist bei Zwischenabschlüssen aufgrund des verkürzten Aufstellungszeitraumes nicht im gleichen Maße der Fall. Weicht das Jahresergebnis von den Markterwartungen wesentlich ab, so kann ein kursbeeinflussendes Potenzial vermutet werden, was die Ad hoc-Publizitätspflicht auslöst (vgl. Abschnitt 2.2).

Neben Presse- und Ad hoc-Mitteilungen kann eine Veröffentlichung der vollständigen Geschäfts- bzw. Zwischenberichte erfolgen. Dies kann sowohl über das Internet auf der firmeneigenen Website oder der Website der Deutsche Börse AG als auch in gedruckter Form geschehen. Auf Zwischen- bzw. Geschäftsberichte wird in 18,59% der Fälle Bezug genommen. In diesen Fällen warten Unternehmen mit der Veröffentlichung von Periodenergebnissen bis zur Veröffentlichung des vollständigen Abschlusses. Dieses Vorgehen wird insbesondere bei der Veröffentlichung von Quartalsergebnissen gewählt (26,75%). Wird das Periodenergebnis im Rahmen des Geschäfts- oder Zwischenberichtes veröffentlicht, kann vermutet werden, dass Umfang und Präzision der veröffentlichten Informationen höher ist.

Eine weitere Möglichkeit zur Veröffentlichung von Periodenergebnissen und insbesondere zu deren Kommentierung bieten Telefonkonferenzen. Hierbei können Unternehmensvertreter mit der Öffentlichkeit in Interaktion treten. Typischerweise besteht eine Telefonkonferenz aus einer Phase, in der die Unternehmensvertreter die Ergebnisse vorstellen und kommentieren,

und einer Phase, in der von den Teilnehmern Fragen gestellt werden können. Ähnlich läuft eine Pressekonferenz ab mit dem Unterschied, dass die damit verbundenen Kosten sowohl für das Unternehmen als auch für die Teilnehmer höher sind. Im Gegensatz zur Telefonkonferenz besteht jedoch bei einer Pressekonferenz die Möglichkeit zur visuellen Präsentation von Information sowie zur Verteilung von Informationsmaterial. Weiterhin können die Interaktionsmöglichkeiten durch die persönliche Anwesenheit als größer eingeschätzt werden. In 10,50% der Fälle finden im Ereignisfenster der Ergebnisankündigung Telefonkonferenzen statt, die zur Kommentierung der Periodenergebnisse genutzt werden können. Die Verwendung von Telefonkonferenzen ist wiederum bei der Bekanntgabe von Quartalsergebnissen häufiger als bei der Ankündigung von Jahresergebnissen. Dies lässt sich dadurch erklären, dass Ankündigungen von Jahresergebnissen höhere Bedeutung beigemessen wird. Deshalb entscheidet man sich für die im Gegensatz zur Pressekonferenz günstigere Variante der Telefonkonferenz. Pressekonferenzen werden dagegen überwiegend bei der Ankündigung endgültiger Jahresergebnisse, so genannte Bilanzpressekonferenzen, verwendet (75,00%). Die Häufigkeit von Pressekonferenzen bei der Ankündigung von Quartalsergebnissen ist deutlich geringer, kommt aber mit 12,35% fast an die Verwendung von Telefonkonferenzen heran (13,47%).

Das Aktiengesetz schreibt in § 175 die Durchführung einer jährlichen Hauptversammlung vor. Zur Teilnahme an der Hauptversammlung sind alle Anteilseigner des Unternehmens berechtigt (vgl. Abschnitt 2.2). Bei der Interpretation der Ergebnisse zur Hauptversammlung muss berücksichtigt werden, dass die Artikel der Börsen-Zeitung am Tag der erstmaligen Veröffentlichung der Periodenergebnisse analysiert werden. Dies erklärt den geringen Prozentsatz von 4,57% bei der Kategorie „Hauptversammlung“. Obwohl jedes Unternehmen zur Durchführung einer Hauptversammlung verpflichtet ist, ist es doch relativ selten, dass Periodenergebnisse erstmals in der Hauptversammlung verkündet werden. Rechtlich muss die Hauptversammlung wie in Abschnitt 2.2 dargestellt spätestens acht Monate nach dem Bilanzstichtag durchgeführt werden.

Wie in Abschnitt 2.2 dargestellt besteht für alle Unternehmen der Untersuchungsstichprobe die Pflicht, Analystenkonferenzen außerhalb der Hauptversammlung durchzuführen. Der Unterschied zur Pressekonferenz besteht im unterschiedlichen Adressatenkreis. Es kann vermutet werden, dass die in einer Analystenkonferenz behandelten Fragestellungen aufgrund der Informationsverarbeitungsexpertise der Finanzanalysten detaillierter und zielgerichteter sind.

Gerade die an Analysten im Rahmen von Analystenkonferenzen weitergegebenen Informationen können Einfluss auf den Kapitalmarkt besitzen, da sie in Form von Analystenempfehlungen ein großes Publikum erreichen. Analystenkonferenzen werden insbesondere zur Kommentierung von endgültigen Jahresergebnissen verwendet (20,88%). In der Darstellung der Prozentsätze können sich Überschneidungen zu Telefonkonferenzen geben, weil bei diesen nicht eindeutig bestimmbar ist, ob diese für die gesamte Öffentlichkeit oder nur für Analysten zugänglich waren.

In 4,81% der Fälle wurden mit der Unternehmensleitung Interviews geführt. Diese Form der Veröffentlichung und Kommentierung von Periodenergebnissen scheint vorwiegend bei der Ankündigung vorläufiger Jahresergebnisse gewählt zu werden. Zusätzliche Informationen, die durch das Interview bekannt wurden, werden in der Regel am auf die Ergebnisankündigung folgenden Tag in der Börsen-Zeitung veröffentlicht. Da das Ereignisfenster auch diesen Tag umfasst, werden die durch das Interview bekannt gewordenen Informationen ebenfalls bei der Analyse berücksichtigt.

Es ist durchaus üblich, verschiedene Publizitätskanäle miteinander zu kombinieren. Dies kann dadurch erklärt werden, dass Unternehmen mit der Veröffentlichung über bestimmte Kanäle bzw. mit der Durchführung bestimmter Veranstaltungen das Ziel verfolgen, die Unternehmensinformationen zu kommentieren und damit das Risiko einer Fehlinterpretation zu reduzieren. Beispielsweise kann zusätzlich zu einer Bilanzpressekonferenz eine Pressemitteilung herausgegeben und am gleichen oder am nächsten Tag eine Analystenkonferenz durchgeführt werden. Das Ausmaß an veröffentlichten Informationen hängt insbesondere davon ab, ob am Tag der Ergebnisankündigung der vollständige Geschäfts- bzw. Zwischenbericht veröffentlicht wird. Bei der Analyse der Artikel in der Börsen-Zeitung hat sich gezeigt, dass sich diese sowohl auf Geschäfts- bzw. Zwischenberichte selbst als auch auf die Darstellungen und Kommentierungen sowie sonstige Informationen, die über verschiedene andere Kanäle veröffentlicht werden, beziehen.

#### 3.1.2.4 Verteilung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze

Durch unterschiedliche Zielsetzungen des HGB gegenüber den international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen IAS und US-GAAP, die sich in unterschiedlichen Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften ausdrücken, unterscheidet sich die Qualität von Periodenergebnissen nach unterschiedlichen Rechnungslegungsgrundsätzen. In Tabelle 3.3 wird die Verteilung der Rechnungslegungsgrundsätze, die von in Auswahlindizes der Deutschen Börse

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

enthaltenen Unternehmen in den Jahren 2001 bis 2003 verwendet wurden, dargestellt. Datengrundlage für die verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze ist Worldscope. Die dort angegebenen Rechnungslegungsgrundsätze wurden mit Veröffentlichungen der Deutschen Börse AG verglichen und stichprobenartig durch die Einsichtnahme in Geschäftsberichte überprüft.

**Tabelle 3.3**

Verteilung der Untersuchungsereignisse nach verwendeten Rechnungslegungsgrundsätzen in den Jahren 2002 bis 2006

<i>DAccSys</i>	<i>Jahr</i>					<i>Total</i>
	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	
<i>Abs. Häufigkeit</i>						
<i>Reihe proz.</i>						
Local GAAP	281	143	95	31	9	559
	29,18	19,27	15,27	4,84	1,45	
IFRS/IAS	392	373	380	532	566	2243
	40,71	50,27	61,09	83	91	
US-GAAP	290	226	147	78	47	788
	30,11	30,46	23,63	12,17	7,56	
Total	963	742	622	641	622	3590

Bezeichnung und Beschreibung der Variablen	
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen

Man erkennt einen starken Rückgang der auf handelsrechtlichen Rechnungslegungsgrundsätzen (Local GAAP) basierenden Ergebnisankündigungen zwischen 2002 und 2006, der durch die Neuregelungen des Börsensegments SMAX und durch die ab dem Geschäftsjahr 2005 für Konzernabschlüsse börsennotierter Aktiengesellschaften verpflichtende Anwendung der IFRS (vgl. Abschnitt 1.3) sowie durch den allgemeinen Trend zur internationalen Rechnungslegung zu begründen ist. Da für die Untersuchung von Querschnittsunterschieden eine ausreichende Streuung der Variablen notwendig ist, wird die Untersuchungsstichprobe bei der Analyse der Auswirkungen unterschiedlicher Rechnungslegungsgrundsätze auf die Jahre 2002 und 2003 begrenzt. Auch die Verwendung der US-amerikanischen Rechnungslegungsgrundsätze (US-GAAP) geht zwischen 2002 und 2006 stark zurück. Die in 2006 verbleibenden Ergebnisankündigungen auf US-GAAP-Basis sind auf die Unternehmen zurückzuführen, die für die Umstellung auf IFRS die Übergangsregelung des Art. 58 Abs. 5 Satz 2 EGHGB in Anspruch nehmen.

#### 3.1.3 Referenzuntersuchungen

Hoskin/Hughes/Ricks (1986) zeigen, dass die Aktienkursreaktion am Ankündigungstag von Jahresergebnissen auch auf zusätzlich mit dem Periodenergebnis veröffentlichte Informationen wie einzelne Ergebniskomponenten, Dividendenerhöhungen, prospektive Kommentare

der Unternehmensleitung oder prospektive Leistungsdaten zurückzuführen ist, die zusammen mit dem Periodenergebnis veröffentlicht werden. Weiterhin berücksichtigen sie Schätzfehler von Analystenvorhersagen als Maß für Ergebnisüberraschungen.

Auer (1996) untersucht für den schweizerischen Kapitalmarkt, ob sich die Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen unter Anwendung von internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen von der Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen unter Anwendung von Rechnungslegungsgrundsätzen, die sich an den EU-Richtlinien orientieren, unterscheidet. Er kann jedoch keinen statistisch signifikanten Unterschied feststellen.

Auf dem Untersuchungsdesign von Hoskin/Hughes/Ricks (1986) aufbauend, zeigen Francis/Schipper/Vincent (2002a), dass Informationen, insbesondere detaillierte Gewinn- und Verlustrechnungen, die zusammen mit dem Periodenergebnis in Pressemitteilungen veröffentlicht werden, einen Teil der Aktienkursreaktion am Ergebnisankündigungstag erklären. Darüber hinaus zeigen Kohlbeck/Magilke (2002), dass die gleichzeitige Durchführung von Analystenkonferenzen am Tag der Ergebnisankündigung Einfluss auf das Ausmaß der Aktienkursreaktion besitzt.

Bailey/Karolyi/Salva (2006) untersuchen, ob sich die Aktienkursreaktionen auf Ergebnisankündigungen von nicht-US-amerikanischen Unternehmen vor und nach der Notierung an einer US-amerikanischen Börse ändern. Die Notierung an einer ausländischen Börse erfolgt auf freiwilliger Basis und kann daher als Selbstverpflichtung zu erhöhter Publizität angesehen werden. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die Kapitalmarktreaktion nach der Notierung an einer US-amerikanischen Börse größer ist als vorher. Dies ist erstaunlich, wenn man annimmt, dass mit der Notierung ein höheres Ausmaß und eine höhere Präzision an Informationen vor der Ergebnisankündigung verbunden sind. Bailey/Karolyi/Salva (2006) führen als Erklärung für ihre Ergebnisse an, dass sich nach der Notierung das Verhältnis von institutionellen und privaten Investoren sowie zwischen lokalen und ausländischen Investoren verschiebt. Weiterhin könnte die erhöhte Kapitalmarktreaktion auf die größere Marktliquidität an der US-amerikanischen Börse und nicht auf die Publizitätswirkungen zurückzuführen sein.

Aufschluss über Unterschiede in der Handelsvolumenreaktion bei Unternehmen, die unterschiedliche Rechnungslegungsgrundsätze verwenden, gibt die Studie von Hora/Tondkar/McEwen (2004). Es wird untersucht, ob die für ausländische Unternehmen an

amerikanischen Aktienmärkten verpflichtende Veröffentlichung einer Überleitungsrechnung von lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen auf US-GAAP (Form 20-F) außergewöhnliche Handelsvolumenreaktionen auslöst. Weiterhin wird der Einfluss unternehmensspezifischer Variablen wie Ähnlichkeiten der Rechnungslegungsgrundsätze, Anzahl der Finanzanalysten, Unterschiede der Periodenergebnisse nach US-GAAP und lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen und Streuung der Analystenerwartungen analysiert. Die Ergebnisse zeigen einen signifikanten Anstieg des Handelsvolumens zum Zeitpunkt der Form 20-F-Veröffentlichung sowie einen signifikanten Einfluss der Variablen für Ergebnisunterschiede und Streuung der Analystenerwartungen. Ein ähnlicher Untersuchungsaufbau, der auf Unterschiede zwischen US-GAAP und IAS fokussiert, wird von Chen/Sami (2004) gewählt. Sie stellen einen signifikanten Einfluss der Ergebnisunterschiede, der Unternehmensgröße, des Besitzanteils institutioneller Investoren und der Preisvolatilität fest.

#### 3.1.4 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Der Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion wird anhand einer den Untersuchungszeitraum umfassenden, gepoolten Querschnittsregression analysiert. Es werden Regressionen für ACAR sowohl basierend auf dem Marktmodell als auch auf dem Modell der Marktadjustierung sowie für ACAVO basierend auf dem Modell der Medianbereinigung und für VOMean durchgeführt. Die Regressionsmodelle besitzen die folgenden Grundformen:

$$ACAR_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

$$ACAVO_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

$$VOMean_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

mit:

$ACAR_i =$	Absolute kumulierte abnormale Rendite der Aktie des Unternehmens $i$ am Tag der Ergebnisankündigung
$ACAVO_i =$	Absolutes kumuliertes abnormales Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens $i$ am Tag der Ergebnisankündigung
$VOMean_i =$	Durchschnittliche Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens $i$ am Tag der Ergebnisankündigung über das Ereignisfenster

Neben den in den Abschnitten 2.4.4 und 2.5.4 berücksichtigten Variablen werden folgende Variablen für die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt untersucht:

*Informationen, die zusammen mit der Ergebnisankündigung veröffentlicht werden, und Kommentierungen der Periodenergebnisse (DIV, PERSCHGE, MISC, FINANC, FORE, CURR):* Wenn andere Informationen zusammen mit der Ergebnisankündigung veröffentlicht werden, kann die Aktienkursreaktion im Ereignisfenster nicht allein auf die Ergebnisankündigung zurückgeführt werden. Daher sollten gleichzeitig Ereignisse wie Dividendenankündigungen oder Finanzierungsentscheidungen in der Analyse berücksichtigt werden.<sup>115</sup> Zu diesem Zweck wurden wie in Abschnitt 3.1.2 dargestellt alle Presseartikel, die zu den Ergebnisankündigungen in der Untersuchungsstichprobe in der Börsen-Zeitung erschienen, analysiert, um gleichzeitige Informationen zu identifizieren. Die dort ermittelten Variablen wurden für die weitere Analyse zusammengefasst. Die Dummyvariable für Dividendenankündigungen DIV nimmt den Wert 1 an, wenn mindestens eine der Variablen DIVINC (Anstieg), DIVSTAB (stabil) oder DIVDEC (Rückgang) den Wert 1 annimmt. Die Variablen für Personalveränderungen in Vorstand und Aufsichtsrat (PERSCHGE) und Finanzierungsentscheidungen (FINANC) und sonstige Informationen (MISC) werden unverändert übernommen. Weiterhin werden wie in Abschnitt 3.1.2 dargestellt Variablen berücksichtigt, die Kommentierungen und Erläuterungen der Ergebnisankündigungen reflektieren. Dabei wurde eine Variable für zukunftsgerichtete Informationen gebildet (FORE), die den Wert 1 annimmt, wenn die Unternehmensleitung zukunftsgerichtete Kommentare abgibt, sowie eine Variable für Informationen über die Berichtsperiode (CURR), die den Wert 1 annimmt, wenn die Unternehmensleitung Kommentare zur abgelaufenen Periode abgibt.<sup>116</sup> Bei beiden Variablen wird zwischen positiven (POS) und negativen (NEG) Kommentaren unterschieden.

*Rechnungslegungsgrundsätze (DAccSys):* Die von den Unternehmen der Untersuchungsstichprobe verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze umfassen HGB, IAS und US-GAAP (vgl. Abschnitt 3.1.2.4). Aufgrund unterschiedlicher Zielsetzungen international anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze (IAS und US-GAAP)<sup>117</sup> und HGB kann erwartet werden, dass sich die Präzision von Ergebnisankündigungen in Abhängigkeit der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze unterscheidet. Für die verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze werden

---

<sup>115</sup> Dies wurde zum Beispiel in den Studien von Hoskin/Hughes/Ricks (1986), Francis/Schipper/Vincent (2002a) und Kohlbeck/Magilke (2002) getan.

<sup>116</sup> Ähnliche Variablen wurden in den Studien von Pincus (1983), Hoskin/Hughes/Ricks (1986), Francis/Schipper/Vincent (2002a) und Kohlbeck/Magilke (2002) verwendet.

<sup>117</sup> Vgl. IASB Framework par. 10 und Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) No. 2 "Qualitative Characteristics of Accounting information" par. 1.30.



Dummyvariablen verwendet, die den Wert 1 bei Ergebnisankündigungen nach international anerkannten Grundsätzen (IAS/IFRS, US-GAAP) annimmt, den Wert Null bei handelsrechtlichen Rechnungslegungsgrundsätzen. Datengrundlage für die verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze ist Worldscope. Die dort enthaltenen Daten wurden mit Veröffentlichungen der Deutschen Börse AG verglichen und stichprobenartig durch Einsichtnahme in Geschäftsberichte überprüft. Inkonsistenzen wurden durch Einsichtnahme in die jeweiligen Abschlüsse eliminiert.

#### **3.1.5 Empirische Ergebnisse**

In Tabelle 3.4 werden Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der zusätzlichen erklärenden Variablen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt dargestellt. Da die Korrelation zwischen den Variablen relativ gering ist, werden alle Variablen in den folgenden Regressionen berücksichtigt. In den Tabellen 3.5 und 3.6 wird der Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungstag auf die Aktienkursreaktion anhand der Ergebnisse der Kleinstquadrate-Regressionen dargestellt.<sup>118</sup>

---

<sup>118</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.8) dargestellt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.4**

Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der zusätzlichen erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 bis 2006, P-Werte sind kursiv gedruckt und basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe						
	DIV	PERSCHGE	FINANC	CURR	FORE	MISC
Size	0,04983 <i>0,00280</i>	0,06900 <i>&lt;0,0001</i>	0,03705 <i>0,02620</i>	-0,18908 <i>&lt;0,0001</i>	-0,00950 <i>0,56870</i>	0,03265 <i>0,05010</i>
NOST	-0,00480 <i>0,77340</i>	0,09676 <i>&lt;0,0001</i>	0,06290 <i>0,00020</i>	-0,15063 <i>&lt;0,0001</i>	0,03711 <i>0,02600</i>	0,03698 <i>0,02650</i>
DListing	-0,13199 <i>&lt;0,0001</i>	-0,01124 <i>0,50020</i>	-0,04655 <i>0,00520</i>	0,00299 <i>0,85750</i>	-0,00410 <i>0,80590</i>	-0,04927 <i>0,00310</i>
DFinance	0,06524 <i>&lt;0,0001</i>	0,04989 <i>0,00280</i>	0,05108 <i>0,00220</i>	-0,01322 <i>0,42780</i>	-0,04600 <i>0,00580</i>	0,03867 <i>0,02030</i>
TimeLag	0,21444 <i>&lt;0,0001</i>	0,01935 <i>0,24590</i>	0,03999 <i>0,01640</i>	0,05930 <i>0,00040</i>	0,07258 <i>&lt;0,0001</i>	0,07280 <i>&lt;0,0001</i>
DIV		0,06850 <i>&lt;0,0001</i>	0,05573 <i>0,00080</i>	0,07903 <i>&lt;0,0001</i>	0,09959 <i>&lt;0,0001</i>	0,03966 <i>0,01730</i>
PERSCHGE			0,04812 <i>0,00390</i>	0,11024 <i>&lt;0,0001</i>	0,04659 <i>0,00520</i>	0,04922 <i>0,00310</i>
FINANC				0,08700 <i>&lt;0,0001</i>	0,04357 <i>0,00890</i>	0,02289 <i>0,16980</i>
CURR					0,30576 <i>&lt;0,0001</i>	0,10896 <i>&lt;0,0001</i>
FORE						0,04233 <i>0,01110</i>
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen						
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.					
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens					
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0					
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0					
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens					
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0					
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0					
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0					
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0					
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0					
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0					

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.5**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion ohne Trennung nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss in den Jahren 2002 bis 2006 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell (ACAR<sub>MM</sub>) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung (ACAR<sub>MA</sub>), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe						
Modell	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,19376	-9,10	<0,0001	-2,44400	-10,56	<0,0001
Size	-0,24234	-15,10	<0,0001	-0,22765	-14,78	<0,0001
NOST	0,14268	13,06	<0,0001	0,11377	10,85	<0,0001
DListing	0,16863	3,14	0,00170	0,15224	2,95	0,00320
DFinance	-0,03650	-0,64	0,52160	-0,02628	-0,48	0,63080
TimeLag	-0,15588	-2,83	0,00460	-0,07471	-1,42	0,15710
DEventType	0,12489	2,03	0,04250	-0,00239	-0,04	0,96770
DEarnPre	0,04215	0,58	0,56420	0,13928	1,99	0,04720
DIV	-0,01394	-0,22	0,82560	0,05074	0,84	0,40360
PERSCHGE	0,17596	1,56	0,11850	0,29198	2,70	0,00700
FINANC	0,21297	1,77	0,07640	0,13142	1,14	0,25460
CURR	0,17264	3,73	0,00020	0,22347	5,04	<0,0001
FORE	0,12127	2,75	0,00590	0,16291	3,85	0,00010
MISC	0,04838	0,54	0,59060	0,04700	0,54	0,58620
N	3590			3590		
Adj R2	0,09930			0,10170		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

Mit der zusätzlichen Einführung der Variablen für die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt geht eine Erhöhung der Erklärungskraft (Adj. R<sup>2</sup>) der Regression von ca. 1 bis 2% einher (vgl. Abschnitt 3.1.5). Die Ankündigung von Änderungen beim Führungspersonal des Unternehmens (PERSCHGE) und von Finanzierungsentscheidungen (FINANC) erhöhen die Aktienkursreaktionen. Ebenso wird die Aktienkursreaktion durch Kommentare der Unternehmensleitung zur abgelaufenen Periode (CURR) und durch Prognosen der Unternehmensleitung (FORE) erhöht. Dagegen scheinen Dividendenankündigungen keinen Einfluss auf die Aktienkursreaktion zu haben. Die Ergebnisse für die bereits in den Abschnitten 2.4.4.2 und 2.5.4.2 berücksichtigten Variablen können weitgehend bestätigt werden. Sonstige Informationen (MISC) scheinen keinen Einfluss auf die Aktienkursreaktion zu haben. Im Folgenden wird dargestellt, ob sich unterschiedliche Aktienkursreaktionen für positive und negative Ankündigungen ergeben.

**Tabelle 3.6**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und R<sup>2</sup><sub>adj</sub> der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion getrennt nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss in den Jahren 2002 bis 2006 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell (ACAR<sub>MM</sub>) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung (ACAR<sub>MA</sub>), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe						
Modell	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,20069	-9,14	<0,0001	-2,43145	-10,51	<0,0001
Size	-0,23886	-14,79	<0,0001	-0,22761	-14,67	<0,0001
NOST	0,14112	12,92	<0,0001	0,11358	10,82	<0,0001
DListing	0,17572	3,28	0,00110	0,15260	2,96	0,00310
DFinance	-0,03808	-0,67	0,50330	-0,02569	-0,47	0,63830
TimeLag	-0,15834	-2,88	0,00400	-0,07706	-1,46	0,14460
DEventType	0,13633	2,24	0,02540	0,02042	0,35	0,72740
DEarnPre	0,03586	0,49	0,62310	0,13151	1,88	0,06070
DIVINC	0,02158	0,28	0,78140	0,06723	0,90	0,36810
DIVDEC	0,06325	0,45	0,65280	0,10423	0,77	0,44030
PERSCHGE	0,15539	1,38	0,16900	0,28697	2,64	0,00820
FINANC	0,21779	1,81	0,06980	0,12898	1,12	0,26360
CURRPOS	0,13920	2,50	0,01260	0,23087	4,31	<0,0001
CURRNEG	0,17973	2,88	0,00400	0,17305	2,89	0,00390
FOREPOS	0,05622	1,08	0,27900	0,13328	2,67	0,00760
FORENEG	0,25050	3,85	0,00010	0,23689	3,79	0,00020
MISC	0,04330	0,48	0,63000	0,04331	0,50	0,61600
N	3590			3590		
Adj R <sup>2</sup>	0,10100			0,10210		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.6 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIVINC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung eine Dividenden-erhöhung angekündigt wird, sonst den Wert 0
DIVDEC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung konstante Dividen-den angekündigt werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungs-entscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURRPOS	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommen-tare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
CURRNEG	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommen-tare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FOREPOS	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommen-tare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORENEG	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommen-tare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informatio-nen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Auch bei einer Unterscheidung zwischen positive und negative Ankündigungen wird der Einfluss der zusätzlich zur Ergebnisankündigungen veröffentlichten Informationen bestätigt. Positive und negative Kommentare der Unternehmensleitung zur abgelaufenen Periode können dabei als Indikator für die Richtung der Ergebnisüberraschung angesehen werden. Die Variable für positive Prognosen weist lediglich bei Verwendung von  $ACAR_{MA}$  als abhängiger Variable einen positiven Einfluss auf. Bei den folgenden Analysen wird keine Unterscheidung zwischen positiven und negativen Informationen vorgenommen.

In Tabellen 3.7 wird der Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungstag auf die Handelsvolumenreaktion dargestellt.<sup>119</sup>

<sup>119</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.9) dargestellt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.7**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 bis 2006 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster ( $VOMean$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe, ohne Trennung nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss						
Modell	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,10710	-7,43	<0,0001	-5,36653	-18,24	<0,0001
Size	0,16251	7,85	<0,0001	0,27146	18,63	<0,0001
$ACAR_{MM}$	0,37316	13,32	<0,0001	0,24065	12,20	<0,0001
DListing	0,29700	3,28	0,00100	0,43478	6,83	<0,0001
DFinance	-0,15669	-1,60	0,10910	-0,19726	-2,87	0,00420
TimeLag	-0,58611	-6,23	<0,0001	-0,48715	-7,36	<0,0001
DEventType	0,26867	2,54	0,01100	0,16331	2,20	0,02810
DEarnPre	-0,30873	-2,46	0,01380	-0,27184	-3,08	0,00210
DIV	0,04773	0,44	0,66020	0,00003	0,00	0,99970
PERSCHGE	0,37902	1,96	0,04970	0,28173	2,07	0,03820
FINANC	0,57670	2,80	0,00510	0,52967	3,66	0,00030
CURR	-0,52550	-6,63	<0,0001	-0,44480	-7,98	<0,0001
FORE	0,14614	1,93	0,05310	0,16887	3,18	0,00150
MISC	0,44234	2,85	0,00440	0,30476	2,79	0,00530
N	3590			3590		
Adj. R2	0,09780			0,18550		
Gesamte Untersuchungsstichprobe, getrennt nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss						
Modell	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,10982	-7,43	<0,0001	-5,37291	-18,25	<0,0001
Size	0,16271	7,81	<0,0001	0,27146	18,52	<0,0001
$ACAR_{MM}$	0,37441	13,33	<0,0001	0,24059	12,18	<0,0001
DListing	0,29521	3,27	0,00110	0,43593	6,85	<0,0001
DFinance	-0,16014	-1,64	0,10160	-0,19996	-2,91	0,00370
TimeLag	-0,57996	-6,16	<0,0001	-0,48344	-7,30	<0,0001
DEventType	0,28670	2,74	0,00630	0,17931	2,43	0,01510
DEarnPre	-0,31616	-2,52	0,01170	-0,27811	-3,15	0,00160
DIVINC	0,13239	0,99	0,32150	0,11214	1,19	0,23270
DIVDEC	-0,25449	-1,05	0,29200	-0,29795	-1,75	0,07960
PERSCHGE	0,39765	2,05	0,04030	0,29392	2,16	0,03120
FINANC	0,57371	2,79	0,00540	0,52370	3,61	0,00030
CURRPOS	-0,50106	-5,24	<0,0001	-0,44957	-6,68	<0,0001
CURRNEG	-0,50611	-4,72	<0,0001	-0,43337	-5,74	<0,0001
FOREPOS	0,06395	0,72	0,47380	0,11731	1,87	0,06190
FORENEG	0,10207	0,91	0,36190	0,18133	2,30	0,02140
MISC	0,44119	2,84	0,00450	0,30133	2,76	0,00580
N	3590			3590		
Adj. R2	0,09680			0,18530		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.7 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
ACAR <sub>MA</sub>	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
DIVINC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung eine Dividenden-erhöhung angekündigt wird, sonst den Wert 0
DIVDEC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung konstante Dividen- den angekündigt werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungs- ent- scheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
CURRPOS	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommen- tare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
CURRNEG	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommen- tare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FOREPOS	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommen- tare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORENEG	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommen- tare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informatio- nen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Bei Verwendung von  $ACAVO_{Med}$  und  $VOMean$  als abhängigen Variablen können die Ergeb- nisse der Untersuchung zur Aktienkursreaktion sowohl für die zusammengefasste als auch für die nach positiven und negativen Informationen getrennte Betrachtung bestätigt werden. Zu- sätzlich weist die Variable MISC einen signifikanten Einfluss auf.

In Tabelle 3.8 werden Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der Variable DAccSys zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze dargestellt. Die Vari- able DAccSys weist relativ geringe Korrelationen mit den anderen erklärenden Variablen auf.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.8**

Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der Variable DAccSys im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 bis 2003, P-Werte sind kursiv gedruckt und basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003		
Variable	Beschreibung	DAccSys
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,	0,13556 <i>&lt;0,0001</i>
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens	0,32448 <i>&lt;0,0001</i>
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0	0,28879 <i>&lt;0,0001</i>
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0	-0,10832 <i>&lt;0,0001</i>
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens	-0,21202 <i>&lt;0,0001</i>
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	-0,07018 <i>0,00370</i>
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0	0,05086 <i>0,03570</i>
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0	-0,04477 <i>0,06460</i>
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	0,01385 <i>0,56760</i>
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	0,02115 <i>0,38270</i>
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0	-0,02461 <i>0,30980</i>

In den Tabellen 3.9 und 3.10 wird der Einfluss der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze zusätzlich zu den bisher berücksichtigten Variablen dargestellt. Es werden nur Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003 berücksichtigt, um die notwendige Variabilität der Rechnungslegungsgrundsätze zu gewährleisten. Hierdurch reduziert sich die Anzahl der Beobachtungen von 3590 auf 1705. Tabelle 3.9 zeigt den Einfluss der Rechnungslegungsgrundsätze auf die Aktienkursreaktion.<sup>120</sup>

<sup>120</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.10) dargestellt.



### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.9**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003						
Modell	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,10396	-5,85	<0,0001	-2,25370	-6,93	<0,0001
Size	-0,26404	-11,01	<0,0001	-0,21944	-10,10	<0,0001
NOST	0,16237	9,56	<0,0001	0,10740	6,98	<0,0001
DAccSys	0,21650	2,77	0,00560	0,20278	2,87	0,00420
DListing	0,05938	0,71	0,47730	-0,01009	-0,13	0,89390
DFinance	0,01848	0,21	0,83300	0,03311	0,42	0,67650
TimeLag	-0,15621	-1,96	0,05030	-0,06793	-0,94	0,34700
DEventType	0,16643	1,74	0,08200	0,02048	0,24	0,81310
DEarnPre	0,02991	0,29	0,76830	0,09012	0,98	0,32700
DIV	-0,05678	-0,63	0,52910	0,02550	0,31	0,75480
PERSCHGE	0,05104	0,37	0,71070	0,23613	1,90	0,05820
FINANC	0,19930	1,34	0,18000	0,07829	0,58	0,56060
CURR	0,03247	0,44	0,66080	-0,06249	-0,93	0,35090
FORE	0,05753	0,92	0,35590	0,04986	0,88	0,37670
MISC	0,02122	0,19	0,85100	-0,00788	-0,08	0,93860
N	1705			1705		
Adj. R2	0,10140			0,07340		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

**Tabelle 3.9 (fortgesetzt)**

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Die Aktienkursreaktion auf die Ankündigung von Periodenergebnissen, die nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IFRS und US-GAAP) ermittelt wurden, ist signifikant höher als auf die Ankündigung von nach handelsrechtlichen Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelte Periodenergebnissen. Eine Erklärung hierfür ist, dass Investoren im Untersuchungszeitraum noch keine Erfahrung mit der Interpretation von Ergebnissen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen besitzen<sup>121</sup>. Weiterhin kann die Ergebnisüberraschung bei Ergebnissen nach internationalen Grundsätzen höher sein, wenn beispielsweise Wahlrechte eingeschränkt und damit Periodenergebnisse schlechter prognostizierbar sind. Auf der anderen Seite kann die stärkere Aktienkursreaktion auch auf einen höheren Informationsgehalt nach internationalen Grundsätzen ermittelter Periodenergebnisse zurückzuführen sein.<sup>122</sup> Der Erklärungsgehalt der Regressionen ist gegenüber der Regression ohne Berücksichtigung der Rechnungslegungsgrundsätze um ca. 1% erhöht.

Auch die Handelsvolumenreaktion auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen nach internationalen Grundsätzen ist höher als im Falle von Periodenergebnissen nach nationalen Grundsätzen (vgl. Tabelle 3.10).<sup>123</sup>

---

<sup>121</sup> Vgl. z.B. Daske (2006), p. 369.

<sup>122</sup> Vgl. Daske/Gebhardt (2006) hinsichtlich Verbesserungen der wahrgenommenen Publizitätsqualität nach Umstellung auf internationale Rechnungslegungsgrundsätze.

<sup>123</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.11) dargestellt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.10**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung (ACAVO<sub>Med</sub>) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster (VOMean), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003						
Modell	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-4,62733	-6,93	<0,0001	-6,82553	-17,78	<0,0001
Size	0,14168	4,44	<0,0001	0,28676	15,63	<0,0001
ACAR <sub>MM</sub>	0,39166	8,95	<0,0001	0,22994	9,13	<0,0001
DAccSys	0,66660	4,66	<0,0001	0,56796	6,90	<0,0001
DListing	0,57753	3,91	<0,0001	0,68191	8,02	<0,0001
DFinance	-0,02646	-0,16	0,87010	-0,24789	-2,66	0,00780
TimeLag	-0,40856	-2,78	0,00550	-0,33839	-4,00	<0,0001
DEventType	-0,17062	-0,97	0,33240	-0,07744	-0,76	0,44450
DEarnPre	-0,24698	-1,32	0,18720	-0,19555	-1,82	0,06950
DIV	0,28717	1,73	0,08430	0,03939	0,41	0,68050
PERSCHGE	0,37965	1,50	0,13360	0,24619	1,69	0,09090
FINANC	0,60141	2,21	0,02750	0,63885	4,07	<0,0001
CURR	-0,01402	-0,10	0,91810	-0,11974	-1,53	0,12710
FORE	0,19275	1,68	0,09280	0,19292	2,93	0,00350
MISC	0,51689	2,48	0,01340	0,28746	2,39	0,01680
N	1705			1705		
Adj. R2	0,11880			0,29410		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
ACAR <sub>MA</sub>	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

**Tabelle 3.10 (fortgesetzt)**

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Um die These zu überprüfen, dass sich Investoren in der Übergangszeit auf internationale Rechnungslegung erst Erfahrungen mit der Interpretation von nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelten Periodenergebnissen sammeln müssen, wurden die Regressionen für Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen in den Jahren 2002 bis 2006 wiederholt. Zusätzlich wurde eine Dummy-Variable (DYear) eingeführt, die im Jahr 2002 den Wert 1, im Jahr 2003 den Wert 2 usw. annimmt.

In Tabelle 3.11 werden die Ergebnisse der Regression für die Aktienkursreaktion dargestellt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.11**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung der Entwicklung in den Jahren 2002 bis 2006 für Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen						
Modell	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,93146	-7,18	<0,0001	-2,10869	-8,07	<0,0001
Size	-0,24288	-14,18	<0,0001	-0,22558	-13,57	<0,0001
NOST	0,14220	11,80	<0,0001	0,11918	10,19	<0,0001
DYear	-0,04830	-2,18	0,02940	-0,07304	-3,39	0,00070
DListing	0,13593	2,46	0,01410	0,13597	2,53	0,01140
DFinance	0,00794	0,13	0,90000	0,00172	0,03	0,97760
TimeLag	-0,17645	-2,98	0,00290	-0,10778	-1,88	0,06050
DEventType	0,14747	2,25	0,02470	0,03198	0,50	0,61570
DEarnPre	-0,04747	-0,59	0,55430	0,07842	1,01	0,31420
DIV	0,02943	0,42	0,67360	0,09375	1,38	0,16690
PERSCHGE	0,16747	1,41	0,15780	0,32039	2,78	0,00540
FINANC	0,17985	1,32	0,18600	0,19705	1,49	0,13550
CURR	0,12116	1,80	0,07270	0,13074	2,00	0,04600
FORE	0,13605	2,83	0,00470	0,14660	3,14	0,00170
MISC	0,03048	0,31	0,75740	0,13088	1,37	0,17190
N	3031			3031		
Adj. R2	0,10590			0,11500		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.11 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
DYear	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2002 annimmt, den Wert 2 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2003 usw. und den Wert 5 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2006
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentcheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Anhand des negativen, signifikanten Regressionskoeffizienten für die Variable DYear zeigt sich, dass die Aktienkursreaktion auf die Veröffentlichung von nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelten Periodenergebnissen in den Jahren 2002 bis 2006 abnimmt. Dies spricht für die These, dass Investoren in diesem Zeitraum gelernt haben, Periodenergebnisse nach internationalen Grundsätzen besser zu interpretieren. Die sonstigen Variablen unterscheiden sich nicht wesentlich von der Regression ohne Berücksichtigung der Rechnungslegungsgrundsätze.

Tabelle 3.12 stellt die Ergebnisse der Regression für die Handelsvolumenreaktion dar.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.12**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung der Entwicklung in den Jahren 2002 bis 2006 für Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung (ACAVO<sub>Med</sub>) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster (VOMean), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen						
Modell	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,88031	-9,25	<0,0001	-6,04785	-18,59	<0,0001
Size	0,11680	5,78	<0,0001	0,22397	14,30	<0,0001
ACAR <sub>MM</sub>	0,34483	12,53	<0,0001	0,23167	10,86	<0,0001
DYear	0,17262	5,05	<0,0001	0,18306	6,91	<0,0001
DListing	0,15324	1,82	0,06880	0,32218	4,94	<0,0001
DFinance	-0,15804	-1,62	0,10630	-0,16310	-2,15	0,03160
TimeLag	-0,46209	-5,06	<0,0001	-0,38422	-5,43	<0,0001
DEventType	0,21864	2,15	0,03140	0,10837	1,38	0,16890
DEarnPre	-0,20553	-1,66	0,09770	-0,13327	-1,39	0,16610
DIV	0,04440	0,41	0,68100	0,05569	0,67	0,50610
PERSCHGE	0,25454	1,39	0,16440	0,18682	1,32	0,18820
FINANC	0,48843	2,33	0,02010	0,46491	2,86	0,00430
CURR	-0,18828	-1,80	0,07150	-0,03268	-0,40	0,68650
FORE	0,27194	3,66	0,00030	0,22455	3,90	<0,0001
MISC	0,45336	2,96	0,00310	0,35718	3,01	0,00260
N	3031			3031		
Adj. R2	0,09500			0,15290		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
ACAR <sub>MA</sub>	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DYear	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2002 annimmt, den Wert 2 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2003 usw. und den Wert 5 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2006
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

**Tabelle 3.12 (fortgesetzt)**

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Im Gegensatz zur Untersuchung der Aktienkursreaktion ist der Regressionskoeffizient der Variable DYear bei Betrachtung der Handelsvolumenreaktion positiv. Die Handelsvolumenreaktion der Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen nach internationalen Grundsätzen nimmt also im Zeitraum 2002 bis 2006 zu. Die sonstigen Variablen unterscheiden sich nicht wesentlich von der Regression ohne Berücksichtigung der Rechnungslegungsgrundsätze.

#### **3.1.6 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen**

Die Ergebnisse der Untersuchung zum Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt bestätigen die Erkenntnisse von Hoskin/Hughes/Ricks (1986) und Francis/Schipper/Vincent (2002a), dass gleichzeitig mit den Periodenergebnissen veröffentlichte Informationen die Aktienkursreaktion am Tag der Ergebnisankündigung beeinflussen. Die bei Hoskin/Hughes/Ricks (1986) und Francis/Schipper/Vincent (2002a) dokumentierte erhöhte Aktienkursreaktion im Falle sowohl zukunftsbezogener als auch vergangenheitsorientierter Kommentare der Unternehmensleitung konnte für den deutschen Aktienmarkt bestätigt werden. Darüber hinaus konnte nachgewiesen werden, dass Informationen über Personalwechsel in der Unternehmensführung sowie über Finanzierungsentscheidungen die Aktienkursreaktion erhöhen. Dagegen konnte der Einfluss von Informationen über Dividendenänderungen nicht bestätigt werden. Der Erklärungsgehalt von ca. 10% (Adj. R<sup>2</sup>) ist mit den Untersuchungen von Hoskin/Hughes/Ricks (1986) – ca. 11% - und Francis/Schipper/Vincent (2002a) – ca. 9,6% - vergleichbar. Durch die zusätzliche Berücksichtigung der Variablen für die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt konnte der Erklärungsgehalt um ca. 1% gesteigert werden. Zusätzlich konnte die Bedeutung der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auch für die Handelsvolumenreaktion nachgewiesen und damit Erkenntnisse von Oerke (1999) zu Ad-hoc-Mitteilungen für den deutschen Aktienmarkt erweitert werden. Auch bei der Untersuchung der Handelsvolumenreaktion ging die zusätzliche



Berücksichtigung der Variablen für die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt mit einer Erhöhung des Erklärungsgehaltes der Regression (ca. 1%) einher.

Ein Einfluss der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze auf die Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen konnte von Auer (1996) nicht nachgewiesen werden. Im Gegensatz dazu war in der vorliegenden Untersuchung im auf die Jahre 2002 und 2003 begrenzten Untersuchungszeitraum eine signifikant erhöhte Aktienkursreaktion auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen, die nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS/IFRS, US-GAAP) ermittelt wurden, feststellbar. Darüber hinaus konnte auch eine erhöhte Handelsvolumenreaktion auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen nach internationalen Grundsätzen im Untersuchungszeitraum 2002 und 2003 festgestellt werden. Neben einem erhöhten Informationsgehalt und einer erhöhten Ergebnisüberraschung kommt für die Interpretation der Unterschiede im Falle des Handelsvolumens auch eine erhöhte Streuung der Investorenerwartungen (vgl. Abschnitt 3.2.6) in Frage.

Um Hinweise darauf zu erhalten, ob die erhöhte Aktienkursreaktion auf eine erhöhte Präzision und damit einen erhöhten Informationsgehalt der Periodenergebnisse nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen oder auf eine erhöhte Ergebnisüberraschung zurückzuführen ist, wurde die Entwicklung der Aktienkursreaktion über den Zeitraum 2002 bis 2006, der als Gewöhnungsphase an internationale Rechnungslegungsgrundsätze angesehen werden kann, für die Teilstichprobe der Unternehmen, die nach international anerkannten Grundsätzen Rechnung legen, untersucht. Dabei konnte ein signifikanter Rückgang der Aktienkursreaktion festgestellt werden, was dafür spricht, dass die in der Veröffentlichung von nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelten Periodenergebnissen enthaltene Ergebnisüberraschung im Untersuchungszeitraum abgenommen hat. Im Gegensatz zur Aktienkursreaktion konnte eine Erhöhung der Handelsvolumenreaktion im Zeitraum 2002 bis 2006 für die Teilstichprobe der Unternehmen, die nach international anerkannten Grundsätzen Rechnung legen, festgestellt werden. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse zur Aktienkursreaktion kann dies dahingehend interpretiert werden, dass die Ergebnisüberraschung zwar abgenommen hat, die sich im Handelsvolumen ausdrückende Unsicherheit hinsichtlich der Interpretation der Periodenergebnisse jedoch erhöht hat. Alternativ kann eine allgemeine Erhöhung der Liquidität des Aktienmarktes für die Erhöhung des Handelsvolumens am Ergebnisankündigungszeitpunkt ursächlich sein.

Aufgrund des dokumentierten Einflusses und der damit einhergehenden Erhöhung des Erklärungsgehaltes für die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion auf Ergebnisankündigungen werden die Variablen für die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt in den folgenden Analysen beibehalten.

## ***3.2 Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung***

### **3.2.1 Theoretische Modelle und Entwicklung der Hypothesen**

Unternehmenspublizität umfasst weitaus mehr von Unternehmen veranlasste Veröffentlichungen als die Ergebnisankündigung selbst und weitere zusammen mit der Ergebnisankündigung veröffentlichte Informationen. Ergebnisankündigungen sind daher nicht die einzige Quelle von Informationen über die Verteilung künftiger Zahlungsströme. Daher ist es möglich, dass Informationen, die in Ergebnisankündigungen enthalten sind, durch Informationen antizipiert oder substituiert werden, die vor der Ergebnisankündigung bekannt sind. Das Ausmaß und die Qualität der vor der Ergebnisankündigung bekannten Informationen sind daher wesentliche Faktoren der Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion auf Ergebnisankündigungen.<sup>124</sup> Dies wird an der in Abschnitt 2.1 dargestellten Gleichung aus dem Modell von Kim/Verrecchia (1991a) deutlich:

$$\tilde{\delta}_2 = \tilde{P}_2 - \tilde{P}_1 = \frac{n}{K_2} (\tilde{y}_2 - \tilde{P}_1)$$

Danach ist die Preisreaktion  $\tilde{\delta}_2$  neben der Ergebnisüberraschung  $(\tilde{y}_2 - \tilde{P}_1)$  und dem Informationsgehalt  $n$  der Ergebnisankündigung von der Präzision anderer vorher bekannter Informationen (ausgedrückt durch  $K_2$ ) abhängig. Je höher der Präzision der vorher bekannten Informationen, umso niedriger fällt die Preisreaktion aus. Durch die in Abschnitt 2.1 dargestellte Beziehung zur Aktienkursreaktion gilt dies ebenso für die Handelsvolumenreaktion.

Vor der Ergebnisankündigung bekannte Informationen können sich von Unternehmen zu Unternehmen in Bezug auf das Ausmaß an zusätzlichen freiwilligen Informationen unterscheiden. Im Gegensatz zur Pflichtpublizität ist die freiwillige Publizität nicht an feste Regularien gebunden, was dazu führt, dass die freiwillige Publizität in Häufigkeit, Qualität, Verständ-

---

<sup>124</sup> Vgl. Kim/Verrecchia (1991a).

lichkeit, Verlässlichkeit sowie in den verwendeten Kommunikationskanälen von Unternehmen zu Unternehmen variieren kann.

Der Einfluss von vor der Ergebnisankündigung bekannten Informationen auf die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion auf Ergebnisankündigungen lässt sich dadurch erklären, dass aufgrund der Verfügbarkeit anderer Informationen, die besser zur Schätzung künftiger Zahlungsströme geeignet sind oder die Informationen der Ergebnisankündigung vorwegnehmen und vor der Ergebnisankündigung bekannt waren, die Bedeutung der Ergebnisankündigung sinkt. Dies hat zur Folge, dass Aktienkurs und Handelsvolumen weniger sensitiv auf die Ergebnisankündigung reagieren.<sup>125</sup> Die Ergebnisinformation ist dann zur Unternehmensbewertung geeignet, wenn sie zusätzlichen Aufschluss über künftige Zahlungsströme und damit über den Unternehmenswert geben. Darüber hinaus müssen sie zum einen öffentlich verfügbar, verlässlich und glaubwürdig sein.<sup>126</sup> Existieren andere Quellen, die die Ergebnisinformation substituieren, sinken Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion.<sup>127</sup> Daher kann erwartet werden, dass die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion auf Ergebnisankündigungen von Unternehmen mit besserer Informationsqualität oder höherem Informationsausmaß vor der Ergebnisankündigung geringer ist als bei Unternehmen, die Informationen von geringerer Qualität oder in geringerem Ausmaß veröffentlicht haben.

Hypothese 3: Je höher die Qualität und die Quantität der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung ist, umso niedriger sind die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktionen auf die Ergebnisankündigung.

### 3.2.2 Unternehmenspublizität vor Informationsereignissen

#### 3.2.2.1 Messmethoden

Die Präzision der Informationen vor der Ergebnisankündigung kann auf unterschiedliche Arten gemessen werden. Dabei ist zu berücksichtigen, ob die Qualität, also insbesondere der Inhalt, oder die Quantität der veröffentlichten Informationen im Mittelpunkt steht. Insbesondere bei der Messung der Publizitätsqualität sind die anzuwendenden Kriterien und ggf. die Methodologie zur Ermittlung eines einzelnen Wertes für das gesamte zu untersuchende Publi-

---

<sup>125</sup> Vgl. Kim/Verrecchia (1991a), p. 311.

<sup>126</sup> Vgl. Schrand/Verrecchia (2005), p. 10; Shores (1990), p. 165.

<sup>127</sup> Ein ähnliches Argument findet sich zum Beispiel bei Kross/Schroeder (1988), p. 56.

zitätsverhalten von entscheidender Bedeutung. Weiterhin muss entschieden werden, welche Quellen und Kanäle der Publizität in die Beurteilung einbezogen werden.

Ein übliches Maß zur Beurteilung der Publizität sind Publizitätsindizes, die beispielsweise die Qualität von Geschäfts- oder Zwischenberichten oder Investor Relations beurteilen. In internationalen Studien häufig verwendete Indizes sind beispielsweise der Index der Association for Investment Management and Research (AIMR)<sup>128</sup> oder der jüngere Transparency & Disclosure-Index von Standard and Poor's<sup>129</sup>.

Neben der Qualität der Publizität vor der Ergebnisankündigung ist auch die Quantität der Informationen Gegenstand von empirischen Untersuchungen. Dabei kann unterschieden werden, ob die öffentliche Bedeutung oder das Publizitätsverhalten des Unternehmens gemessen werden soll. Im Unterschied zum Publizitätsverhalten drückt sich die öffentliche Bedeutung eines Unternehmens nicht nur darin aus, in welchem Ausmaß ein Unternehmen Informationen selbst veröffentlicht, sondern auch in welchem Maß über das Unternehmen berichtet wird. Ist das Publizitätsverhalten des Unternehmens von Interesse, soll also untersucht werden, ob Publizitätsentscheidungen von Unternehmen Einfluss auf den Kapitalmarkt besitzen, so dürfen nur die Veröffentlichungen berücksichtigt werden, die durch das Unternehmen initiiert werden. Als Quellen zur Identifizierung von durch Unternehmen veranlasster Publizität werden in empirischen Studien häufig Pressemitteilungen herangezogen. Daneben werden auch so genannte *newswires*, Zeitungen und Analystenreports verwendet.<sup>130</sup> Im Unterschied zu Pressemitteilungen muss bei den letztgenannten Quellen berücksichtigt werden, dass es sich hierbei nicht notwendigerweise um wortwörtliche Wiedergaben von Unternehmensmitteilungen handelt. Andere Informationen müssen bei der Analyse aus diesen Informationsquellen herausgefiltert werden. Der Vorteil der Verwendung von über die Pressemitteilung hinausgehenden Quellen ist, dass darin Informationen verarbeitet sein können, die über andere Kanäle (Interviews, Analystengespräche, Pressekonferenzen etc.) an die Öffentlichkeit gelangen.<sup>131</sup> Damit kann bei einer solchen Analyse ein umfassenderes Bild des Publizitätsverhaltens eines Unternehmens gezeichnet werden.

---

<sup>128</sup> Vgl. beispielsweise Lang/Lundholm (1996); Welker (1995); Sengupta (1998); Healy/Hutton/Palepu (1999); Bushee/Noe (2000).

<sup>129</sup> Vgl. Patel/Dallas (2002).

<sup>130</sup> Vgl. Francis/Philbrick/Schipper (1994); Lang/Lundholm (2000); Schrand/Verrecchia (2005).

<sup>131</sup> Vgl. Lang/Lundholm (2000), p. 635.

Im Folgenden werden die in verschiedenen Studien verwendeten Messmethoden skizziert. Grant (1980) versucht die unterschiedlichen Kapitalmarktreaktion auf Ergebnisankündigungen zwischen OTC- und NYSE- Unternehmen mit der unterschiedlichen Verfügbarkeit an Informationen vor der Ergebnisankündigung zu erklären. Er verwendet als Maß für die Quantität an Informationen vor einem Ergebnisankündigungszeitpunkt die Anzahl an Artikeln im Wall Street Journal. Er trifft die Annahme, dass diese Anzahl ein Indikator für die Anzahl an Informationen aus allen Quellen darstellt. Da im Wall Street Journal sowohl durch Unternehmen als auch durch andere Initiatoren veranlasste Artikel veröffentlicht werden, misst Grant (1980) damit die öffentliche Bedeutung des Unternehmens.

Die Idee der Studie von Kross/Schroeder (1988) ist, dass Investoren bei erhöhter Verfügbarkeit anderer Informationen (*preemptive disclosures*) der Ergebnisankündigung weniger Bedeutung beimessen. Sie treffen die Annahme, dass bei einer hohen Anzahl von Artikeln, die im Wall Street Journal über ein Unternehmen veröffentlicht wurden, auch die Anzahl an Artikeln hoch ist, die *preemptive disclosures* enthalten. Hiermit betrachten auch sie die öffentliche Bedeutung eines Unternehmens (*firm prominence*), die durch die Anzahl an Spalten im Wall Street Journal Index gemessen wird.

Shores (1990) untersucht das Ausmaß an Informationen zwischen einzelnen Ankündigungszeitpunkten von Jahresergebnissen (*interim information*<sup>132</sup>). Zur Messung des Ausmaßes an *interim information* verwendet er neben indirekten Maßen wie Unternehmensgröße, Anzahl an Analysten, prozentualem Handelsvolumen, Anzahl an *market maker* und prozentualen Geld-Brief-Spannen als direkte Maße die Anzahl an unterjährigen Ergebnisankündigungen sowie die Anzahl nicht-ergebnisbezogener Ankündigungen im Wall Street Journal Index. Da sich die direkten Maße der Unternehmenspublizität nur auf Veröffentlichungen beziehen, die durch das Unternehmen herausgegeben werden, wird hiermit im Gegensatz zu den vorgenannten Studien das Publizitätsverhalten des Unternehmens gemessen.

Ein weiteres Beispiel für eine Studie, in der die Quantität von Informationen analysiert wird, ist Francis/Philbrick/Schipper (1994). Unter Berücksichtigung verschiedener Informationsquellen untersuchen sie, ob das Publizitätsverhalten im Jahr vor der Ankündigung von im

---

<sup>132</sup> Der Begriff *interim information* beschränkt sich nicht nur auf Zwischenberichtspublizität, sondern umfasst alle vom Unternehmen veröffentlichten Informationen zwischen verschiedenen Ankündigungszeitpunkten von Jahresergebnissen.

Vergleich zum Vorjahr wesentlich niedrigeren Jahresergebnissen Auswirkungen auf die Wahrscheinlichkeit von Aktionärklagen hat. Zur Beurteilung der Publizität vor der Ergebnisankündigung werden die veröffentlichten Informationen nach Art der Information (ergebnisbezogen oder produktbezogen), Tonfall (positiv, negativ oder neutral) und Zeitnähe (redundante oder neue Informationen) unterschieden. Weiterhin werden die Informationen in zehn Kategorien eingeteilt: negative Quartalsergebnisse, sonstige Quartalsergebnisse, kurzfristige Vorhersagen, langfristige Vorhersagen, produktbezogene Informationen, spezielle branchenbezogene Informationen, Unternehmensstruktur, aktienbezogene Informationen, Rechtsstreitigkeiten und Unternehmensfortführung. Francis/Philbrick/Schipper (1994) analysieren also direkt das Publizitätsverhalten des Unternehmens. Im Gegensatz zu vorangegangenen Studien gliedern sie die Arten der Veröffentlichungen detailliert auf und untersuchen darüber hinaus deren Inhalt.

Lang/Lundholm (2000) untersuchen das Publizitätsverhalten von Unternehmen in den sechs Monaten vor der Ausgabe zusätzlicher Aktien (*Seasoned Equity Offerings*). Sie verwenden Informationen, die sowohl vom als auch über ein Unternehmen veröffentlicht wurden. Zur Beurteilung der Publizität vor der Ankündigung wählen sie ein ähnliches Vorgehen wie Francis/Philbrick/Schipper (1994), wobei sie in vierzehn Kategorien unterscheiden. Die ersten drei Kategorien beziehen sich auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Unternehmens (Quartalsgewinne, sonstige ergebnisbezogene Informationen, nichtfinanzielle Informationen mit kurzfristiger Ergebniswirkung). Weitere zwei Kategorien betreffen Verfeinerungen der ersten drei Kategorien (wesentliche zusätzliche ergebnisbezogene Informationen, Kursziele des Managements). In drei weiteren Kategorien werden zukunftsgerichtete Informationen abgebildet: kurzfristige Vorhersagen von finanziellen Ergebnissen, kurzfristige Vorhersagen von nichtfinanziellen Ergebnissen, langfristige Vorhersagen. Bei den restlichen Kategorien handelt es sich um Investitions- und Finanzierungsentscheidungen, Ankündigungen zu Börsengängen, aktienbezogene Informationen, andere Aktientransaktionen, Personalveränderungen, Änderungen in der Berichterstattung sowie Auszeichnungen. Im Gegensatz zu Francis/Philbrick/Schipper (1994), die die Wahl der Kategorien im Hinblick auf Rechtsstreitigkeiten – ihrem Untersuchungsgegenstand – ausrichten, verfeinern Lang/Lundholm (2000) ihre Analyse im Hinblick auf Periodenergebnisse und Kapitalmarkttransaktionen.

In einer ähnlichen Studie untersuchen Schrand/Verrecchia (2005) das Publizitätsverhalten vor erstmaligen Börsengängen (*IPOs*). Das Publizitätsverhalten wird in den Kategorien Ergebnis-

ankündigungen, Informationen über das IPO, Informationen über Leistungsdaten, Informationen über Akquisitionen, Informationen über neue und bereits existierende Finanzierungsbeziehungen, Personalveränderungen, Rechtsstreitigkeiten, Ankündigungen im Bereich Public Relations, *earnings guidance*, Informationen über das Ende von Halteperioden, Informationen zu Investor Relations, Informationen zu Desinvestitionen und sonstige Informationen unterteilt. Wie Francis/Philbrick/Schipper (1994) messen sie direkt das Publizitätsverhalten von Unternehmen. Auch sie messen die Quantität der Publizität vor einem Ereignis, sehen ihr Maß jedoch als Näherungsgröße für die Qualität der Publizität an.<sup>133</sup>

#### 3.2.2.2 Publizitätsindex des *Manager-Magazins*

Ein für die Untersuchungsstichprobe verfügbares Maß für die Qualität der Unternehmenspublizität ist der Index des *Manager-Magazins*.<sup>134</sup> Der Index beurteilt die Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte von ca. 200 Unternehmen aus den Aktienindizes DAX, MDAX, SDAX, NEMAX50, TecDAX und Stoxx50. Die Beurteilung umfasst die Kategorien „Inhalt“, „Finanzkommunikation“, „Form“ und „Sprache“. Weil die vorliegende Arbeit sich mit Informationen über künftige Zahlungsströme beschäftigt, ist die Kategorie „Inhalt“ von primärem Interesse. In der Kategorie „Inhalt“ werden die Geschäftsberichte anhand von ca. 300 Kriterien, die Zwischenberichte anhand von 129 Kriterien, die nach Branchenzugehörigkeit variieren, beurteilt.<sup>135</sup> Die Beurteilung berücksichtigt den Lagebericht, in dem die finanzielle Lage des Unternehmens, Aktivitäten im Bereich Forschung und Entwicklung, Risiken und die voraussichtliche Entwicklung des Unternehmens dargelegt werden, den Anhang und zusätzliche Informationen wie finanzielle und strategische Zielsetzungen, Bericht des Aufsichtsrates, Details zu Marketingausgaben oder bestimmte formelle Sachverhalte. Die Beurteilung der Zwischenberichte beinhaltet die mit dem Lagebericht vergleichbaren Informationen für die Zwischenberichtsperiode, Zwischenbilanz, Zwischen-Gewinn- und Verlustrechnung, Zwischenkapitalflussrechnung und andere, freiwillige Informationen, vergleichbar mit denen im Geschäftsbericht. Die Beurteilungskriterien umfassen sowohl die Erfüllung regulativer Anforderungen als auch die Angabe freiwilliger Informationen. Die Beurteilung des Geschäftsberichts geht mit einem Gewicht von 80 Prozent in das Urteil zur Kategorie „Inhalt“ ein, die Beurtei-

---

<sup>133</sup> Vgl. Schrand/Verrecchia (2005), p. 12.

<sup>134</sup> Für die Publizitätsindizes der Jahre 2001, 2002 und 2003 vgl. *Manager-Magazin* (2001), *Manager-Magazin* (2002), *Manager-Magazin* (2003).

<sup>135</sup> Die Kriterien können auf folgender Website eingesehen werden: <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/geschaeftsbericht/0,2828,266237,00.html>.

lung der Zwischenberichte mit einem Gewicht von 20 Prozent. Im Rahmen dieser Arbeit werden nur die Urteile zur Kategorie „Inhalt“ berücksichtigt, weil nicht alle Unternehmen in den Kategorien „Finanzkommunikation“, „Form“ und „Sprache“ beurteilt wurden.

Die Variabilität in den Urteilen (vgl. Tabelle 3.13) deutet darauf hin, dass sich das Ausmaß an Informationen von Unternehmen zu Unternehmen unterscheidet. Dies kann zum einen durch unterschiedliche Ausmaße an freiwilliger Publizität, zum anderen durch unterschiedliche Ausmaße, in denen regulative Anforderungen erfüllt werden, erklärt werden. Der Ort, in dem in Geschäfts- und Zwischenberichten regelmäßig freiwillige Informationen zur Verfügung gestellt werden, ist der Lagebericht, da für diesen lediglich einen Minimumstandard an Informationen gefordert wird und Raum für freiwillige Informationen gegeben ist, sowie die nicht den Konzernabschluss oder den Konzernlagebericht betreffenden Teile des Geschäftsberichts. Zwischenabschlüsse und der Anhang von Jahresabschlüssen sind stärker reguliert und werden daher nicht so stark für die Veröffentlichung freiwilliger Informationen genutzt wie der Lagebericht. Die Anforderungen an diese Rechnungslegungsinstrumente werden offensichtlich nicht vollständig erfüllt, so dass Unterschiede zwischen Unternehmen messbar sind. Insgesamt scheinen die Beurteilungen des *Manager-Magazins* konzeptionell geeignet zu sein, das Ausmaß freiwilliger Informationen bzw. die Einhaltung der Pflichtpublizität zu messen.<sup>136</sup> Im Rahmen dieser Studie werden die Urteile des *Manager-Magazins* als Variable für die Qualität der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung verwendet (vgl. Abschnitt 3.2.2.2). Als Maß für die Unternehmenspublizität bei der Ergebnisankündigung könnten sie nur in einer begrenzten Zahl von Fällen dienen, da der Zeitpunkt der erstmaligen Veröffentlichung von Periodenergebnissen betrachtet wird, welcher nicht immer mit dem Veröffentlichungstermin des Geschäftsberichts zusammenfällt (vgl. Abschnitt 3.1.2.3).

Im Rahmen der Analyse, welchen Einfluss die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Kapitalmarktreaktionen hat (vgl. Abschnitte 3.2.5, 3.2.6 und 4.4.3.2), wird das Urteil des *Manager-Magazins*, das sich auf den letzten vor der Ergebnisankündigung veröffentlichten Geschäftsbericht bezieht, als qualitatives Maß für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung verwendet. Dabei wird angenommen, dass Geschäftsberichte vier Monate nach dem Bilanzstichtag veröffentlicht werden.

---

<sup>136</sup> Der Index des *Manager-Magazins* wurde zum Beispiel als Variable in den Arbeiten von Leuz/Verrecchia (2000) und Daske (2005), S. 91ff, verwendet.



### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.13**

Verteilung der Urteile des *Manager-Magazins* in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte (ScoreContent und ScoreTotal) zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung in den Jahren 2002 und 2003

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse waren Urteile des <i>Manager-Magazins</i> nicht verfügbar)							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
ScoreContent	1550	54,25	53,57	47,05	61,80	13,12	92,37
ScoreTotal	1550	54,88	54,79	46,40	63,48	15,95	79,78
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen							
ScoreContent	Letztes vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichtes Urteil zu einem Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte						
ScoreTotal	Letztes vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichtes Gesamturteil zu einem Unternehmen in Bezug auf die Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte						

In Tabelle 3.13 wird die Verteilung der Urteile des *Manager-Magazins* zum Geschäftsbericht (ScoreContent) sowie des Gesamturteils (ScoreTotal) in den Jahren 2002 und 2003 dargestellt. Für 155 Ergebnisankündigungen waren keine Urteile des *Manager-Magazins* verfügbar. Die Punktwerte für die Geschäftsberichte reichen von 13,12 bis 92,37. Die Streuung der Beurteilungen erscheint groß genug, um Unterschiede in den Kapitalmarktreaktionen messbar zu machen.

#### 3.2.2.3 Analyse der Unternehmenspublizität vor Ergebnisankündigungen am deutschen Aktienmarkt

Um auch die Quantität der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung in die empirische Analyse einbeziehen zu können, wurde eine eigene Untersuchung durchgeführt. Hierfür wurden mit Hilfe der Datenbank LexisNexis für die Unternehmen in der Untersuchungstichprobe im Zeitraum vom 1. Oktober 2001 bis 31. Dezember 2003 alle Artikel, die in der Börsen-Zeitung erschienen sind, gesammelt. Die Börsen-Zeitung umfasst zum einen Artikel, die auf Unternehmensmitteilungen beruhen. Diese werden jedoch nicht wortwörtlich wiedergegeben, sondern redaktionell angepasst. Zum anderen umfassen die Artikel zu einem bestimmten Unternehmen zum Beispiel auch von Konkurrenten veranlasste Informationen, Brancheninformationen, Analystenmeinungen und Kommentare. Die Börsen-Zeitung wurde als Quelle der Unternehmenspublizität gewählt, da auf diese Weise sowohl die öffentliche Bedeutung des Unternehmens anhand der Artikel über und von Unternehmen (im Folgenden als „brutto“ bezeichnet) als auch das Publizitätsverhalten der Unternehmen durch Ausfilterung von bestimmten Artikeln (im Folgenden als „netto“ bezeichnet) analysiert werden kann. Weiterhin stand keine andere Publikation in einer Datenbank zur Verfügung, die umfassend nur Mitteilungen von Unternehmen, z.B. Pressemitteilungen, enthält. Darüber hinaus bilden die Artikel der Börsen-Zeitung auch von Unternehmen herausgegebene Informationen ab, die

über andere Kanäle als Pressemitteilungen veröffentlicht wurden. Sie wurde als einzige Quelle gewählt, da es sich bei ihr um ein Börsenpflichtblatt handelt und sich in der Untersuchung der Ergebnisankündigungen gezeigt hat, dass sie Unternehmensmitteilungen umfassend abdeckt.

In einem ersten Schritt wurden für jedes Unternehmen in der Untersuchungsstichprobe die Artikel ermittelt, die zwischen zwei Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden. Dabei wurde auf die bereits ermittelten Ankündigungszeitpunkte wie in Abschnitt 2.3 beschrieben zurückgegriffen. Als Ereigniszeitpunkte wurden die Ankündigungen endgültige Jahres- und Quartalsergebnisse verwendet (YEAR, Q1, Q2, Q3). Artikel, die im Zeitraum zwei Tage vor bis zwei Tage nach dem ermittelten Ankündigungszeitpunkt veröffentlicht wurden, wurden nicht berücksichtigt. Dieser Zeitraum korrespondiert mit dem Ereignisfenster, das für die Bestimmung der Kapitalmarktreaktion verwendet wird. Bezüglich der Hintergründe für die Wahl dieses Zeitraumes wird auf die Ausführungen im Abschnitt 2.4.4.1 verwiesen. Sofern für ein Unternehmen die Reihe der Ergebnisankündigungszeitpunkte nicht vollständig zur Verfügung stand<sup>137</sup>, wurden die Artikel in einem Zeitraum von 90 Kalendertagen vor der nächsten zur Verfügung stehenden Ergebnisankündigung untersucht. Entsprechend wurde für die erste im Untersuchungszeitraum 2002 und 2003 zur Verfügung stehende Ergebnisankündigung verfahren. Auf diese Weise wurde die Anzahl der veröffentlichten Artikel (*Number Articles*) sowie die Summe (*Sum Words*) und der Durchschnitt (*Mean Words*) der in diesen Artikeln enthaltenen Wörter ermittelt.

Die Verteilung dieser Variablen wird in Tabelle 3.14 dargestellt. Hierbei wird in eine Bruttodarstellung, d.h. dass alle Artikel ohne Ausfilterung berücksichtigt werden, und eine Nettodarstellung, d.h., dass nur Artikel, die durch Unternehmen veranlasst wurden, unterschiede. Die Bruttodarstellung entspricht dem Konzept der *firm prominence*, die Nettodarstellung misst die Quantität der Unternehmenspublizität. Artikel, die ausgefiltert wurden, umfassen von Konkurrenten veranlasste oder über Konkurrenten veröffentlichte Artikel, die auch das zu untersuchende Unternehmen betreffen, Brancheninformationen, Analystenmeinungen, Ratingherabstufungen oder -heraufsetzungen, Unternehmens- und Personalportraits, Aktienkursentwicklungen, Indexzusammensetzungen, Kommentare von Journalisten und sonstige Arti-

---

<sup>137</sup> Dies kann entweder dadurch entstehen, dass für ein Unternehmen mit Hilfe der verwendeten Quellen der entsprechende Ergebnisankündigungszeitpunkt nicht ermittelt werden konnte oder dass das Unternehmen zu diesem Zeitpunkt nicht in den Auswahlindizes der Deutschen Börse vertreten war.

kel. Die Ausfilterung der Artikel wurde anhand der Überschriften der Artikel sowie anhand der zum Teil vorhandenen Einteilung in Kategorien durch die Börsen-Zeitung vorgenommen. Dieses Vorgehen hat im Gegensatz zur vollständigen Analyse des Artikelinhalts den Vorteil, dass der Analyseaufwand gesenkt und dennoch eine hinreichend genaue Zuordnung erreicht werden kann.<sup>138</sup> Die übrigen Artikel sollen das Publizitätsverhalten der Unternehmen abdecken und umfassen Themen, die in Kategorien ähnlich den in Abschnitt 3.1.2.2 beschriebenen eingeteilt werden können. Eine weitere Zuordnung zu solchen Kategorien wurde aufgrund des extrem hohen zu erwartenden Aufwandes nicht vorgenommen. Der Grad der Detailliertheit ist mit anderen Studien mit ähnlichem Aufbau vergleichbar. Die Aussagefähigkeit der Ergebnisse wird im Rahmen der Bestimmung des Einflusses auf die Kapitalmarktreaktion in Kapitel 4 analysiert. Es ist zu beachten, dass sich ein vermehrtes Auftreten von Artikeln in Tabelle 3.14 nicht allein auf höhere Publizitätsfreudigkeit zurückführen lässt. Treten bei einem Unternehmen mehr Ereignisse auf, über die berichtet werden kann oder berichtet werden muss<sup>139</sup> wie z.B. Rechtsstreitigkeiten, Finanzierungsmaßnahmen, Personalwechsel, Unternehmenskäufe und -verkäufe oder Insolvenzen, als bei einem anderen Unternehmen, so handelt es sich dabei nicht unbedingt um endogenes Publizitätsverhalten, sondern dieses ist vielmehr als exogen anzusehen.<sup>140</sup>

Man erkennt beim Vergleich der in Tabelle 3.14 dargestellten Mediane mit den arithmetischen Mitteln (*Mean*), dass die Verteilung durch Extremwerte beeinflusst ist. Das heißt, es existieren einige Unternehmen, über die sehr viele Artikel veröffentlicht wurden und die dadurch das arithmetische Mittel stark beeinflussen. Es ist bemerkenswert, dass für 25% der Ereignisse keine Artikel vor der Ergebnisankündigung veröffentlicht wurden. Die Anzahl der Artikel sowie die Summe der Wörter ist wie zu erwarten bei der Nettodarstellung niedriger. Ansonsten ähnelt die Verteilung der Bruttodarstellung.

---

<sup>138</sup> Vgl. Lang/Lundholm (2000), p. 637.

<sup>139</sup> Dies kann zum Beispiel im Rahmen der Ad hoc-Publizität der Fall sein.

<sup>140</sup> Vgl. Lang/Lundholm (2000) p. 643; Lang/Lundholm (1996), p. 470.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.14**

Verteilung der durchschnittlichen und gesamten Anzahl der Wörter sowie der Anzahl an Artikeln in der Börsen-Zeitung zwischen den Ergebnisankündigungszeitpunkten endgültiger Jahresergebnisse und Quartalsergebnisse in den Jahren 2002 und 2003

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse und Quartalsergebnisse in den Jahren 2002 und 2003 - vor Ausfilterung von nicht vom Unternehmen veranlassten Artikeln (Bruttodarstellung)							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
Mean Words	1433	198,91	163,00	0,00	345,00	0,00	1192,00
Sum Words	1433	1649,47	307,00	0,00	1484,00	0,00	69665,00
Number Articles	1433	4,57	1,00	0,00	4,00	0,00	158,00
Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse und Quartalsergebnisse in den Jahren 2002 und 2003 - nach Ausfilterung von nicht vom Unternehmen veranlassten Artikeln (Nettodarstellung)							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
Mean Words	1433	189,86	120,00	0,00	358,00	0,00	1192,00
Sum Words	1433	1062,84	145,00	0,00	1038,00	0,00	19764,00
Number Articles	1433	2,77	1,00	0,00	3,00	0,00	47,00
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen							
Mean Words	Durchschnittliche Anzahl an Wörtern in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden						
Sum Words	Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden						
Number Articles	Durchschnittliche Anzahl an Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden						

Im Rahmen der Analyse, welchen Einfluss die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Kapitalmarktreaktionen hat (vgl. Abschnitte 3.2.5, 3.2.6 und 4.4.3.2), wird für jedes Unternehmen der Durchschnittswert der Variablen Mean Words, Sum Words und Number Articles über den Zeitraum 2002 bis 2003 als quantitatives Maß für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung verwendet.

#### 3.2.3 Referenzuntersuchungen

Berndsen (1979) untersucht für den deutschen Kapitalmarkt die Auswirkungen unterschiedlicher Publizitätsgüte auf Aktienkursreaktionen im Falle von Dividendenankündigungen in den Jahren 1970 bis 1974. Unter Verwendung der Methodik von Ball/Brown (1968) unterscheidet er vier Portfolios: Unternehmen mit positiver Dividendenankündigung und guter Publizitätsqualität, Unternehmen mit positiver Dividendenankündigung und schlechter Publizitätsqualität, Unternehmen mit negativer Dividendenankündigung und guter Publizitätsqualität und Unternehmen mit negativer Dividendenankündigung und schlechter Publizitätsqualität. Die Beurteilungen der Publizitätsqualität beruhen auf einem selbst entwickelten Scoringmodell für Geschäftsberichte. Er findet heraus, dass das Ausmaß der Aktienkursreaktion für die Portfolios mit guter Publizitätsqualität geringer ausfällt als für Portfolios mit schlechter Publizitätsqualität.

Pincus (1983) untersucht den Einfluss der Vorhersagbarkeit von Quartals- und Jahresergebnissen auf deren Informationsgehalt, gemessen an der Variabilität der Renditen um den Ankündigungszeitpunkt. Die Vorhersagbarkeit von Periodenergebnissen, gemessen durch die Variabilität der Abweichungen des Periodenergebnisses im Vergleich zur Vorperiode, soll die unternehmensspezifische Verfügbarkeit bzw. Präzision von Vorabinformationen über das Periodenergebnis approximieren. Pincus (1983) kann belegen, dass Ergebnisankündigungen von Unternehmen mit hoher Vorhersagbarkeit von Periodenergebnissen einen niedrigeren Informationsgehalt besitzen als Ergebnisankündigungen von Unternehmen mit niedriger Vorhersagbarkeit.

Atiase (1985) zeigt, dass die Aktienkursreaktion auf die Ankündigung von Quartalsergebnissen für große Unternehmen geringer ausfällt als für kleine. Dies wird damit begründet, dass große Unternehmen in größerem Umfang Informationen vor der Ergebnisankündigung produzieren und zur Verfügung stellen. Atiase (1987) fügt die Studien von Grant (1980) und Atiase (1985) zusammen und kann belegen, dass der bei Grant (1980) dokumentierte Börsensegmenteffekt weiterhin bestehen bleibt, auch wenn die Unternehmensgröße als Kontrollvariable berücksichtigt wird.

Kross/Schroeder (1988) untersuchen, ob neben der Unternehmensgröße auch das Ausmaß an Informationen vor der Ergebnisankündigung, gemessen durch die Anzahl an Artikeln im Wall Street Journal, Einfluss auf den Informationsgehalt von Ankündigungen vierteljährlicher Ergebnisse hat. Sie kommen unter Berücksichtigung der Ergebnisüberraschung und der Zeitverzögerung der Ergebnisankündigung zu dem Ergebnis, dass die Aktienkursreaktion für Unternehmen mit niedrigem öffentlichem Interesse größer ist als für Unternehmen mit hoher öffentlicher Bedeutung.

Auch Shores (1990) untersucht den Einfluss des Publizitätsausmaßes vor der Ankündigung von Jahresergebnissen auf Aktienkursreaktionen. Neben der Unternehmensgröße wird das Ausmaß der Publizität dabei anhand der Anzahl von Analysten, der Anzahl an zwischenzeitlichen, ergebnisbezogenen sowie nicht-ergebnisbezogenen Veröffentlichungen, des prozentualen Handelsvolumens, der Anzahl an *market maker* sowie der prozentualen Geld-Brief-Spannen, gemessen. In der separaten Analyse einzelner erklärender Variablen für Unternehmenspublizität weisen alle Variablen einen Einfluss mit dem erwarteten Vorzeichen auf. In der Gesamtanalyse zeigt sich, dass neben der Unternehmensgröße auch andere Variablen zur

Messung des Publizitätsausmaßes vor der Ergebnisankündigung wie das prozentuale Handelsvolumen und die Anzahl an Analysten zur Erklärung der Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen beitragen können.

Imhoff/Lobo (1992) zeigen, dass die Unsicherheit vor der Ankündigung von Jahresergebnissen, gemessen anhand der Varianz von Analystenvorhersagen, in negativem Verhältnis zum *earnings response coefficient* steht. Dies erklären sie dadurch, dass die Unsicherheit vor der Ergebnisankündigung auf eine geringere Qualität der Periodenergebnisse schließen lässt.

Am deutschen Aktienmarkt untersuchen Keller/Möller (1993), welche Auswirkungen die vorherige Veröffentlichung von Zwischenberichten auf den Informationsgehalt von Jahresabschlüssen hat. Die empirischen Ergebnisse geben Hinweise darauf, dass bei erhöhter Publizität vor der Ergebnisankündigung der Informationsgehalt der Ergebnisankündigung sinkt.

Bushee/Noe (2000) zeigen, dass die Publizitätsgüte, gemessen an den Bewertungen der *Association for Investment and Management Research* (AIMR), in negativem Zusammenhang mit der Renditevariabilität um Ergebnisankündigungszeitpunkte steht, wobei sie eine Reihe von Kontrollvariablen verwenden.

Francis/Schipper/Vincent (2002b) untersuchen, ob die Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen mit der Aktienkursreaktion auf davor veröffentlichte Analystenberichte in Zusammenhang steht. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass zwischen beiden Größen ein positiver Zusammenhang steht, was sie dahingehend interpretieren, dass beide Veröffentlichungen nicht Substitute darstellen, sondern sich die darin enthaltenen Informationen ergänzen.

Atiase/Bamber (1994) bestätigen, dass das Ausmaß der Handelsvolumenreaktion auf Ergebnisankündigungen von der Qualität der vor der Ergebnisankündigung bekannten Informationen abhängt. Als Näherungsgrößen für die Informationsqualität vor der Ergebnisankündigung verwenden sie die Standardabweichung und die Spanne von Analystenvorhersagen.

#### **3.2.4 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen**

Der Einfluss der Unternehmenspublizität vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion wird anhand einer den Untersuchungszeitraum umfassenden, gepoolten Querschnittsregression analysiert. Es werden sowohl Regressionen für ACAR sowohl basierend auf dem Marktmodell als auch auf dem Modell der Marktadjustie-

rung sowie für ACAVO basierend auf dem Modell der Medianbereinigung und für VOMean durchgeführt. Die Regressionsmodelle besitzen die folgenden Grundformen:

$$ACAR_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

$$ACAVO_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

$$VOMean_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

mit:

ACAR<sub>i</sub> = Absolute kumulierte abnormale Rendite der Aktie des Unternehmens i am Tag der Ergebnisankündigung

ACAVO<sub>i</sub> = Absolutes kumuliertes abnormales Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens i am Tag der Ergebnisankündigung

VOMean<sub>i</sub> = Durchschnittliche Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens i am Tag der Ergebnisankündigung über das Ereignisfenster

Neben den in Abschnitt 3.1 berücksichtigten Variablen werden folgende Variablen für die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt untersucht:

*Ausmaß freiwilliger Unternehmenspublizität (ScoreContent):* Mit Hilfe von freiwilligen zusätzlichen Informationen können künftige Zahlungsströme besser abgeschätzt werden, was zu einer geringeren Bedeutung von Periodenergebnissen führt. Daher wird vermutet, dass die Kapitalmarktreaktion auf Ergebnisankündigungen umso geringer ist, je größer das Ausmaß zusätzlicher, freiwilliger Informationen vor der Ergebnisankündigung ist. Als Maß für freiwillige Publizität wird der in Abschnitt 3.2.2.2 beschriebene Publizitätsindex des *Manager-Magazins* verwendet.<sup>141</sup> Im Rahmen der Analyse werden nur die Urteile zum Geschäftsbericht berücksichtigt, da die im Rahmen von Geschäftsberichten zur Verfügung gestellten, freiwilligen Informationen weitaus umfangreicher sind als die in Zwischenberichten. Dabei wird das Urteil zum Geschäftsbericht für alle auf die Veröffentlichung des Geschäftsberichtes folgenden Ergebnisankündigungen bis zur Veröffentlichung des nächsten Geschäftsberichtes als Maß für freiwillige Unternehmenspublizität angesehen. Es wird angenommen, dass Geschäftsberichte vier Monate nach dem Bilanzstichtag veröffentlicht werden. Das bedeutet, dass beispielsweise für ein Unternehmen mit dem 31. Dezember als Bilanzstichtag die Urteile für den aktuellen Geschäftsbericht in die Regression aufgenommen werden, wenn die Ergeb-

---

<sup>141</sup> Vgl. für die Publizitätsindizes der Jahre 2001, 2002 und 2003 *Manager-Magazin* (2001), *Manager-Magazin* (2002), *Manager-Magazin* (2003).

nisankündigung nach dem 30. April erfolgte, für Ergebnisankündigungen vor dem 1. Mai wird das Urteil für den im Vorjahr veröffentlichten Geschäftsbericht verwendet.

*Publizitätshäufigkeit bzw. öffentliche Bedeutung des Unternehmens (MeanNumArticles, MeanSumWords, MeanMeanWords):* Wie in Abschnitt 3.2.2.3 dargestellt lässt sich die Häufigkeit der von Unternehmen veranlassten Veröffentlichungen (Publizitätshäufigkeit) sowie die Häufigkeit, mit der Informationen sowohl von als auch über ein Unternehmen veröffentlicht werden (öffentliche Bedeutung des Unternehmens), anhand der in der Börsen-Zeitung veröffentlichten Artikel messen. Hierfür werden für jedes Unternehmen die Anzahl der veröffentlichten Artikel (NumArticles), die Gesamtanzahl der in diesen Artikeln enthaltenen Wörter (SumWords) sowie die durchschnittliche Anzahl pro Artikel (MeanWords) außerhalb der Ereignisfenster ermittelt. Für das erste Ereignis im Untersuchungszeitraum 2002 und 2003 gehen jeweils die Artikel in die Analyse ein, die 90 Tage bis einschließlich drei Tage vor der Ergebnisankündigung veröffentlicht wurden. Die für jede Größe (NumArticles, SumWords, MeanWords) ermittelten Werte werden danach durch die Anzahl der Ereignisse geteilt. Somit ergibt sich ein durchschnittlicher Wert über alle Ereignisse, der als Maß für Publizitätshäufigkeit und die öffentliche Bedeutung des Unternehmens verwendet wird. Diesem Vorgehen liegt die Annahme zugrunde, dass sich Publizitätshäufigkeit und öffentliche Bedeutung des Unternehmens über den Untersuchungszeitraum nicht ändern.

*Handelsvolumen vor der Ergebnisankündigung (MedianVO):* Die Liquidität von Aktien offenbart Informationen über die Qualität der Publizität.<sup>142</sup> Da die Liquidität von Aktien am Handelsvolumen gemessen werden kann, kann das Handelsvolumen vor der Ergebnisankündigung, d.h. das normale Handelsvolumen ohne den Einfluss von Informationsereignissen, als Näherungsgröße für die Informationsqualität vor der Ergebnisankündigung verwendet werden. Es wird vermutet, dass mit hohem Handelsvolumen vor der Ergebnisankündigung ein niedrigere Kapitalmarktreaktionen auf die Ergebnisankündigung verbunden ist. Hierfür wird der Median des Handelsvolumens in der Schätzperiode des Marktmodells verwendet. Bei MedianVO handelt es sich um ein indirektes Maß für Unternehmenspublizität.

*Streuung der Analystenschätzungen (STDEV und RANGEEST):* Abarbanell/Lanen/Verrecchia (1995) zeigen in einem theoretischen Modell, dass sich die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion auf Ergebnisankündigungen mit steigender Streuung der Analystenvorhersagen er-

---

<sup>142</sup> Vgl. z.B. Shores (1990), Leuz/Verrecchia (2000).



höht. Die Streuung von Analystenschätzungen kann als Näherungsgröße für die Unsicherheit in Bezug auf den Unternehmenswert und damit für das Ausmaß an verfügbaren Informationen vor der Ergebnisankündigung verwendet werden. Es wird vermutet, dass die Kapitalmarktreaktion auf Ergebnisankündigungen umso größer ist, je größer die Standardabweichung (STDEV) und die Spanne (RANGEEST) der Analystenschätzungen ist. Daten über die Streuung von Analystenschätzungen lagen nur für die Teilstichprobe der Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003 vor. Sowohl für vorläufige als auch für endgültige Jahresergebnisse wurde jeweils die letzte Eintragung pro Ergebnisveröffentlichung verwendet. Datengrundlage ist die I/B/E/S-Datenbank. Beobachtungen, für die die Anzahl der Analystenvorhersagen unter zwei liegt, wurden eliminiert. Bei der Streuung der Analystenschätzungen handelt es sich um ein indirektes Maß für Unternehmenspublizität.

*Anzahl an Analysten (NUMEST):* Der Zusammenhang der Anzahl an Analysten mit dem Ausmaß an Informationen vor der Ergebnisankündigung ist nicht eindeutig. Es kann vermutet werden, dass Analysten vorhandene Informationen verarbeiten, Informationssuche betreiben und zusätzliche Informationen über Analystenempfehlungen in den Markt geben. In diesem Fall steht das Ausmaß an Informationen vor der Ergebnisankündigung in positivem Zusammenhang mit der Anzahl an Analysten. Allerdings kann erhöhte Publizität durch ein Unternehmen zur Folge haben, dass weniger Möglichkeiten für Analysten bestehen, aus ihren Such- und Verarbeitungsaktivitäten, einen Mehrwert zu generieren und Gewinne zu erzielen. In diesem Fall würden sich Analysten aus dem Markt zurückziehen. Damit stünde die Anzahl der Analysten in negativem Zusammenhang mit dem Ausmaß an Informationen vor der Ergebnisankündigung. Nichtsdestotrotz wird die Anzahl an Analysten in der Analyse berücksichtigt. Wie auch bei der Streuung der Analystenschätzungen lagen Daten über die Anzahl an Analysten nur für die Teilstichprobe Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003 in der I/B/E/S-Datenbank vor.

#### **3.2.5 Empirische Ergebnisse zur Aktienkursreaktion**

Vor der Darstellung der Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen werden in Tabelle 3.15 Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten für die zusätzlichen erklärenden Variablen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung gezeigt. Die höchsten Korrelationen mit dem direkten, quantitativen Maß MeanSumWords, dem direkten, qualitativen Maß ScoreContent und dem indirekten Maß MedianVO existieren für die Variablen Size und NOST.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.15**

Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der zusätzlichen erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion in den Jahren 2002 und 2003, P-Werte sind kursiv gedruckt und basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003				
Variable	Beschreibung	MeanSumWords	ScoreContent	MedianVO
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,	0,67529 <i>&lt;0,0001</i>	0,51344 <i>&lt;0,0001</i>	0,48293 <i>&lt;0,0001</i>
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens	0,61806 <i>&lt;0,0001</i>	0,3743 <i>&lt;0,0001</i>	0,81344 <i>&lt;0,0001</i>
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0	-0,23382 <i>&lt;0,0001</i>	-0,34387 <i>&lt;0,0001</i>	0,20645 <i>&lt;0,0001</i>
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0	0,19383 <i>&lt;0,0001</i>	-0,05867 <i>0,0209</i>	-0,03505 <i>0,1695</i>
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens	-0,03395 <i>0,1825</i>	-0,08865 <i>0,0005</i>	-0,23497 <i>&lt;0,0001</i>
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	0,02155 <i>0,3975</i>	0,08204 <i>0,0012</i>	-0,0728 <i>0,0043</i>
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0	0,12348 <i>&lt;0,0001</i>	0,07865 <i>0,0019</i>	0,11934 <i>&lt;0,0001</i>
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0	0,06646 <i>0,009</i>	0,06718 <i>0,0082</i>	0,0487 <i>0,0562</i>
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	0,05475 <i>0,0315</i>	0,11028 <i>&lt;0,0001</i>	0,00407 <i>0,8732</i>
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0	0,09602 <i>0,0002</i>	0,11336 <i>&lt;0,0001</i>	0,09896 <i>0,0001</i>
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0	0,074 <i>0,0036</i>	0,04053 <i>0,1107</i>	0,02348 <i>0,3575</i>
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen	0,12468 <i>&lt;0,0001</i>	0,20424 <i>&lt;0,0001</i>	0,3935 <i>&lt;0,0001</i>
MeanSumWords	Natürlicher Logarithmus des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden		0,516 <i>&lt;0,0001</i>	0,50101 <i>&lt;0,0001</i>
ScoreContent	Natürlicher Logarithmus des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Urteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte			0,30564 <i>&lt;0,0001</i>

Aufgrund der festgestellten Korrelationen werden im Folgenden separate Regressionen für die Variablen der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung (MeanSumWords, ScoreContent, MedianVO) durchgeführt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

In den Tabellen 3.16 bis 3.19 wird der Einfluss der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion anhand der Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen für die Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 dargestellt.

**Tabelle 3.16**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung eines direkten, quantitativen Maßes für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003						
Modell	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-2,08701	-5,79	<0,0001	-2,28336	-7,01	<0,0001
Size	-0,24769	-9,76	<0,0001	-0,19618	-8,55	<0,0001
NOST	0,17377	9,83	<0,0001	0,11653	7,30	<0,0001
MeanSumWords	-0,03633	-2,14	0,03220	-0,04439	-2,90	0,00380
DAccSys	0,21315	2,72	0,00660	0,18724	2,64	0,00830
DListing	0,04119	0,49	0,62360	-0,02688	-0,35	0,72290
DFinance	0,03185	0,36	0,71780	0,04112	0,52	0,60550
TimeLag	-0,14404	-1,79	0,07410	-0,03976	-0,55	0,58520
DEventType	0,15894	1,66	0,09780	0,00027	0,00	0,99750
DEarnPre	0,01479	0,14	0,88490	0,09766	1,06	0,29010
DIV	-0,06468	-0,72	0,47470	0,01363	0,17	0,86750
PERSCHGE	0,01618	0,12	0,90790	0,24651	1,95	0,05130
FINANC	0,19193	1,29	0,19650	0,06922	0,52	0,60610
CURR	0,02820	0,38	0,70310	-0,06462	-0,97	0,33380
FORE	0,05985	0,96	0,33780	0,05813	1,03	0,30290
MISC	0,02640	0,23	0,81580	0,01167	0,11	0,90920
N	1705			1705		
Adj. R2	0,10330			0,07560		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.16 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
MeanSumWords	Natürlicher Logarithmus des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NE-MAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Die durchschnittliche Gesamtanzahl an Wörtern in Artikeln, die durch Informationsweitergabe von Unternehmen veranlasst wurden (MeanSumWords), hat den erwarteten negativen, signifikanten Einfluss unabhängig von der Berechnungsmethode der abhängigen Variablen. Eine höhere Quantität der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung führt demnach dazu, dass die Aktienkursreaktion auf die Ankündigung von Periodenergebnissen geringer ausfällt. Bei der Betrachtung der Teilstichprobe unter Berücksichtigung der Variable MeanSumWords verlieren die Variablen für Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungstag (DIV, PERSCHGE, CURR, FORE, MISC) ihren signifikanten Einfluss. Bei den sonstigen Variablen ergeben sich keine wesentlichen Unterschiede im Vergleich zu den Regressionen bei Betrachtung der gesamten Untersuchungsstichproben (vgl. Tabelle 3.5).

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.17**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung eines direkten, qualitativen Maßes für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell (ACAR<sub>MM</sub>) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung (ACAR<sub>MA</sub>), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse war die Variable ScoreContent nicht verfügbar)

Modell Variable	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,99368	-2,52	0,01190	-1,39351	-1,96	0,05010
Size	-0,26085	-9,90	<0,0001	-0,22032	-9,32	<0,0001
NOST	0,16080	8,84	<0,0001	0,11713	7,17	<0,0001
ScoreContent	-0,06386	-0,34	0,73600	-0,25729	-1,51	0,13020
DAccSys	0,24696	2,99	0,00280	0,21289	2,88	0,00410
DListing	0,03247	0,34	0,73130	-0,08940	-1,05	0,29220
DFinance	0,01674	0,18	0,85510	0,02227	0,27	0,78650
TimeLag	-0,13102	-1,55	0,12050	-0,03108	-0,41	0,68130
DEventType	0,12663	1,25	0,21090	-0,05527	-0,61	0,54290
DEarnPre	0,09388	0,87	0,38450	0,15030	1,55	0,12090
DIV	-0,07631	-0,81	0,41870	0,00865	0,10	0,91860
PERSCHGE	0,03431	0,24	0,80770	0,24794	1,96	0,05020
FINANC	0,23259	1,53	0,12560	0,12128	0,89	0,37340
CURR	0,05739	0,73	0,46560	-0,05406	-0,77	0,44380
FORE	0,04002	0,61	0,54170	0,04167	0,71	0,47900
MISC	0,06756	0,58	0,56340	0,02450	0,23	0,81540
N	1550			1550		
Adj. R2	0,09930			0,07830		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.17 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
ScoreContent	Natürlicher Logarithmus des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Urteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NE-MAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Die Regressionskoeffizienten der Variable *ScoreContent* sind in keinem Fall signifikant. Man kann daraus schließen, dass die Qualität der Publizität vor der Ergebnisankündigung ohne Bedeutung für die Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen ist. Diese Interpretation ist jedoch aufgrund der Schwierigkeiten bei der Messung von freiwilliger Unternehmenspublizität mit Vorsicht zu genießen. Weiterhin kann es sein, dass kein zusätzlicher Erklärungsgehalt des Publizitätsindex feststellbar ist, da die Urteile des *Manager-Magazins* mit anderen Variablen, beispielsweise der Unternehmensgröße korreliert sind (vgl. Tabelle 3.15). Bei der Betrachtung der Teilstichprobe verlieren die Variablen für Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungstag ebenfalls ihren signifikanten Einfluss. Bei den sonstigen Variablen ergeben sich keine wesentlichen Unterschiede im Vergleich zu den Regressionen bei Betrachtung der gesamten Untersuchungsstichprobe (vgl. Tabelle 3.5).

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.18**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung eines indirekten Maßes für Unternehmenspublizität (MedianVO) in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell (ACAR<sub>MM</sub>) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung (ACAR<sub>MA</sub>), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003						
Modell Variable	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,44861	-7,44	<0,0001	-3,46814	-8,27	<0,0001
Size	-0,28347	-11,66	<0,0001	-0,23739	-10,79	<0,0001
NOST	0,23529	9,99	<0,0001	0,17163	8,05	<0,0001
MedianVO	-0,16476	-4,63	<0,0001	-0,14717	-4,57	<0,0001
DAccSys	0,28716	3,60	0,00030	0,25847	3,58	0,00040
DListing	0,09263	1,11	0,26860	0,02085	0,28	0,78320
DFinance	-0,00768	-0,09	0,93010	0,01606	0,20	0,83940
TimeLag	-0,17436	-2,19	0,02850	-0,08046	-1,12	0,26400
DEventType	0,17691	1,85	0,06460	0,02540	0,29	0,76940
DEarnPre	-0,00418	-0,04	0,96730	0,08157	0,88	0,37680
DIV	-0,08591	-0,94	0,34510	-0,00355	-0,04	0,96570
PERSCHGE	0,04448	0,32	0,74770	0,25348	2,03	0,04300
FINANC	0,21129	1,42	0,15510	0,09618	0,72	0,47450
CURR	0,03244	0,44	0,66070	-0,06611	-0,99	0,32320
FORE	0,04799	0,77	0,44200	0,06224	1,10	0,27080
MISC	0,04563	0,40	0,69060	0,01842	0,18	0,85920
N	1705			1705		
Adj. R2	0,11220			0,08610		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.18 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
MedianVO	Natürlicher Logarithmus des Medians des Handelsvolumens im Schätzfenster der Marktmodell-Regression
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NE-MAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Der Median des Handelsvolumens im Schätzfenster (MedianVO), der ebenfalls als Indikator für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung angesehen wird, hat einen signifikanten Einfluss. Der negative Regressionskoeffizient deutet darauf hin, dass die Aktienkursreaktion auf Ergebnisankündigungen von Unternehmen, die mehr oder präzisere Informationen vor der Ergebnisankündigung veröffentlichen, geringer ist.



### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.19**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung direkter und indirekter Maße für Unternehmenspublizität) in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse war die Variable ScoreContent nicht verfügbar)

Modell Variable	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,52274	-4,03	<0,0001	-2,85963	-3,64	0,00030
Size	-0,26268	-9,46	<0,0001	-0,21859	-8,75	<0,0001
NOST	0,23628	9,34	<0,0001	0,18232	8,00	<0,0001
MeanSumWords	-0,03171	-1,65	0,09900	-0,03651	-2,11	0,03500
ScoreContent	0,01487	0,08	0,93830	-0,15220	-0,88	0,37910
MedianVO	-0,15561	-4,05	<0,0001	-0,13286	-3,84	0,00010
DAccSys	0,30011	3,58	0,00040	0,25399	3,36	0,00080
DListing	0,07146	0,75	0,45140	-0,05379	-0,63	0,52900
DFinance	0,00630	0,07	0,94550	0,01529	0,18	0,85350
TimeLag	-0,14285	-1,68	0,09300	-0,03211	-0,42	0,67480
DEventType	0,14971	1,48	0,14010	-0,03999	-0,44	0,66150
DEarnPre	0,04094	0,38	0,70500	0,12455	1,28	0,20090
DIV	-0,12001	-1,27	0,20480	-0,02889	-0,34	0,73450
PERSCHGE	0,01420	0,10	0,92060	0,25296	1,97	0,04860
FINANC	0,21838	1,45	0,14730	0,10606	0,78	0,43420
CURR	0,03971	0,51	0,61250	-0,07384	-1,05	0,29560
FORE	0,02718	0,42	0,67770	0,04139	0,70	0,48210
MISC	0,06963	0,59	0,55270	0,05178	0,49	0,62390
N	1550			1550		
Adj. R2	0,10820			0,08850		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.19 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
MeanSumWords	Natürlicher Logarithmus des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
ScoreContent	Natürlicher Logarithmus des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Urteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
MedianVO	Natürlicher Logarithmus des Medians des Handelsvolumens im Schätzfenster der Marktmodell-Regression
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NE-MAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Auch bei der gleichzeitigen Berücksichtigung aller Variablen (Tabelle 3.19) für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung (MeanSumWords, ScoreContent, MedianVO) ändern sich die Ergebnisse nicht wesentlich.<sup>143</sup>

Tabelle 3.20 stellt die Verteilung zusätzlicher erklärender Variablen auf Grundlage von Anallystendaten der I/B/E/S-Datenbank dar.

<sup>143</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.12) dargestellt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.20**

Verteilung der erklärenden Variablen auf Grundlage von Analystendaten der I/B/E/S-Datenbank zum Ergebnisankündigungszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung in den Jahren 2002 und 2003

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
STDEV	339	0,42773	0,15643	0,07018	0,37931	0,00000	20,57143
NUMEST	339	15,40708	13	6	24	1	47
RANGEEST	339	1,36813	0,54614	0,22843	1,22917	0,00000	59,28571
Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
STDEV	252	0,48241	0,17670	0,06911	0,38326	0,00000	20,57143
NUMEST	252	13,89286	12	4	20	1	47
RANGEEST	252	1,46737	0,52836	0,22136	1,22637	0,00000	59,28571
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen							
STDEV	Standardabweichung der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung						
NUMEST	Anzahl der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung						
RANGEEST	Differenz aus höchster und niedrigster Analystenschätzung bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung						

In Tabelle 3.21 wird dargestellt, ob die auf Analystenschätzungen basierenden Variablen NUMEST (Anzahl der Analysten), RANGEEST (Reichweite der Analystenvorhersagen) und STDEV (Standardabweichung der Analystenvorhersagen) einen zusätzlichen Beitrag zur Erklärung der Aktienkursreaktionen leisten können. Während dies bei endgültigen Jahresergebnissen nicht der Fall zu sein scheint<sup>144</sup>, weisen die in der Tabelle 3.21 dargestellten Ergebnisse für die Variablen STDEV und RANGEEST im Falle vorläufiger Jahresergebnisse zum Teil einen signifikanten positiven Einfluss auf Aktienkursreaktionen scheinen umso größer zu sein, je größer die Unsicherheit in Bezug auf die Periodenergebnisse vor deren Veröffentlichung ist. Die Anzahl der Analysten (NUMEST) scheint keinen signifikanten Einfluss zu besitzen.

<sup>144</sup> Die Ergebnisse der Regressionen für die Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse werden nicht dargestellt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.21**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung indirekter Maße für Unternehmenspublizität auf Grundlage von Analystendaten der I/B/E/S-Datenbank in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003						
Modell Variable	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,59577	-2,45	0,01510	-2,19746	-3,63	0,00030
Size	-0,32234	-4,38	<0,0001	-0,25262	-3,70	0,00030
NOST	0,24648	6,01	<0,0001	0,13160	3,46	0,00060
NUMEST	-0,16529	-1,36	0,17360	-0,15513	-1,38	0,16850
DAccSys	0,06892	0,37	0,70800	0,31349	1,84	0,06720
DListing	0,02241	0,10	0,92170	0,14327	0,68	0,49840
DFinance	-0,06611	-0,30	0,76790	0,19108	0,92	0,35790
TimeLag	-0,07761	-0,58	0,56000	0,06956	0,56	0,57320
DIV	0,02118	0,13	0,89820	0,19324	1,26	0,20880
PERSCHGE	0,44191	1,52	0,13040	0,30631	1,13	0,25770
FINANC	-0,20771	-0,40	0,69090	-0,08362	-0,17	0,86290
CURR	-0,17560	-0,86	0,38960	-0,28975	-1,53	0,12650
FORE	0,07915	0,53	0,59330	0,05333	0,39	0,69800
MISC	-0,00801	-0,03	0,97660	-0,15006	-0,59	0,55400
N	252			252		
Adj. R2	0,15350			0,10390		

Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003 mit mehr als einer Analystenschätzung (NUMEST)

Modell Variable	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,81152	-2,38	0,01800	-2,37277	-3,38	0,0009
Size	-0,31645	-4,30	<0,0001	-0,29340	-4,32	<0,0001
NOST	0,21719	4,76	<0,0001	0,11260	2,67	0,0082
STDEV	0,12715	1,82	0,07020	0,02346	0,36	0,7164
DAccSys	0,00736	0,04	0,97110	0,28823	1,54	0,1248
DListing	0,04092	0,17	0,86520	0,10984	0,49	0,6219
DFinance	-0,17282	-0,69	0,48860	0,24140	1,05	0,2951
TimeLag	-0,03997	-0,26	0,79600	0,12203	0,86	0,3929
DIV	0,07608	0,43	0,67080	0,19877	1,20	0,2298
PERSCHGE	0,33678	1,09	0,27620	0,34230	1,20	0,2308
FINANC	-0,31461	-0,53	0,59680	-0,23103	-0,42	0,6739
CURR	-0,16718	-0,79	0,43310	-0,29540	-1,50	0,1343
FORE	0,00669	0,04	0,96690	0,03564	0,24	0,8108
MISC	0,03757	0,13	0,89950	-0,09509	-0,35	0,7293
N	221			221		
Adj. R2	0,13750			0,09120		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.21 (fortgesetzt)**

Modell	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-1,83497	-2,42	0,01620	-2,38679	-3,41	0,0008
Size	-0,33128	-4,60	<0,0001	-0,29733	-4,47	<0,0001
NOST	0,21456	4,69	<0,0001	0,11333	2,68	0,008
RANGEEST	0,13812	1,93	0,05490	0,01594	0,24	0,8097
DAccSys	-0,00119	-0,01	0,99530	0,29022	1,55	0,123
DListing	0,01560	0,06	0,94830	0,10499	0,47	0,6367
DFinance	-0,16666	-0,67	0,50240	0,24716	1,08	0,2823
TimeLag	-0,04078	-0,26	0,79170	0,12356	0,87	0,3871
DIV	0,08132	0,46	0,64950	0,19818	1,20	0,2316
PERSCHGE	0,33702	1,09	0,27530	0,34464	1,21	0,2276
FINANC	-0,29549	-0,50	0,61930	-0,23453	-0,43	0,6697
CURR	-0,16426	-0,77	0,44080	-0,29751	-1,51	0,1317
FORE	-0,00155	-0,01	0,99240	0,03697	0,25	0,8044
MISC	0,04284	0,14	0,88530	-0,09201	-0,34	0,7376
N	221			221		
Adj. R2	0,13920			0,09		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
NOST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
STDEV	Natürlicher Logarithmus der Standardabweichung der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung
NUMEST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung
RANGEEST	Natürlicher Logarithmus der Differenz aus höchster und niedrigster Analystenschätzung bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NE-MAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

### 3.2.6 Empirische Ergebnisse zur Handelsvolumenreaktion

In Tabelle 3.22 wird der Einfluss der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Handelsvolumenreaktion anhand der Ergebnisse der Kleinstquadrate-Regressionen für die Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 dargestellt. Aufgrund der hohen Korrelationen mit den abhängigen Variablen  $ACAVO_{Med}$  und  $VOMean$ <sup>145</sup> werden die Ergebnisse für MedianVO als abhängiger Variable nicht dargestellt.<sup>146</sup>

**Tabelle 3.22**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung direkter Maße für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster ( $VOMean$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003						
Modell Variable	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-4,53433	-6,8	<0,0001	-6,72121	-17,77	<0,0001
Size	0,0441	1,13	0,2567	0,18562	8,42	<0,0001
$ACAR_{MM}$	0,38958	8,93	<0,0001	0,22727	9,19	<0,0001
MeanSumWords	0,13366	4,44	<0,0001	0,13737	8,04	<0,0001
DAccSys	0,6516	4,56	<0,0001	0,54633	6,74	<0,0001
DListing	0,57934	3,93	<0,0001	0,68665	8,22	<0,0001
DFinance	-0,08905	-0,55	0,5823	-0,31414	-3,42	0,0006
TimeLag	-0,46584	-3,15	0,0017	-0,3985	-4,75	<0,0001
DEventType	-0,13023	-0,74	0,4594	-0,03092	-0,31	0,7566
DEarnPre	-0,24457	-1,3	0,1923	-0,18373	-1,73	0,0841
DIV	0,33121	1,99	0,0463	0,07995	0,85	0,3959
PERSCHGE	0,35611	1,39	0,1646	0,23595	1,63	0,1043
FINANC	0,59921	2,21	0,0273	0,63477	4,13	<0,0001
CURR	-0,01098	-0,08	0,9356	-0,11298	-1,47	0,1425
FORE	0,17562	1,53	0,125	0,17532	2,7	0,0069
MISC	0,51584	2,47	0,0135	0,28629	2,42	0,0156
N	1705			1705		
Adj. R2	0,128			0,3187		

<sup>145</sup> Die Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten betragen für  $ACAVO_{Med}$  0,59211, für  $VOMean$  0,85121.

<sup>146</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.13) dargestellt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.22 (fortgesetzt)**

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse war die Variable ScoreContent nicht verfügbar)

Modell	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-6,45618	-4,35	<0,0001	-8,28079	-10,14	<0,0001
Size	0,12472	3,34	0,0009	0,27434	13,35	<0,0001
ACAR <sub>MM</sub>	0,41787	8,9	<0,0001	0,23482	9,1	<0,0001
ScoreContent	0,54473	1,53	0,1258	0,42672	2,18	0,0292
DAccSys	0,6516	4,22	<0,0001	0,54505	6,42	<0,0001
DListing	0,66598	3,93	<0,0001	0,73697	7,91	<0,0001
DFinance	0,06275	0,36	0,7164	-0,17563	-1,85	0,0645
TimeLag	-0,43978	-2,77	0,0057	-0,36186	-4,15	<0,0001
DEventType	-0,11558	-0,61	0,5435	0,03097	0,3	0,7671
DEarnPre	-0,27919	-1,37	0,1697	-0,2212	-1,98	0,0478
DIV	0,31481	1,77	0,0765	0,01171	0,12	0,9045
PERSCHGE	0,3131	1,18	0,2369	0,19161	1,32	0,1879
FINANC	0,57464	2,02	0,0434	0,60312	3,86	0,0001
CURR	-0,03647	-0,25	0,8054	-0,17176	-2,11	0,0349
FORE	0,18729	1,52	0,1283	0,19303	2,85	0,0044
MISC	0,47482	2,15	0,0315	0,25546	2,11	0,0353
N	1550			1550		
Adj. R2	0,1205			0,3028		
Modell	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-5,35539	-3,54	0,0004	-7,06343	-8,64	<0,0001
Size	0,03849	0,89	0,3736	0,18175	7,77	<0,0001
ACAR <sub>MM</sub>	0,4154	8,86	<0,0001	0,23222	9,16	<0,0001
MeanSumWords	0,13744	3,96	<0,0001	0,14728	7,84	<0,0001
ScoreContent	0,26902	0,74	0,4575	0,12868	0,66	0,5112
DAccSys	0,65018	4,21	<0,0001	0,53562	6,41	<0,0001
DListing	0,59851	3,52	0,0004	0,67019	7,29	<0,0001
DFinance	-0,02548	-0,15	0,8833	-0,27109	-2,89	0,0039
TimeLag	-0,50297	-3,15	0,0017	-0,43562	-5,04	<0,0001
DEventType	-0,08082	-0,42	0,6711	0,0758	0,74	0,4615
DEarnPre	-0,28829	-1,42	0,1561	-0,22751	-2,07	0,0386
DIV	0,3692	2,08	0,0378	0,0677	0,7	0,4809
PERSCHGE	0,27331	1,02	0,3057	0,15672	1,09	0,2775
FINANC	0,58046	2,05	0,0405	0,60773	3,97	<0,0001
CURR	-0,01913	-0,13	0,8969	-0,15017	-1,88	0,0602
FORE	0,18032	1,47	0,1423	0,18277	2,75	0,006
MISC	0,47507	2,15	0,0315	0,25656	2,15	0,0317
N	1550			1550		
Adj. R2	0,1283			0,3285		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.22 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
ACAR <sub>MA</sub>	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
MeanSumWords	Natürlicher Logarithmus des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
ScoreContent	Natürlicher Logarithmus des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Urteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentcheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Die Regressionskoeffizienten der Variablen für Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung (MeanSumWords, ScoreContent) sind alle signifikant, weisen jedoch nicht das erwartete negative Vorzeichen auf. Das (prozentuale) abnormale Handelsvolumen ist somit für Unternehmen, über die mehr Artikel in der Börsen-Zeitung zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht werden und die eine höhere Publizitätsgüte vor der Ergebnisankündigung gemessen an den Urteilen des *Manager-Magazins* haben, höher als bei anderen Unternehmen. Bei den sonstigen Variablen ergeben sich keine wesentlichen Unterschiede im Vergleich zu den Regressionen bei Betrachtung der gesamten Untersuchungsstichproben (vgl. Tabelle 3.5). Bei Einführung der Variable MeanSumWords verliert die Variable für Unter-



nehmensgröße (Size) zum Teil ihren signifikanten Einfluss, was durch die hohe Korrelation der beiden Variablen zu erklären ist.<sup>147</sup>

Die Teilstichprobe der vorläufigen Jahresergebnisse, für die Daten aus der I/B/E/S-Datenbank vorhanden sind, wird darauf hin untersucht, ob die Variablen NUMEST (Anzahl der Analysten), RANGEEST (Reichweite der Analystenvorhersagen) und STDEV (Standardabweichung der Analystenvorhersagen) über die Unternehmensgröße und weitere Kontrollvariablen hinaus einen zusätzlichen Beitrag zur Erklärung der Aktienkursreaktionen leisten können. Da die Teilstichprobe der endgültigen Jahresergebnisse keine signifikanten Ergebnisse aufweist, werden diese nicht separat dargestellt. Die Anzahl der Analysten (NUMEST) scheint einen signifikanten, positiven Einfluss zu haben (vgl. Tabelle 3.23). Die Unternehmensgröße weist im Gegensatz zu den Analysen ohne die Berücksichtigung von NUMEST das erwartete negative Vorzeichen auf. Signifikant ist die Unternehmensgröße jedoch nur noch bei Verwendung der Variable  $ACAVO_{Med}$ . Im Gegensatz zur Untersuchung der Aktienkursreaktion weisen die Variablen für die Streuung der Analystenschätzungen STDEV und RANGEEST bei Verwendung von  $ACAVO_{Med}$  als abhängiger Variable einen signifikanten negativen Einfluss auf.

---

<sup>147</sup> Vgl. Tabelle 3.15.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.23**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung indirekter Maße für Unternehmenspublizität auf Grundlage von Analystendaten der I/B/E/S-Datenbank in den Jahren 2002 und 2003 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster (VOMean), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003						
Modell Variable	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-4,78373	-2,91	0,00390	-7,63271	-10,76	<0,0001
Size	-0,16823	-0,93	0,35130	0,03874	0,50	0,61920
ACAR <sub>MA</sub>	0,62138	4,09	<0,0001	0,32323	4,92	<0,0001
NUMEST	0,86759	3,04	0,00270	0,68057	5,51	<0,0001
DAccSys	-0,19161	-0,42	0,67680	0,37698	1,90	0,05870
DListing	0,18622	0,33	0,74300	0,15439	0,63	0,52940
DFinance	0,42065	0,75	0,45460	-0,06898	-0,28	0,77650
TimeLag	-0,27522	-0,82	0,41040	-0,20960	-1,45	0,14750
DIV	0,53629	1,29	0,19730	0,23733	1,32	0,18680
PERSCHGE	0,11465	0,16	0,87600	-0,14340	-0,45	0,65160
FINANC	1,76813	1,36	0,17630	1,07462	1,91	0,05770
CURR	0,27292	0,54	0,58830	0,51287	2,36	0,01930
FORE	0,53209	1,43	0,15430	0,13520	0,84	0,40170
MISC	0,94360	1,38	0,16920	0,45132	1,53	0,12830
N	252			252		
Adj R2	0,11620			0,39320		

Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003 mit mehr als einer Analystenschätzung (NUMEST)

Modell Variable	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-5,30167	-2,69	0,00780	-8,13565	-9,66	<0,0001
Size	0,13663	0,95	0,34520	0,29123	4,73	<0,0001
ACAR <sub>MA</sub>	0,73570	4,32	<0,0001	0,31362	4,31	<0,0001
STDEV	-0,43886	-2,43	0,01600	-0,09097	-1,18	0,23950
DAccSys	0,02721	0,05	0,95860	0,47333	2,12	0,03520
DListing	0,59573	0,99	0,32210	0,50286	1,96	0,05090
DFinance	0,44850	0,70	0,48570	-0,27660	-1,01	0,31380
TimeLag	-0,25594	-0,64	0,52260	-0,15397	-0,90	0,36760
DIV	0,53703	1,16	0,24570	0,32999	1,68	0,09510
PERSCHGE	0,28152	0,35	0,72540	-0,05260	-0,15	0,87770
FINANC	0,97335	0,63	0,52760	0,25570	0,39	0,69720
CURR	0,21597	0,40	0,69110	0,50313	2,17	0,03090
FORE	0,74702	1,79	0,07420	0,24437	1,38	0,17030
MISC	1,05299	1,37	0,17220	0,49245	1,50	0,13470
N	221			221		
Adj R2	0,08780			0,24500		

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

**Tabelle 3.23 (fortgesetzt)**

Modell	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-5,11000	-2,58	0,01050	-8,08390	-9,60	<0,0001
Size	0,19543	1,36	0,17550	0,30311	4,96	<0,0001
ACAR <sub>MA</sub>	0,72579	4,23	<0,0001	0,30947	4,24	<0,0001
RANGEEST	-0,36090	-1,94	0,05370	-0,06282	-0,79	0,42790
DAccSys	0,01262	0,02	0,98090	0,46551	2,08	0,03910
DListing	0,68046	1,13	0,26060	0,51911	2,02	0,04430
DFinance	0,37192	0,58	0,56370	-0,29793	-1,09	0,27730
TimeLag	-0,27348	-0,68	0,49670	-0,15970	-0,94	0,35080
DIV	0,53715	1,16	0,24820	0,33171	1,68	0,09420
PERSCHGE	0,25471	0,32	0,75180	-0,06082	-0,18	0,85900
FINANC	0,98913	0,64	0,52340	0,26711	0,41	0,68520
CURR	0,23346	0,43	0,66900	0,50887	2,19	0,02930
FORE	0,74034	1,76	0,07910	0,23920	1,34	0,18150
MISC	1,00861	1,31	0,19280	0,48032	1,46	0,14490
N	221			221		
Adj R2	0,07860			0,24220		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
ACAR <sub>MA</sub>	Natürlicher Logarithmus der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
STDEV	Natürlicher Logarithmus der Standardabweichung der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung
NUMEST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung
RANGEEST	Natürlicher Logarithmus der Differenz aus höchster und niedrigster Analystenschätzung bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NE-MAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

#### **3.2.7 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen**

Der für den Untersuchungszeitraum 2002 und 2003 festgestellte negative Einfluss der Anzahl an durch das Unternehmen veranlassten Artikeln in der Börsenzeitung außerhalb der Ereignisperiode als direktes Maß für Unternehmenspublizität bestätigt die Erkenntnisse von Kross/Schroeder (1988) und Shores (1990), die jedoch zum einen die Artikel im Wall Street Journal nicht auf vom Unternehmen veranlasste Artikel begrenzen und somit eher die öffentliche Bedeutung als die Unternehmenspublizität messen, bei denen zum anderen die Variable für die Anzahl der Artikel nur in der univariaten Analyse einen signifikanten Einfluss aufweist, der bei Berücksichtigung weiterer Einflussfaktoren nicht mehr auftritt. Der Einfluss der Anzahl an Artikeln in der Börsenzeitung kann auch für die Handelsvolumenreaktion festgestellt werden. Hier weisen die Ergebnisse jedoch auf ein positives Verhältnis zwischen Handelsvolumen und Anzahl an Artikeln hin. Die nicht mehr signifikante Variable für die Unternehmensgröße und die hohe Korrelation mit der Anzahl an Artikeln deutet darauf hin, dass die Anzahl an Artikeln in diesem Fall nicht adäquat die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung misst.

Der Publizitätsindex des *Manager-Magazins* als weiteres direktes Maß für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung weist keinen signifikanten Einfluss auf. Die Erkenntnisse von Bushee/Noe (2000), die den Publizitätsindex des AIMR verwenden, sowie von Berndsen (1979), der einen Einfluss eines selbst erstellten Publizitätsindexes in einer univariaten, auf Ball/Brown (1968) beruhenden Analyse feststellt, können für den deutschen Aktienmarkt nicht bestätigt werden. Der Median des Handelsvolumens in der Schätzperiode als indirektes Maß für Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung weist hingegen einen signifikanten negativen Einfluss auf die Aktienkursreaktion zusätzlich zur Unternehmensgröße auf.

Insgesamt deuten die Ergebnisse der Untersuchung zum Einfluss der Unternehmenspublizität vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt darauf hin, dass Unternehmen in der Lage sind, durch ein erhöhtes Ausmaß an Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung die Aktienkursreaktion auf die Ergebnisankündigung zu reduzieren.

Darüber hinaus können die beispielsweise von Shores (1990) und Imhoff/Lobo (1992) sowie von Atiase/Bamber (1994) und Chae (2005) dokumentierten Erkenntnisse, dass auf Analysenschätzungen beruhende Maße für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündi-

gung Einfluss auf Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktionen haben, für den deutschen Aktienmarkt zum Teil bestätigt werden.

#### **3.3 Sensitivitätsanalysen**

Um den Einfluss von Berechnungsmethoden deutlich zu machen, wurden die Ergebnisse der Regressionen für unterschiedliche abhängige Variablen dargestellt. Zur Erfassung der Aktienkursreaktion wurden ACAR sowohl auf Basis des Marktmodells als auch auf Basis des Modells der Marktadjustierung berechnet. Handelsvolumenreaktionen wurden sowohl unter Verwendung von absolutem kumuliertem abnormalem Handelsvolumen als auch von durchschnittlichem Handelsvolumen analysiert. Darüber hinaus wurden die Regressionen sowohl mit einem parametrischen Ansatz als auch mit einem nicht-parametrischen Ansatz auf Grundlage von Rängen für alle abhängigen und erklärenden Variablen außer für Dummyvariablen durchgeführt<sup>148</sup>.

Etwaige Veränderungen der Ergebnisse aufgrund der Berechnungsmethoden der abhängigen Variablen wurden oben bereits dokumentiert. Ebenso wurde in Jahres- und Quartalsergebnisse sowie vorläufige und endgültige Ergebnisse durch Bildung von Teilstichproben und durch Einführung von Dummyvariablen unterschieden. Die Regressionen wurden darüber hinaus mit unterschiedlichen Ereignisfenstern (ein bis sieben Tage) und unterschiedlichen Schätzfenstern wiederholt. Weiterhin wurde der HDAX als Markindex verwendet. Die Regressionsanalysen, die auf der diskreten Berechnungsmethode für Renditen beruhen, wurden unter Verwendung der stetigen Berechnungsmethode wiederholt. Darüber hinaus wurden die Variablen für die verwendeten Kanäle der Veröffentlichung ZB, PRESSE, ADHOC, TELE, PK, ANALYST, HV und INTER zusätzlich eingeführt. Keine dieser Variablen war signifikant.

Die Berechnung der Variable MeanSumWords erfolgte sowohl unter Berücksichtigung der Artikel der Börsen-Zeitung, die von Unternehmen veranlasst wurden (netto, wie dargestellt) als auch unter Berücksichtigung aller Artikel zu einem Unternehmen zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten (brutto). Neben der Verwendung der Gesamtzahl an Wörtern wurden Regressionen auch unter Einbeziehung der durchschnittlichen Anzahl an Wörtern pro Artikel sowie der Anzahl der Artikel durchgeführt.

---

<sup>148</sup> Die Ergebnisse ausgewählter Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang dargestellt.

### III. Einfluss der Unternehmenspublizität auf Kapitalmarktreaktionen

---

Schließlich wurden Regressionen für Teilstichproben mit positiven und negativen Ergebnisüberraschungen durchgeführt. Hierbei wurden nicht mehr die Absolutwerte der abhängigen Variablen verwendet, sondern CAR und CAVO respektive. Die Einteilung in Teilstichproben erfolgte sowohl auf Grundlage der I/B/E/S als auch der Reuters-Daten.

Keine der beschriebenen Maßnahmen führte zu wesentlich unterschiedlichen Ergebnissen.

## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

### 4.1 Theoretische Modelle und Entwicklung der Hypothesen

Neben dem Informationsgehalt von Ergebnisankündigungen und der Wirkung der Unternehmenspublizität auf Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion werden in dieser Arbeit Geld-Brief-Spannen („*bid-ask spreads*“) um den Ergebnisankündigungszeitpunkt untersucht. Die Geld-Brief-Spanne einer Aktie ist definiert als Differenz aus dem Geldkurs einer Aktie (*bid*), also dem Kurs zu dem eine Aktie verkauft werden kann, und dem darüber liegenden Briefkurs einer Aktie (*ask*), also dem Kurs, zu dem eine Aktie gekauft werden kann. Geld-Brief-Spannen gelten als Maß für die Liquidität einer Aktie und haben daher Bedeutung für die Kapitalkosten eines Unternehmens.<sup>149</sup>

Geld-Brief-Spannen setzen sich aus verschiedenen Komponenten zusammen. Die sogenannte *information asymmetry*-Komponente<sup>150</sup> der Geld-Brief-Spannen wird vom Ausmaß der Informationsasymmetrie beeinflusst. Dies wird an folgendem Beispiel deutlich: Auf einem Kapitalmarkt werden Anteile von Unternehmen gehandelt. Die Unternehmenswerte sind gleichverteilt in einer Spanne von Null bis 100. Aktienkäufe und -verkäufe werden ausschließlich über einen *market maker* abgewickelt. Mit der Wahrscheinlichkeit  $\pi$  handelt der *market maker* mit informierten Investoren, die Kenntnis über den wahren Wert des Unternehmens besitzen.  $\pi$  ist gleichverteilt in der Spanne von Null bis 1. Der *market maker* selbst ist uninformiert. Es wird weiterhin die Annahme getroffen, dass keine sonstigen Kosten für den *market maker* entstehen. Gibt es nur uninformierte Investoren, so wird der *market maker* bereit sein, Aktien eines Unternehmens zum Durchschnittspreis von 50 zu kaufen. Gäbe es nur informierte Investoren, so würde sich der *market maker* aus dem Handel zurückziehen, da er nur Verluste erleiden kann.

Sofern der *market maker* nicht weiß, ob er mit einem informierten oder uninformierten Investor handelt, hängen Geld- und Briefkurse von der Einschätzung des *market maker* über die Wahrscheinlichkeit des Handels mit informierten Investoren ab. Informierte Investoren werden nur dann Aktien eines Unternehmens verkaufen, wenn der wahre Wert des Unternehmens

---

<sup>149</sup> Vgl. Amihud/Mendelson (1986), p. 223; Diamond/Verrecchia (1991); Baiman/Verrecchia (1996).

<sup>150</sup> Die *information asymmetry*-Komponente wird auch *adverse selection cost*-Komponente genannt vgl. z.B. Krinsky/Lee (1996).

unter dem Geldkurs des *market maker* liegt. Die Obergrenze der Spanne möglicher Unternehmenswerte beim Handel mit informierten Investoren entspricht also dem Geldkurs. Da annahmegemäß die Untergrenze Null ist, ergibt sich aufgrund der Gleichverteilung der Unternehmenswerte ein Durchschnittspreis als arithmetisches Mittel aus Null und dem Geldkurs. Dieser muss mit der Wahrscheinlichkeit  $\pi$  des Handels mit informierten Investoren gewichtet werden. Hinzu kommt der gewichtete Durchschnittspreis von 50, der beim Handel mit uninformierten Investoren zustande kommt. Der Geldkurs  $PB$  lässt sich durch die folgende Formel ermitteln:

$$PB = \pi \frac{0 + PB}{2} + (1 - \pi)50$$

mit:

$PB =$  Geldkurs (*bid*) einer Aktie

$\pi =$  Wahrscheinlichkeit, dass ein *market maker* mit informierten Investoren, die Kenntnis über den wahren Wert des Unternehmens besitzen, handelt

Bei einer Wahrscheinlichkeit  $\pi$  von 0,2 ergibt sich beispielsweise ein Geldkurs  $PB$  von 44,44.

Eine ähnliche Überlegung lässt sich für den Briefkurs anstellen. Informierte Investoren werden nur bereit sein, Aktien zu kaufen, wenn der wahre Wert des Unternehmens über dem Briefkurs liegt. Die Untergrenze der Preisspanne beim Handel mit informierten Investoren entspricht also dem Briefkurs. Da annahmegemäß die Obergrenze 100 ist, ergibt sich aufgrund der Gleichverteilung der Unternehmenswerte ein Durchschnittspreis als arithmetisches Mittel aus dem Briefkurs und 100. Bei Unwissenheit des *market maker* über die Informiertheit seines Handelspartners lässt sich der Briefkurs nach folgender Formel berechnen:

$$PA = \pi \frac{PA + 100}{2} + (1 - \pi)50$$

mit:

$PA =$  Briefkurs (*ask*) einer Aktie

Bei einer Wahrscheinlichkeit  $\pi$  von 0,2 ergibt sich beispielsweise ein Briefkurs  $PA$  von 55,56. Die absolute Geld-Brief-Spanne beträgt in diesem Fall 11,12. Löst man beide Gleichungen nach dem Geld- bzw. Briefkurs auf, so erhält man:

$$PB = (1 - \pi) \frac{50}{(1 - \frac{\pi}{2})} \quad \text{und} \quad PA = \frac{50}{(1 - \frac{\pi}{2})}$$



Man erkennt leicht, dass  $PB = (1 - \pi)PA$ . Nach Umformung erhält man  $\frac{(PA - PB)}{PA} = \pi$ .

Hieran kann man erkennen, dass die absolute Geld-Brief-Spanne relativ zum Briefkurs unter den Modellannahmen nur von der Wahrscheinlichkeit des Handels mit informierten Investoren abhängt und sich mit steigendem  $\pi$  ausweitet. Die *information asymmetry*-Komponente der Geld-Brief-Spanne wird also vom Ausmaß der Informationsasymmetrie beeinflusst. Da vermutet werden kann, dass das Ausmaß der Informationsasymmetrie von der Unternehmenspublizität abhängig ist, wird in diesem Kapitel der Einfluss der Unternehmenspublizität auf Geld-Brief-Spannen untersucht.

Als Informationsasymmetrie bezeichnet man einen abweichenden Informationsstand zwischen Investoren oder zwischen Investoren und Unternehmensleitung in Bezug auf aktienkursrelevante Sachverhalte. Informationsasymmetrie zwischen Investoren entsteht, wenn einige Investoren überlegene Informationen bezüglich künftiger Ereignisse besitzen.<sup>151</sup> Man unterscheidet zwischen Investoren, die aufgrund von bestimmten, nicht öffentlich verfügbaren Informationen Kauf- und Verkaufsentscheidungen treffen („*informed trader*“), und Investoren, deren Handeln durch andere Motive geleitet wird („*liquidity trader*“).<sup>152</sup> *Informed trader* erreichen einen überlegenen Informationsstand beispielsweise durch ihre Funktion im oder Beziehung zum Unternehmen (Mitarbeiter, Wirtschaftsprüfer, Großaktionäre etc.) oder durch private Informationssuche (z.B. Fundamentalanalyse von Unternehmenszahlen). Ist ein Investor mit überlegenem Informationsstand in der Lage, die Aktienkursreaktion auf das Informationsereignis abzuschätzen, kann er durch Aktienhandel Überrenditen erzielen. Man kann daher erwarten, dass die private Informationssuche von Investoren vor kursrelevanten Informationsereignissen besonders stark ausgeprägt ist, was zu einer erhöhten Informationsasymmetrie führt. Ergebnisankündigungen eignen sich besonders zur Analyse der Informationsasymmetrie, da deren Zeitpunkt relativ genau prognostizierbar ist (vgl. Abschnitt 3.1.1) und sich gezeigt hat, dass diese kursbeeinflussendes Potenzial besitzen (vgl. Abschnitt 2.4.3.2).

Der Zusammenhang zwischen Informationsasymmetrie und Geld-Brief-Spannen wird von Glosten/Milgrom (1985) in einem theoretischen Modell gezeigt. Dabei stellen sie unter anderem eine Abhängigkeit der Geld-Brief-Spannen von der Qualität der *informed trader* zur Verfügung stehenden privaten Informationen fest.

---

<sup>151</sup> Vgl. z.B. Diamond/Verrecchia (1991).

<sup>152</sup> Vgl. Copeland/Galai (1983), p. 1458.

McNichols/Trueman (1994) und Demski/Feltham (1994) zeigen, dass sich private Informationssuche und damit Informationsasymmetrie vor Informationsereignissen erhöht und dass das Ausmaß der Informationsasymmetrie vom Informationsgehalt der veröffentlichten Information abhängig ist.

Hypothese 4a: Geld-Brief-Spannen von Aktienkursen sind in den Tagen vor einer Ergebnisankündigung weiter als an anderen Tagen.

Kim/Verrecchia (1994) zeigen in einem theoretischen Modell argumentieren, dass sich die Geld-Brief-Spannen nach der Ergebnisankündigung ausweiten, da bestimmte Marktteilnehmer wie institutionelle Investoren über überlegene Mittel zur Informationsverarbeitung und -beurteilung verfügen, aufgrund derer sie den Status eines *informed trader* erlangen und mit dem *market maker* zu dessen Nachteil Aktien handeln können.

Hypothese 4b: Geld-Brief-Spannen von Aktienkursen sind am Tag der Ergebnisankündigung und in den Tagen danach weiter als an anderen Tagen.

Wie bei der Begründung für Hypothese 2 ausgeführt, können Geld-Brief-Spannen auch am Tag der Ergebnisankündigung und an den Tagen danach aufgrund unterschiedlicher Informationsverarbeitungs- und -beurteilungsfähigkeiten der Investoren erhöht sein. Daher kann erwartet werden, dass auch die Qualität der Unternehmenspublizität bei der Ergebnisankündigung sowie weitere, zusammen mit der Ergebnisankündigung veröffentlichte Informationen Einfluss auf die Geld-Brief-Spanne haben.

Hypothese 4c: Geld-Brief-Spannen von Aktienkursen um den Zeitpunkt der Ergebnisankündigung werden von der Präzision der Ergebnisankündigung und von zusammen mit dem Periodenergebnis veröffentlichten Informationen beeinflusst.

Durch Unternehmenspublizität können Informationsasymmetrien auf dem Kapitalmarkt abgebaut werden und Unterschiede in den informationellen Grundlagen ausgeglichen werden. Publizität hat dann einen Einfluss auf Geld-Brief-Spannen, wenn sie die Wahrscheinlichkeit des Handels mit informierten Investoren verändert. Je mehr ein Unternehmen publiziert, umso

mehr öffentliche Informationen sind im Markt und umso schwieriger bzw. kostenintensiver ist es, durch private Informationssuche einen Informationsvorteil zu erlangen. Man kann auch argumentieren, dass Insider umso weniger Möglichkeiten zur Ausnutzung von Insiderinformationen besitzen, je mehr Insiderinformationen publiziert und damit öffentlich verfügbar werden. Mit verbesserter Unternehmenspublizität geht eine Reduzierung des Risikos für den *market maker* einher, die sich in einer Reduktion der Geld-Brief-Spannen ausdrückt.<sup>153</sup> Es kann also erwartet werden, dass Aktien von Unternehmen mit höherer Qualität der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung, niedrigere Geld-Brief-Spannen aufweisen als Aktien anderer Unternehmen.

Hypothese 4d: Je höher die Qualität und die Quantität der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung ist, umso geringer sind Geld-Brief-Spannen von Aktienkursen um den Zeitpunkt der Ergebnisankündigung.

#### ***4.2 Entstehung von Geld-Brief-Spannen am deutschen Aktienmarkt***

Die im vorangegangenen Abschnitt dargestellten theoretischen Modelle basieren auf der Annahme, dass Geld- und Briefkurse von *market maker* festgelegt werden. In diesem Abschnitt wird dargestellt, inwieweit der deutsche Aktienmarkt als *market maker*-System angesehen werden kann.

Die grundlegenden Aktienmarktmodelle sind das *market maker*-System und Auktionssystem<sup>154</sup>. Diese unterscheiden sich hinsichtlich der Methoden zur Preisfeststellung und Liquiditätssicherung.<sup>155</sup> Im *market maker*-System, welches auch Händlermarkt, Dealermarkt oder *continuous market* genannt wird,<sup>156</sup> handeln die Investoren mit einem oder mehreren *market maker*. Der *market maker* setzt verbindliche Kauf- und Verkaufspreise fest, zu denen die Investoren jederzeit Transaktionen durchführen können. Diese gibt er öffentlich oder auf Anfrage bekannt. Die Aktienkäufe und -verkäufe erfolgen auf eigene Rechnung des *market maker*.

---

<sup>153</sup> Vgl. Kim/Verrecchia (1994); Kim/Verrecchia (2001).

<sup>154</sup> Vgl. Pagano/Röell (1992).

<sup>155</sup> Vgl. Freihube/Kehr/Theissen 1999, S. 426; zur Unterscheidung von *market maker*- und Auktionssystem vgl. auch Wolff (2003), S. 37; Brunner (1996), S. 12.

<sup>156</sup> Vgl. Brunner (1996), S. 12.

Daher werden diese auch als Eigenhändler bezeichnet.<sup>157</sup> Da sich der *market maker* verpflichtet, jederzeit zu den von ihm festgesetzten Kursen zu handeln, ist die Liquidität der Aktien gesichert. Hierfür muss er einen ausreichend großen Vorrat an Aktien halten. Am gesamten Aktienmarkt ist eine Vielzahl von *market maker* tätig, die jeweils für einzelne Aktien verantwortlich sind.<sup>158</sup>

Beim Auktionssystem, auch als Anlegermarkt, Agentenmarkt oder *call market* bezeichnet,<sup>159</sup> findet der Handel zwischen Investoren direkt statt. Die einzelnen Kauf- und Verkaufsaufträge werden zentral erfasst, beispielsweise in einem elektronischen Orderbuch, und zu einem einheitlichen Preis ausgeführt. Die Aufgabe der Zusammenführung der Kauf- und Verkaufsaufträge wird durch einen Auktionator übernommen. Dieser handelt nicht auf eigene Rechnung, sondern ist für den Ausgleich der Aufträge und die Feststellung der Transaktionspreise zuständig. Der Auktionator tritt lediglich als ein Vermittler zwischen den einzelnen Marktteilnehmern auf, weswegen er auch als Intermediär bezeichnet wird.<sup>160</sup> Findet sich für einen Auftrag keine Gegenpartei, so kann keine Transaktion durchgeführt werden. Die Funktion des Auktionators wird für alle auf dem Aktienmarkt vertretenen Aktien durch eine Person wahrgenommen. Auktionsmärkte können danach unterschieden werden, ob der Ausgleich nur zu bestimmten Zeitpunkten (periodisch, sog. *call* oder *batch auction*) oder fortlaufend (kontinuierlich) stattfindet.<sup>161</sup> Bei periodischen Auktionen werden alle aufgelaufenen Orders zum vom Auktionator festgestellten Preis ausgeführt. Bei fortlaufenden Auktionen findet eine sofortige, automatische Ausführung des Auftrages statt, sobald ein kompatibler Gegenauftrag im Orderbuch vorhanden ist.<sup>162</sup>

Der Vorteil des *market maker*-Systems besteht in der sofortigen Ausführbarkeit von Kauf- und Verkaufsaufträgen. Im Gegensatz hierzu kommt beim Auktionssystem eine Transaktion nur dann zustande, wenn ein Transaktionspartner gefunden wird. Darüber hinaus ist die Ausführung eines Auftrags nicht sofort möglich, sofern nur zu bestimmten Zeitpunkten gehandelt wird. Allerdings hat dies auch zur Folge, dass die Variabilität der Kurse geringer ist, da ein-

---

<sup>157</sup> Vgl. Brunner (1996), S. 13.

<sup>158</sup> Vgl. Häcker (2003), S. 34.

<sup>159</sup> Vgl. Brunner (1996), S. 12.

<sup>160</sup> Vgl. Wolff (2003), S. 38.

<sup>161</sup> Vgl. z.B. Häcker (2003), S. 36; Wolff (2003), S. 39.

<sup>162</sup> Vgl. Pagano/Röell (1992), p. 613.

zelne Aufträge einen geringeren Einfluss auf den Preis besitzen. Weiterhin besitzen periodische Auktionsmärkte Kostenvorteile im Vergleich zu fortlaufenden Auktionsmärkten und *market maker*-Märkten. Ist in einem *market maker*-Markt nur ein *market maker* für eine Aktie verantwortlich (monopolistischer *market maker*-Markt), so kann eine Erhöhung der Transaktionskosten dadurch entstehen, dass der *market maker* die Geld-Brief-Spannen zum eigenen Vorteil ausweitet. Dieser Effekt wird reduziert, sobald mehrere *market maker* in einem Konkurrenzverhältnis zueinander agieren (oligopolistischer *market maker*-Markt).<sup>163</sup>

Kauf- und Verkaufsaufträge von Aktien können in unterschiedlichen Formen erfolgen. Die üblichsten Formen sind die Market Order und die Limit Order. Bei der Market Order wird der Auftrag sofort zum bestmöglichen Preis ausgeführt. Der Nachteil der Market Order liegt darin, dass dem Auftraggeber erst nach Durchführung der Transaktion der Preis genannt wird. Bei der Limit Order gibt der Auftraggeber einen bestimmten Preis an, zu dem der Auftrag ausgeführt werden soll, sofern nicht ein für ihn günstigerer Preis möglich ist. Limit Order werden nicht sofort ausgeführt, sondern in ein Orderbuch eingetragen. Die Order wird dann ausgeführt, sofern eine kompatible Gegenorder im Orderbuch enthalten ist.<sup>164</sup>

Der deutsche Aktienmarkt teilt sich in den Parketthandel an der Frankfurter Wertpapierbörse und an verschiedenen Regionalbörsen sowie den elektronischen Handel im XETRA-System auf. Vom gesamten Orderbuchumsatz an Aktien entfielen im Untersuchungszeitraum auf XETRA ca. 91%, auf den Parketthandel an der Frankfurter Wertpapierbörse ca. 6% und der Rest auf den Parketthandel der Regionalbörsen.<sup>165</sup> Die Dominanz von XETRA findet auch darin Ausdruck, dass die Deutsche Börse AG die Auswahlindizes (DAX, MDAX etc.) seit 1999 auf Basis der XETRA-Kurse berechnet.<sup>166</sup>

Beim XETRA-System handelt es sich um ein Hybridsystem, d.h. es kann keinem der oben dargestellten Aktienmarktmodelle eindeutig zugeordnet werden. XETRA (Exchange Electronic Trading) ist ein elektronisches Handelssystem. Marktteilnehmer können Kauf- und Verkaufsaufträge in ein offenes Orderbuch einstellen. Offen bedeutet, dass die Marktteilnehmer alle Orders mit den dazugehörigen Preisen und Stückzahlen einsehen können. Sobald zu einer

---

<sup>163</sup> Vgl. Brunner (1996), S. 13f; Freihube/Krahen/Theissen (2002).

<sup>164</sup> Vgl. Wolff (2003), S. 47.

<sup>165</sup> Vgl. Deutsche Börse AG (2003a) und Deutsche Börse AG (2004).

<sup>166</sup> Vgl. Freihube/Theissen (2001), p. 296.

Order ein passender Gegenauftrag eingestellt wird, werden diese automatisch gegeneinander ausgeführt. Der XETRA-Handel findet als fortlaufende Auktion statt. Zusätzlich werden täglich drei *batch auctions* durchgeführt.<sup>167</sup> Die Eröffnungs- und Schlussauktionen werden durchgeführt, um die Volatilität der Aktienkurse zu verringern.<sup>168</sup> Das XETRA-System lässt sich als kontinuierliche Auktion mit offenem Orderbuch<sup>169</sup> oder „disintermediated auction market“<sup>170</sup> bezeichnen. Hiermit wird versucht, die Vorteile von *market maker*- und Auktionssystemen zu verbinden.

Unternehmen, deren Aktien in den Auswahlindizes der Deutschen Börse enthalten sind, sind verpflichtet, für den elektronischen Handel in XETRA so genannte Designated Sponsors zur beauftragen, sofern bestimmte Liquiditätsanforderungen nicht erfüllt werden.<sup>171</sup> Designated Sponsors nehmen die Funktion von *market maker* ein.<sup>172</sup> Sie geben verbindliche Geld- und Briefkurse für die drei *batch auctions* bzw. während des fortlaufenden Handels auf Anfrage an.<sup>173</sup> Das Konzept der Designated Sponsors ist im Rahmen des Neuen Marktes am deutschen Aktienmarkt eingeführt worden und neben dem Leitfaden Aktienindizes auch für das Börsensegment SMAX übernommen worden.<sup>174</sup> Designated Sponsors haben die Aufgabe zusätzliche Liquidität durch Quotierung von Geld-Brief-Spannen bereitzustellen.<sup>175</sup> Geld-Brief-Spannen ergeben sich in XETRA also zum einen aus der Differenz zwischen höchsten Kauf- und niedrigsten Verkaufsaufträgen im Orderbuch, zum anderen aus den von *market maker* festgelegten Spannen.<sup>176</sup>

Beim Parketthandel der Frankfurter Wertpapierbörse handelt es sich um ein Auktionssystem. Investoren übermitteln Kauf- und Verkaufsaufträge an den Auktionator, der als Kursmakler<sup>177</sup>

---

<sup>167</sup> Vgl. z.B. Kühle (2000), p. 67; Wolff (2003), S. 44.

<sup>168</sup> Vgl. Wolff (2003), S. 44.

<sup>169</sup> Vgl. Grammig/Schiereck/Theissen (2000), S 627.

<sup>170</sup> Schmidt/Treske (2002), p. 208

<sup>171</sup> Im Untersuchungszeitraum war dies für alle Unternehmen, die nicht dem DAX angehörten, der Fall.

<sup>172</sup> Vgl. z.B. Freihube/Theissen (2001), p. 299; Häcker (2003), S. 93.

<sup>173</sup> Vgl. Leuz (2003), S. 452.

<sup>174</sup> Vgl. Abschnitt 3, Ziffer 4 RWNM (zwei Designated Sponsors), Ziffer 3.3 SMAX-T (ein Designated Sponsor), Abschnitt 2.2.1 Leitfaden Aktienindizes Version 4.6 (ein Designated Sponsor, gilt nicht für DAX).

<sup>175</sup> Vgl. Freihube (2003), S. 10.

<sup>176</sup> Vgl. Leuz (2003), p. 452.

<sup>177</sup> Vgl. <http://deutsche-boerse.com>.

oder Skontroführer<sup>178</sup> bezeichnet wird. Der Kursmakler erfasst die Order zentral in einem elektronischen Orderbuch, das nur ihm zugänglich ist (geschlossenes Orderbuch). Im Gegensatz zum reinen Auktionsmodell besitzt der Kursmakler im Parketthandel der Frankfurter Wertpapierbörse die Möglichkeit, auf eigene Rechnung zu handeln. Auf diese Weise können Differenzen zwischen Angebot und Nachfrage ausgeglichen werden, was zu einer Erhöhung der Liquidität führt.<sup>179</sup> Der Handel beginnt mit einer Eröffnungsauktion. Danach startet der fortlaufende Handel, der wiederum von einer Auktion am Nachmittag und zum Handelschluss unterbrochen wird.<sup>180</sup> Der Kursmakler stellt Geld- und Briefkurse, die entweder aus den eingegangenen Aufträgen oder aus eigenen Kauf- und Verkaufswünschen resultieren. Die Feststellung der Preise richtet sich nach dem Börsengesetz und der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse. Der Kursmakler hat als Aktienkurs denjenigen Kurs festzustellen, bei dem unter Beachtung der aktuellen Geschäftslage ein größtmöglicher Umsatz bei gleichzeitig größtmöglichem Ausgleich von Angebot und Nachfrage stattfindet (Meistausführungs- oder Überhangminimierungsprinzip).<sup>181</sup> Zur Ermittlung der Eröffnungs- und Schlusskurse werden Auktionen durchgeführt, für die Kauf- und Verkaufsaufträge gesammelt werden. Die Auktion während des Handelstages dient insbesondere dem Handel von Aktien geringer Liquidität. Der Kursmakler wird durch die so genannte Courtage für seine Tätigkeit entlohnt. Die Aufträge im Orderbuch determinieren eine als Buchspanne bezeichnete Geld-Brief-Spanne, die durch den höchstlimitierten Kaufauftrag und den niedrigstlimitierten Verkaufsauftrag bestimmt wird.<sup>182</sup>

Im Gegensatz zu XETRA hat der Parketthandel den Nachteil, dass wegen des geschlossenen Orderbuchs die Markttransparenz reduziert ist. Darüber hinaus resultieren durch die Tätigkeit des Kursmaklers höhere Transaktionskosten. Ein Vorteil des Parketthandels kann darin liegen, dass der Kursmakler einen diskretionären Spielraum bei der Feststellung der Preise besitzt. Dies ermöglicht ihm, Preise je nach Transaktionspartner zu differenzieren. Ist der Kursmakler beispielsweise der Auffassung, dass eine Order von einem besser informierten Transaktionspartner stammt, so kann er die Preise entsprechend anpassen. Auf diese Weise können

---

<sup>178</sup> Vgl. § 25ff. BörsG.

<sup>179</sup> Vgl. Freihube/Kehr/Krahen/Theissen (1999), S. 426.

<sup>180</sup> Vgl. Freihube/Theissen (2001), p. 298.

<sup>181</sup> Vgl. Freihube (2003), S. 31.

<sup>182</sup> Vgl. Freihube/Kehr/Theissen 1999, S. 440.

die Kosten adverser Selektion reduziert werden.<sup>183</sup> Dies ist in XETRA nicht möglich, da dort der Handel vollständig anonym abläuft.<sup>184</sup> Als Vorteil von XETRA lässt sich dagegen anführen, dass der Handel ortsungebunden ist, was zu einer Erhöhung des Handelsvolumens führen kann.<sup>185</sup> Die eindeutige Dominanz des XETRA-Handels in Bezug auf Börsenumsatz lässt vermuten, dass die Vorteile des Parketthandels die Nachteile nicht aufwiegen können.

Der Handel in XETRA, dessen Preise in dieser Studie verwendet werden, ist nicht als reiner *market maker*-Markt anzusehen. Geld- und Briefkurse im elektronischen Orderbuch des XETRA ergeben sich zum einen aus Kauf- und Verkaufsaufträgen der einzelnen Marktteilnehmer sowie aus den *quotes* der als *market maker* fungierenden Designated Sponsors.<sup>186</sup> Geld-Brief-Spannen setzen sich aus verschiedenen Komponenten zusammen. Für die Analyse der Unternehmenspublizität ist die *information asymmetry*-Komponente von primärem Interesse. Der Aufbau des Aktienhandels in XETRA erscheint für eine Analyse der *information asymmetry*-Komponente als besonders geeignet, da *quotes* nicht nur von einem *market maker*, sondern von vielen Marktteilnehmern eingestellt werden und daher erwartet werden kann, dass die *holding cost*-Komponente, d.h. die Vergütung des *market maker* für das Halten eines nicht optimalen Portfolios von Aktien<sup>187</sup>, geringer als in reinen *market maker*-Systemen ist. Des Weiteren ist zu vermuten, dass die *order processing cost*-Komponente der Geld-Brief-Spannen aufgrund der separaten Vergütung der Designated Sponsors durch die beauftragenden Unternehmen gering ist.<sup>188</sup>

### ***4.3 Reaktion von Geld-Brief-Spannen auf Ergebnisankündigungen***

#### **4.3.1 Referenzuntersuchungen**

Der Einfluss von Ergebnisankündigungen auf Informationsasymmetrien wurde in einer Reihe empirischer Untersuchungen belegt.<sup>189</sup> Die Ergebnisse dieser Studien werden im Folgenden

---

<sup>183</sup> Vgl. Theissen (1998), S. 173.

<sup>184</sup> Vgl. Theissen (1998), S. 171; Freihube/Theissen (2001), p. 298; Schmidt/Treske (2002), p. 208.

<sup>185</sup> Vgl. Theissen (1998), S. 172.

<sup>186</sup> Vgl. Leuz (2003), p. 452.

<sup>187</sup> Vgl. Ho/Stoll (1981).

<sup>188</sup> Vgl. Leuz (2003), p. 454.

<sup>189</sup> Eine tabellarische Übersicht über Untersuchungen zu Geld-Brief-Spannen ist im Anhang (Tabelle A.5) enthalten.



vorgestellt. Morse/Ushman (1983) untersuchen den Zusammenhang zwischen der Ankündigung von Quartalsgewinnen sowie großen Aktienkursänderungen und prozentualen sowie absoluten Geld-Brief-Spannen. Während sie an Tagen der Ankündigung von Quartalsgewinnen keine signifikante Veränderung der Geld-Brief-Spannen feststellen können, gelingt dies an Tagen großer Aktienkursänderungen.

Copeland/Galai (1983) zeigen in einem theoretischen Modell, dass Geld-Brief-Spannen eine positive Funktion von Aktienkurshöhe sowie Renditevarianz und eine negative Funktion von Maßen der Marktaktivität, Tiefe und Kontinuität sind und mit dem Grad des Wettbewerbs zwischen verschiedenen *market maker* negativ korreliert sind.

Venkatesh/Chiang (1986) verwenden Ergebnis- und Dividendenankündigungen und unterscheiden dabei zwischen gleichzeitigen, ersten und nachfolgenden Ankündigungen. Sie stellen fest, dass sich relative Geld-Brief-Spannen vor nachfolgenden Ankündigungen erhöhen, wohingegen vor gleichzeitigen und ersten Ankündigungen keine signifikante Erhöhung feststellbar ist. Neben „rohen“ relativen Geld-Brief-Spannen werden auch um die *inventory holding cost*-Komponente bereinigte Spannen verwendet.

Skinner (1993) stellt eine Ausweitung der Spannen nach Ergebnisankündigungen mit großen Ergebnisüberraschungen und im Falle schlechter Nachrichten fest. Lee/Mucklow/Ready (1993) belegen auf *intraday*-Basis die Abhängigkeit der Geld-Brief-Spannen von der Handelstiefe<sup>190</sup>, d.h. der Anzahl an Aktien, die der *market maker* zu handeln bereit ist. Sie stellen unter Berücksichtigung des Handelsvolumens eine Reduzierung der Spannen – absolut und prozentual – vor Quartalsergebnisankündigungen und eine kurzfristige Ausweitung der Spannen nach der Ankündigung fest.

Krinsky/Lee (1996) belegen auf *intraday*-Basis, dass die *information asymmetry*-Komponente der prozentualen Geld-Brief-Spannen um den Ankündigungszeitpunkt von Quartalsergebnissen herum ansteigen, während die *inventory holding cost*- und die *order processing cost*-Komponente der Spannen sinkt. Sie führen die teilweise gemischten Ergebnisse früherer empirischer Untersuchungen, die im Wesentlichen die gesamten Geld-Brief-Spannen ohne explizite Berücksichtigung der einzelnen Komponenten untersuchten, darauf zurück, dass die Reaktionen der einzelnen Komponenten der Geld-Brief-Spanne gegenläufig sind.

---

<sup>190</sup> Wird bisweilen auch als Quotierungsvolumen bezeichnet.

Libby/Mathieu/Robb (2002) analysieren Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt relativ zu den durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen in einem Zeitraum ohne Informationsereignisse sowie die Handelstiefe auf dem kanadischen Aktienmarkt auf *intraday*-Basis. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass Geld-Brief-Spannen vor Ergebnisankündigung größer sind und die Handelstiefe geringer ist als danach. Sie unterscheiden dabei zwischen Jahres- und Quartalsergebnissen.

Empirische Studien am deutschen Aktienmarkt, die das Verhalten von Geld-Brief-Spannen zum Zeitpunkt von Ergebnisankündigungen untersuchen, sind dem Autor zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Arbeit nicht bekannt.

### 4.3.2 Ermittlung der Geld-Brief-Spannen

Die am häufigsten verwendete Methode zur Berechnung der Geld-Brief-Spannen ist die prozentuale Methode. Prozentuale Geld-Brief-Spannen sind wie folgt definiert:

$$BidAsk_{percit} = \frac{2 \cdot (PA_{it} - PB_{it})}{(PA_{it} + PB_{it})}$$

mit:

$BidAsk_{percit}$  = prozentuale Geld-Brief-Spanne der Aktie i am Tag t

$PA_{it}$  = Briefkurs (*ask*) der Aktie i zum Zeitpunkt t

$PB_{it}$  = Geldkurs (*bid*) der Aktie i zum Zeitpunkt t

Zum Teil werden in Studien auch absolute Geld-Brief-Spannen verwendet. Zu Vergleichszwecken werden die folgenden Analysen sowohl mit prozentualen als auch mit absoluten Geld-Brief-Spannen durchgeführt. Absolute Geld-Brief Spannen sind definiert als:

$$BidAsk_{absit} = (PA_{it} - PB_{it})$$

mit:

$BidAsk_{absit}$  = absolute Geld-Brief-Spanne der Aktie i am Tag t

Bei den Geld- und Briefkursen handelt es sich um *quotes* zum Handelsschluss. *Quotes* sind in das Orderbuch eingestellte, verbindliche Kauf- und Verkaufsangebote, bestehend aus Volumen und Preis. Datengrundlage ist Datastream.<sup>191</sup>

---

<sup>191</sup> Den von Datastream zu Verfügung gestellten Geld- und Briefkursen liegt folgende Definition zugrunde: "PB is the bid price offered at close of market (or more recently, where real-time information is available). PA is the asking price quoted at close of market (or more recently, where real-time information is available)." Für

### 4.3.3 Beurteilung der Reaktion auf Ergebnisankündigungen

#### 4.3.3.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Zur Beurteilung des Verhaltens der Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt (Hypothese 4a und 4b) werden die gleichen Testverfahren wie bei der Beurteilung des Informationsgehaltes (vgl. Abschnitte 2.4.3.1 und 2.5.3.1) verwendet. Für die absolute abnormale Rendite (AAR) wird die prozentuale Geld-Brief-Spanne  $BidAsk_{percit}$  eingesetzt. Null- und Alternativhypothese ( $H_0$  und  $H_1$ ) werden wie folgt formuliert:

$H_0$ : Die prozentuale Geld-Brief-Spanne ( $BidAsk_{per}$ ) des Portfolios am Ergebnisankündigungstag ( $t=0$ ) ist nicht geringer als die durchschnittliche prozentuale Geld-Brief-Spanne des Portfolios in der Schätzperiode.

$H_1$ : Die prozentuale Geld-Brief-Spanne ( $BidAsk_{per}$ ) des Portfolios am Ergebnisankündigungstag ( $t=0$ ) ist geringer als die durchschnittliche prozentuale Geld-Brief-Spanne des Portfolios in der Schätzperiode.

#### 4.3.3.2 Empirische Ergebnisse

Tabelle 4.1 stellt die Ergebnisse der Hypothesentests zur Beurteilung des Verhaltens der Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt dar. Es wird deutlich, dass die durchschnittlichen prozentualen Geld-Brief-Spannen der Untersuchungsstichprobe nur bei Verwendung der Teststatistik 2 auf dem 1%-Niveau signifikant niedriger sind als an den Tagen der Schätzperiode. Auf dem 5%-Niveau weisen auch die Werte der auf Rängen basierenden Teststatistik 3 signifikant niedrigere Werte am Tag der Ergebnisankündigung sowie am zweiten und dritten Tag nach der Ergebnisankündigung auf. Hieraus ergeben sich Hinweise darauf, dass durch die Ergebnisankündigung Informationsasymmetrien reduziert werden. Dies bestätigt Hypothese 4a und steht im Widerspruch zu Hypothese 4b, nach der Geld-Brief-Spannen am Tag der Ergebnisankündigung ansteigen.

**Tabelle 4.1**

Durchschnittliche prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{perc}$ ) der Untersuchungsstichprobe an den Tagen  $t$  relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt ( $t=0$ ) in den Jahren 2002 bis 2006 und T-Werte der Teststatistiken T1, T2 und T3 unter Verwendung eines zweiseitigen T-Tests für die gesamte Untersuchungsstichprobe ( $N = 3590$ ), auf dem 1%-Niveau signifikante Werte sind grau hinterlegt, auf dem 5%-Niveau signifikante Werte sind fett gedruckt

t	$BidAsk_{perc}$	T1	T2	Rang ( $BidAsk_{perc}$ )	T3
-10	0,009076	-0,368764	-6,947574	-7,327654	-1,070162
-9	0,010946	0,283327	-2,688567	-5,238202	-0,765009
-8	0,009282	-0,297012	-6,818997	-7,857642	-1,147563
-7	0,008547	-0,553210	-7,002527	-7,025119	-1,025978
-6	0,009263	-0,303647	-5,834634	-7,022486	-1,025594
-5	0,008371	-0,614435	-8,073782	-9,241625	-1,349686
-4	0,008476	-0,577916	-6,608528	-7,797490	-1,138779
-3	0,010120	-0,004739	<b>-2,008434</b>	-7,369553	-1,076281
-2	0,010107	-0,009315	-4,596628	-10,718802	-1,565419
-1	0,009501	-0,220720	-8,351647	-10,068619	-1,470464
0	0,009109	-0,357381	-9,926174	-12,855828	<b>-1,877520</b>
1	0,009732	-0,139976	-6,700107	-9,425167	-1,376492
2	0,009443	-0,240949	-10,088313	-12,084031	<b>-1,764803</b>
3	0,008589	-0,538650	-13,157753	-11,992048	<b>-1,751370</b>
4	0,009513	-0,216486	-13,507574	-10,282645	-1,501721
5	0,010669	0,186660	-3,575030	-8,357961	-1,220632
6	0,009490	-0,224475	-8,500566	-10,179559	-1,486666
7	0,009549	-0,203775	-8,015441	-9,245803	-1,350296
8	0,008451	-0,586771	-8,203024	-9,565278	-1,396954
9	0,009269	-0,301280	-7,227573	-9,189650	-1,342096
10	0,008687	-0,504394	-13,499526	-8,350028	-1,219474

### 4.3.4 Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen

#### 4.3.4.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Nach der Beurteilung des Verhaltens der Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt werden verschiedene Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen untersucht. Die Bedeutung der Einflussfaktoren wird anhand einer den Untersuchungszeitraum umfassenden, gepoolten Querschnittsregression analysiert. Es werden sowohl Regressionen für prozentuale als auch absolute Geld-Brief-Spannen durchgeführt. Das Regressionsmodell besitzt die folgende Grundform:

$$BidAsk_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

mit:

i =	Ergebnisankündigung des Unternehmens i
BidAsk <sub>i</sub> =	Geld-Brief-Spanne der Aktie des Unternehmens i am Tag der Ergebnisankündigung
α =	nicht von erklärenden Variablen abhängige Komponente der Geld-Brief-Spanne
N =	Anzahl der erklärenden Variablen im Regressionsmodell
β <sub>k</sub> =	Maß der Abhängigkeit der Geld-Brief-Spanne des Unternehmens i von den erklärenden Variablen
X <sub>ik</sub> =	Ausprägung der erklärenden Variable X <sub>k</sub> am Tag der Ergebnisankündigung des Unternehmens i
u <sub>i</sub> =	Fehlerterm der Regression des Ereignisses i

Hierbei wird ein Untersuchungszeitraum von zwölf Tagen vor bis zwei Tage nach dem Ergebnisankündigungstag verwendet ( $t \in [-12;2]$ ). Hierdurch werden die Geld-Brief-Spannen in der Ereignisperiode in die Regression integriert. Es wird die Dummyvariable DEvtPer neu eingeführt, anhand derer gemessen werden soll, ob sich die Geld-Brief-Spannen am Ergebnisankündigungstag und 2 Tage davor und danach anders verhalten als an den übrigen Tagen des Untersuchungszeitraums. Durch dieses Vorgehen wird ein Vergleich mit den Ergebnissen der Untersuchung von Yohn (1998) ermöglicht. Zur Kontrolle, ob die Berücksichtigung mehrerer Beobachtungen für eine Ergebnisankündigung Einfluss auf die Ergebnisse hat, werden die Regressionen zusätzlich nur für Beobachtungen am Ergebnisankündigungstag wiederholt.<sup>192</sup> Folgende weitere, in früheren Untersuchungen verwendete Variablen werden berücksichtigt:

*Liquidität (VO)*: Die Kosten eines *market maker* für die Vorratshaltung von Aktien, die sich in der sog. *inventory holding cost*-Komponente der Geld-Brief-Spannen ausdrücken, hängen von der Liquidität einer Aktie ab, da bei einer hohen Liquidität Suboptimalitäten im Portfolio des *market maker* schneller ausgeglichen werden können als bei niedriger Liquidität. Daher wird das Stückhandelsvolumen als Näherungsgröße für Liquidität in die Regression aufgenommen. Das Handelsvolumen wurde auch in den Studien von Lee/Mucklow/Ready (1993), Welker (1995), Yohn (1998), Healy/Hutton/Palepu (1999), Leuz/Verrecchia (2000), Leuz (2003), Affleck-Graves/Callahan/Chipalkatti (2002) und Acker/Stalker/Tonks (2002) als un-

---

<sup>192</sup> Beispielhaft werden die Ergebnisse für die Kleinstquadrat-Regression zur Beurteilung des Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion im Anhang (Tabelle 16) dargestellt.

abhängige Variable verwendet. Bei hoher Liquidität werden niedrige Geld-Brief-Spannen erwartet.

*Aktienkurs- bzw. Renditevariabilität ( $AR_{MASqr}$ ):* Die *inventory holding cost*-Komponente der Geld-Brief-Spanne ist umso größer, je stärker sich die Aktienkurse verändern, während der *market maker* die Aktien hält, da sich dadurch dessen Risiko erhöht. Daher wurden unter anderem von Welker (1995), Yohn (1998), Leuz/Verrecchia (2000), Affleck-Graves/Callahan/Chipalkatti (2002) und Acker/Stalker/Tonks (2002) Variablen zur Messung der Aktienkurs- bzw. Renditevariabilität verwendet. Die Renditevariabilität wird durch die quadrierte abnormale Rendite an einem Tag unter Verwendung des Modells der Marktadjustierung approximiert. Es wird ein positiver Zusammenhang zwischen Renditevariabilität und Geld-Brief-Spannen erwartet.

*Aktienkurshöhe ( $P$ ):* Die Aktienkurshöhe wurde von Venkatesh/Chiang (1986), Yohn (1998), Healy/Hutton/Palepu (1999), Leuz (2003), Leuz/Verrecchia (2000) und Affleck-Graves/Callahan/Chipalkatti (2002) als unabhängige Variable verwendet. Begründungen für die Einbeziehung des Aktienkurses als unabhängige Variable beruhen auf Fixkosten- und Preisrisikoüberlegungen sowie auf der Praxis an US-amerikanischen Börsen, Aktienkurse in Achtel- bzw. Sechzehntel-Dollar-Beträgen anzugeben.<sup>193</sup> Die relativen Kosten des *market maker* sinken mit steigendem Aktienkurs, weshalb ein negativer Zusammenhang mit prozentualen Geld-Brief-Spannen erwartet wird.

*Branche ( $D_{Finance}$ ,  $D_{Listing}$ ) und Zeitverzögerung ( $TimeLag$ ):* Wie bei der Untersuchung der Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion werden Variablen für die Branchenzugehörigkeit sowie für die Zeitverzögerung der Ergebnisankündigung, d.h. die Differenz zwischen Ankündigungszeitpunkt und Stichtag der Berichtsperiode, berücksichtigt. Eine entsprechende Kontrolle wurde in früheren Untersuchungen nach dem Wissen des Verfassers nicht durchgeführt.<sup>194</sup>

---

<sup>193</sup> Vgl. Stoll (1978).

<sup>194</sup> Eine Ausnahme bildet die Berücksichtigung der Zeitverzögerung durch Affleck-Graves/Callahan/Chipalkatti (2002).

4.3.4.2 Empirische Ergebnisse

Im Folgenden wird dargestellt, inwieweit Faktoren, die in früheren Untersuchungen Einfluss auf Geld-Brief-Spannen hatten, auch im Rahmen dieser Untersuchung von Bedeutung sind. Tabelle 4.2 gibt einen Überblick über die Verteilung der Variablen. Die Verteilung wird sowohl für prozentuale als auch für absolute Geld-Brief-Spannen als abhängige Variablen angegeben. Die Verteilung der Variablen wird für die gesamte Untersuchungsstichprobe dargestellt.<sup>195</sup>

**Tabelle 4.2**

Verteilung der abhängigen und erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006

Gesamte Untersuchungsstichprobe							
Variable	N	Mean	Median	25%	75%	Min	Max
BidAsk <sub>perc</sub>	3590	0,00908	0,00515	0,00205	0,01113	0,00000	0,38565
BidAsk <sub>abs</sub>	3590	0,14517	0,08000	0,04000	0,18000	0,00000	4,37000
P	3590	26,13	18,14	9,51	34,08	0,29	319,51
VO	3590	0,00771	0,00342	0,00090	0,00898	0,00000	0,49179
AR <sub>MA</sub> Sqr	3590	0,00262	0,00045	0,00008	0,00178	0,00000	0,29861
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen							
BidAsk <sub>perc</sub>	Prozentuale Geld-Brief-Spanne; Differenz von Geld- und Briefkurs relativ zum arithmetischen Mittel aus Geld- und Brief-Kurs						
BidAsk <sub>abs</sub>	Absolute Geld-Brief-Spanne; Differenz von Geld- und Briefkurs						
P	Aktienkurs						
VO	Prozentuales Handelsvolumen einer Aktie						
AR <sub>MA</sub> Sqr	Quadierte abnormale Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung						

Wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion lässt sich feststellen, dass die arithmetischen Mittel (Mean) der Verteilungen größer sind als die Mediane. Weiterhin lässt sich feststellen, dass sowohl Median als auch arithmetisches Mittel der Verteilung von BidAsk<sub>abs</sub> höher liegen als bei BidAsk<sub>perc</sub>, da bei BidAsk<sub>abs</sub> keine Standardisierung durchgeführt wird.

In Tabelle 4.3 werden Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen dargestellt. Die höchsten Korrelationen bestehen zwischen der Variablen Size und P sowie Size und VO. Aufgrund der starken

<sup>195</sup> Eine Betrachtung der Variablenverteilungen getrennt nach Quartals- und Jahresergebnissen sowie nach endgültigen und vorläufigen Periodenergebnissen wurde durchgeführt. Wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion ergaben sich hierbei keine wesentlichen Unterschiede. Die Ergebnisse werden daher nicht dargestellt.

#### IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

theoretischen Fundierung und der nachgewiesenen Bedeutung in früheren Untersuchungen, werden die Variablen P und VO in den folgenden Regressionen dennoch berücksichtigt.

**Tabelle 4.3**

Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten der erklärenden Variablen zum Ereigniszeitpunkt im Rahmen der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006, P-Werte sind kursiv gedruckt und basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt						
	P	VO	AR <sub>MA</sub> Sqr	DListing	DFinance	TimeLag
Size	0,60837 <i>&lt;0,0001</i>	0,40057 <i>&lt;0,0001</i>	-0,17260 <i>&lt;0,0001</i>	-0,25518 <i>&lt;0,0001</i>	0,16320 <i>&lt;0,0001</i>	-0,18429 <i>&lt;0,0001</i>
P		0,23945 <i>&lt;0,0001</i>	-0,17895 <i>&lt;0,0001</i>	-0,27406 <i>&lt;0,0001</i>	0,06776 <i>&lt;0,0001</i>	-0,12347 <i>&lt;0,0001</i>
VO			0,09493 <i>&lt;0,0001</i>	0,02457 <i>&lt;0,0001</i>	0,00687 <i>0,10870</i>	-0,16423 <i>&lt;0,0001</i>
AR <sub>MA</sub> Sqr				0,11906 <i>&lt;0,0001</i>	-0,02923 <i>&lt;0,0001</i>	0,03424 <i>&lt;0,0001</i>
DListing					-0,16879 <i>&lt;0,0001</i>	-0,08237 <i>&lt;0,0001</i>
DFinance						0,02269 <i>&lt;0,0001</i>
Bezeichnung und Beschreibung der Variablen						
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.					
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses					
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie					
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung					
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0					
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0					
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens					

In Tabellen 4.4 werden die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Analyse der Einflussfaktoren getrennt nach den abhängigen Variablen BidAsk<sub>perc</sub> und BidAsk<sub>abs</sub> dargestellt. Wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion gehen alle Nicht-Dummyvariablen mit ihrem natürlichen Logarithmus in die Regressionen ein. Weiterhin werden die Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen berechnet.<sup>196</sup>

<sup>196</sup> Die Ergebnisse sind im Anhang (Tabelle A.14) dargestellt.



## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.4**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell Variable	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,59513	-99,83	<0,0001	-3,25980	-102,54	<0,0001
Size	-0,30271	-119,25	<0,0001	-0,26898	-120,04	<0,0001
P	-0,16283	-36,31	<0,0001	0,71695	181,09	<0,0001
VO	-0,17219	-96,01	<0,0001	-0,15437	-97,51	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,04887	38,25	<0,0001	0,04348	38,55	<0,0001
DListing	-0,06192	-6,98	<0,0001	-0,05173	-6,60	<0,0001
DFinance	-0,00563	-0,58	0,55940	-0,00984	-1,16	0,24770
TimeLag	0,02301	3,19	0,00140	0,02021	3,17	0,00150
DEvtPer	-0,00458	-0,61	0,54070	-0,00305	-0,46	0,64490
DEarnPre	0,02113	2,22	0,02650	0,01793	2,13	0,03300
DEventType	0,09487	8,30	<0,0001	0,08635	8,56	<0,0001
N	53850			53850		
Adj. R2	0,56160			0,48420		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Es zeigt sich, dass Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt umso geringer ist je größer – gemessen an der Marktkapitalisierung (Size) – das Unternehmen ist, das die Periodenergebnisse veröffentlicht. Informationsasymmetrien scheinen somit für große Unternehmen geringer zu sein als für kleine Unternehmen. Die Variable für Handelsvolumen VO ist signifikant und besitzt das erwartete negative Vorzeichen. Dies lässt sich dadurch erklären, dass der *market maker* bei höherer Liquidität in der Lage ist, suboptimale Aktienbestände schneller auszugleichen. Damit sinkt sein Risiko, was zu einer Reduzierung der Geld-Brief-

Spannen führt. Das Preisrisiko des *market maker*, das sich unter anderem in der Renditevariabilität ausdrückt, wird durch die Variable  $AR_{MA}Sqr$  erfasst. Dies korrespondiert mit den signifikanten positiven Regressionskoeffizienten für diese Variable. Die Regressionskoeffizienten der Variable  $P$  sind signifikant und haben im Falle der prozentualen Geld-Brief-Spannen wie erwartet ein negatives Vorzeichen. Dies lässt sich dadurch erklären, dass für einen *market maker* die Stückkosten bei Unternehmen mit einem hohen absoluten Preis pro Aktie geringer sind, da auch die absoluten Geld-Brief-Spannen größer sind. Im Gegensatz zu prozentualen Geld-Brief-Spannen weist der Regressionskoeffizient der Variable  $P$  bei absoluten Geld-Brief-Spannen ein positives Vorzeichen auf. Dies liegt daran, dass bei absoluten Geld-Brief-Spannen keine Skalierung mit der Aktienkurshöhe erfolgt.

Die Regressionskoeffizienten für die Variable  $DListing$  sind signifikant und negativ. Dies bedeutet, dass die Informationsasymmetrie für Unternehmen, die im TecDAX oder NE-MAX50 gelistet sind, geringer ist als bei anderen Unternehmen. Die Interpretation dieses Ergebnisses fällt schwer, da gerade bei Wachstumsunternehmen eine erhöhte Informationsasymmetrie zu erwarten wäre. Dagegen scheinen sich für Unternehmen des Finanzsektors, die über die Variable  $DFinance$  erfasst werden, keine Unterschiede zu anderen Unternehmen zu ergeben. Die Regressionskoeffizienten der Variable  $TimeLag$  sind signifikant positiv. Die bei der Untersuchung der Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion gewonnene Erkenntnis, dass die Effekte bei Jahresergebnissen deutlich ausgeprägter sind als bei Quartalsergebnissen, bestätigt sich bei der Untersuchung der Regressionskoeffizienten für die Variable  $DEventType$  für Geld-Brief-Spannen. Die Informationsasymmetrie scheint im Falle vorläufiger Ergebnisse ausgeprägter als im Falle endgültiger Ergebnisse zu sein. Anhand der Ergebnisse für die Variable  $EvtPer$  zeigt sich, dass im Ereigniszeitraum zwei Tage vor bis zwei Tage nach dem Ergebnisankündigungszeitpunkt keine signifikant höheren oder niedrigeren Geld-Brief-Spannen als an anderen Tagen im Zeitraum zwölf Tage vor bis zwei Tage nach dem Ergebnisankündigungszeitpunkt auftreten. Die Robustheit der Koeffizientenvorzeichen sowie der P-Werte zeigen, dass es mit Ausnahme der Variable  $P$  keinen wesentlichen Unterschied macht, ob absolute oder prozentuale Geld-Brief-Spannen verwendet werden.<sup>197</sup>

---

<sup>197</sup> Vgl. Affleck-Graves/Callahan/Ramanan (2000).

### **4.3.5 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen**

Die Ergebnisse der Untersuchung zum Einfluss von Ergebnisankündigungen auf Geld-Brief-Spannen bestätigen in Übereinstimmung mit dem theoretischen Modell von Glisten/Milgrom (1985) die durch Morse/Ushman (1983) und Libby/Mathieu/Robb (2002) dokumentierten empirischen Erkenntnisse, dass Geld-Brief-Spannen durch die Ergebnisankündigung gesenkt werden. Sie stehen damit im Widerspruch zum theoretischen Modell von Kim/Verrecchia (1994) und den empirischen Ergebnissen von Skinner (1993) und Lee/Mucklow/Ready (1993), die einen Anstieg der Geld-Brief-Spannen am Ergebnisankündigungszeitpunkt feststellen. Die sich in der Reaktion der Geld-Brief-Spannen ausdrückende Einfluss von Ergebnisankündigungen auf die Informationsasymmetrie kann für den deutschen Aktienmarkt bestätigt werden und ist Voraussetzung für die sich anschließenden Querschnittsuntersuchungen unternehmensspezifischer Unterschiede zum Zeitpunkt der Ergebnisankündigung und deren Auswirkungen auf die Informationsasymmetrie.

Der durch Skinner (1993) und Yohn (1998) dokumentierte Einfluss von Handelsvolumen, Aktienkurs und Renditevariabilität auf Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt kann bestätigt werden. Darüber hinaus deuten die Ergebnisse im Gegensatz zu Libby/Mathieu/Robb (2002) darauf hin, dass die Informationsasymmetrie bei Jahresergebnissen größer ist als bei Quartalsergebnissen. Weiterhin konnten die durch Yohn (1998) dokumentierten Erkenntnisse zum negativen Verhältnis von Unternehmensgröße und Geld-Brief-Spannen bestätigt werden. Zusätzlich wurde wie in der Analyse zur Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion ein signifikanter Einfluss der Branche des ankündigenden Unternehmens gezeigt. Da ein Einfluss der unternehmensspezifischen Variablen auf die Geld-Brief-Spannen nachgewiesen werden konnte, verbleiben diese in den folgenden Querschnittsuntersuchungen.

## ***4.4 Einfluss der Unternehmenspublizität auf Geld-Brief-Spannen***

### **4.4.1 Referenzuntersuchungen**

Da ein Ausnutzen privater Informationen durch *informed trader* nur möglich ist, wenn das Informationsereignis Aktienkursreaktionen auslöst, untersucht Yohn (1998) den Zusammenhang zwischen absoluten Geld-Brief-Spannen und erwarteten Aktienkursreaktionen auf Ankündigungen von Quartalsergebnissen. Die erwarteten Aktienkursreaktionen werden durch Variablen für tatsächliche Aktienkursreaktionen in der Vergangenheit, für das Ausmaß an Informationen über ein Unternehmen und für die Vorhersagbarkeit von Unternehmensergeb-

nissen approximiert. Unter Einbeziehung von üblichen Kontrollvariablen wie Aktienkurshöhe und Handelstiefe finden sie heraus, dass zwischen Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt herum und der Verfügbarkeit öffentlicher Informationen ein negativer Zusammenhang, zwischen Geld-Brief-Spannen und Ergebnisvariabilität sowie früheren Aktienkursreaktionen ein positiver Zusammenhang besteht.

Affleck-Graves/Callahan/Chipalkatti (2002) belegen, dass sich die prozentualen Geld-Brief-Spannen vor der Quartalsergebnisankündigung von Unternehmen mit geringer Vorhersagbarkeit von Unternehmensergebnissen ausweiten, während dies bei Unternehmen mit hoher Vorhersagbarkeit von Unternehmensergebnissen nicht der Fall ist. Als Maß für die Vorhersagbarkeit von Gewinnen werden Vorhersagefehler von Analystenschätzungen und die Verteilung von Analystenschätzungen verwendet. Weiterhin untersuchen sie in einer Querschnittsbeobachtung Unterschiede in Geld-Brief-Spannen während eines Nichtankündigungs-Zeitraums unter Berücksichtigung zusätzlicher Kontrollvariablen wie Unternehmensgröße, Zeitspanne zwischen Periodenende und Veröffentlichungstag, Anzahl der *market maker*, Ergebnisüberraschung, abnormales Handelsvolumen und Rendite. Sie finden heraus, dass Geld-Brief-Spannen von Unternehmen mit niedriger Vorhersagbarkeit der Ergebnisse höher sind als bei anderen Unternehmen.

### **4.4.2 Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ankündigungszeitpunkt**

#### 4.4.2.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Der Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen wird anhand einer den Untersuchungszeitraum umfassenden, gepoolten Querschnittsregression für den Ereigniszeitraum  $t \in [-12;2]$  analysiert. Es werden sowohl Regressionen für prozentuale als auch absolute Geld-Brief-Spannen durchgeführt. Das Regressionsmodell besitzt die folgende Grundform:

$$BidAsk_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

mit:

$i =$	Ergebnisankündigung des Unternehmens $i$
$BidAsk_i =$	Geld-Brief-Spanne der Aktie des Unternehmens $i$ am Tag der Ergebnisankündigung
$\alpha =$	nicht von erklärenden Variablen abhängige Komponente der Geld-Brief-Spanne
$N =$	Anzahl der erklärenden Variablen im Regressionsmodell
$\beta_k =$	Maß der Abhängigkeit der Geld-Brief-Spanne des Unternehmens $i$ von den erklärenden Variablen
$X_{ik} =$	Ausprägung der erklärenden Variable $X_k$ am Tag der Ergebnisankündigung des Unternehmens $i$
$u_i =$	Fehlerterm der Regression des Ereignisses $i$

Folgende, in früheren Untersuchungen verwendete Variablen werden berücksichtigt:

*Unternehmensgröße (Size):* Die Unternehmensgröße wurde unter anderem von Yohn (1998), Leuz/Verrecchia (2000), Leuz (2003), Affleck-Graves/Callahan/Chipalkatti (2002), Healy/Hutton/Palepu (1999), Welker (1995) in deren Untersuchungen mit einbezogen. In der vorliegenden Studie wird die Marktkapitalisierung zu Beginn des Vormonats vor der Ergebnisankündigung als Näherungsgröße für die Unternehmensgröße berücksichtigt.

*Informationen, die zusammen mit der Ergebnisankündigung veröffentlicht werden, und Kommentierungen der Periodenergebnisse (DIV, PERSCHGE, MISC, FINANC, FORE, CURR):* Ausgeweitete Geld-Brief-Spannen bei und kurze Zeit nach der Gewinnveröffentlichung können neben der Ergebnisankündigung selbst durch andere Informationen, die gleichzeitig in den Markt gelangen, verursacht werden. Dementsprechend werden Variablen für gleichzeitige Informationsereignisse wie in Abschnitt 3.1.2.2 beschrieben in der Analyse berücksichtigt. Darüber hinaus werden die in Abschnitt 3.1.2.2 beschriebenen Variablen für die Kommentierung der Periodenergebnisse berücksichtigt.<sup>198</sup> Eine umfassende Kontrolle für sog. *confounding events*<sup>199</sup> wurde nach dem Wissen des Verfassers dieser Arbeit in einer früheren Untersuchung zum Verhalten von Geld-Brief-Spannen um Ergebnisankündigungen nicht durchgeführt.

---

<sup>198</sup> Ähnliche Variablen wurden in den Studien von Pincus (1983), Hoskin/Hughes/Ricks (1986), Francis/Schipper/Vincent (2002a) und Kohlbeck/Magilke (2002) verwendet.

<sup>199</sup> Vgl. Hoskin/Hughes/Ricks (1986) und Francis/Schipper/Vincent (2002a).

*Rechnungslegungsgrundsätze (DAccSys)*: Nach Kim/Verrecchia (1994) sind die Informationsasymmetrie und damit die Geld-Brief-Spannen auch bei und kurze Zeit nach der Ergebnisankündigung ausgeweitet, da der Informationsstand zwischen Investoren aufgrund unterschiedlicher Informationsverarbeitungs- und -beurteilungsmöglichkeiten differieren kann. Daher kann die Präzision der Ergebnisankündigung das Ausmaß der Geld-Brief-Spannen beeinflussen. Die Präzision einer Ergebnisankündigung wird wie in Abschnitt 3.1.1 dargestellt und in Abschnitt 3.1.5 empirisch belegt von den verwendeten Rechnungslegungsgrundsätzen beeinflusst. Hierfür werden Dummyvariablen eingeführt. Die Auswirkungen unterschiedlicher Rechnungslegungsgrundsätze auf Geld-Brief-Spannen wurden auch in den Studien von Leuz (2003), Leuz/Verrecchia (2000) und Möller/Hüfner/Kavermann (2003) untersucht.

##### 4.4.2.2 Empirische Ergebnisse

In den Tabellen 4.5 und 4.6 wird der Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungstag auf Geld-Brief-Spannen anhand der Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen dargestellt.<sup>200</sup>

---

<sup>200</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.15) dargestellt.

## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.5**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,86422	-109,81	<0,0001	-3,49807	-112,67	<0,0001
Size	-0,29727	-120,27	<0,0001	-0,26418	-121,14	<0,0001
P	-0,14661	-33,61	<0,0001	0,73133	190,03	<0,0001
VO	-0,16018	-91,43	<0,0001	-0,14366	-92,94	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,03403	26,99	<0,0001	0,03027	27,21	<0,0001
DListing	-0,03586	-4,15	<0,0001	-0,02818	-3,69	0,00020
DFinance	0,00111	0,12	0,90580	-0,00424	-0,51	0,60860
TimeLag	0,01081	1,54	0,12250	0,00920	1,49	0,13630
DEvtPer	-0,00060	-0,08	0,93440	0,00053	0,08	0,93380
DEarnPre	0,04614	4,76	<0,0001	0,03920	4,58	<0,0001
DEventType	0,02241	2,00	0,04570	0,02187	2,21	0,02710
DIV	-0,01387	-1,34	0,18090	-0,00868	-0,95	0,34260
PERSCHGE	0,01211	0,66	0,51060	0,01308	0,81	0,42070
FINANC	0,03983	2,04	0,04170	0,03239	1,88	0,06050
CURR	0,40873	53,04	<0,0001	0,36386	53,51	<0,0001
FORE	0,06515	9,07	<0,0001	0,05641	8,90	<0,0001
MISC	-0,00360	-0,25	0,80560	0,00340	0,26	0,79280
N	53850			53850		
Adj. R2	0,58930			0,51730		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

**Tabelle 4.5 (fortgesetzt)**

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Mit der zusätzlichen Einführung der Variablen für die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt geht eine Erhöhung der Erklärungskraft (Adj. R<sup>2</sup>) der Regression von ca. 3% einher (vgl. Abschnitt 4.3.4.2). Die Ankündigung von Finanzierungsentscheidungen (FINANC) erhöht die Geld-Brief-Spannen. Ebenso werden Geld-Brief-Spannen durch Kommentare der Unternehmensleitung zur abgelaufenen Periode (CURR) und durch Prognosen der Unternehmensleitung (FORE) erhöht. Dagegen scheinen Dividendenankündigungen (DIV) und Ankündigungen von Änderungen beim Führungspersonal des Unternehmens (PERSCHGE) keinen Einfluss auf die Geld-Brief-Spannen zu haben. Die Ergebnisse für die bereits in Abschnitt 4.3.4 berücksichtigten Variablen können weitgehend bestätigt werden; die Variable TimeLag verliert allerdings ihre Signifikanz. Sonstige Informationen (MISC) scheinen keinen Einfluss auf Geld-Brief-Spannen zu haben. Im Folgenden wird dargestellt, ob sich unterschiedliche Geld-Brief-Spannen für positive und negative Ankündigungen ergeben.

Auch bei einer Unterscheidung zwischen positive und negative Ankündigungen wird der Einfluss der zusätzlich zur Ergebnisankündigungen veröffentlichten Informationen bestätigt. Positive und negative Kommentare der Unternehmensleitung zur abgelaufenen Periode können dabei als Indikator für die Richtung der Ergebnisüberraschung angesehen werden. Zusätzlich scheinen Ankündigungen von Dividendenerhöhungen (DIVINC) zu einer Senkung der Geld-Brief-Spannen zu führen. Bei den folgenden Analysen wird keine Unterscheidung zwischen positiven und negativen Informationen vorgenommen.



## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.6**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt getrennt nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,86761	-109,83	<0,0001	-3,49980	-112,65	<0,0001
Size	-0,29765	-120,44	<0,0001	-0,26457	-121,34	<0,0001
P	-0,14571	-33,19	<0,0001	0,73170	188,90	<0,0001
VO	-0,16014	-91,48	<0,0001	-0,14367	-93,02	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,03356	26,62	<0,0001	0,02988	26,87	<0,0001
DListing	-0,03568	-4,13	<0,0001	-0,02823	-3,71	0,00020
DFinance	0,00335	0,36	0,72050	-0,00213	-0,26	0,79670
TimeLag	0,00921	1,32	0,18770	0,00779	1,26	0,20650
DEvtPer	-0,00005	-0,01	0,99440	0,00102	0,16	0,87310
DEarnPre	0,05793	6,05	<0,0001	0,04937	5,85	<0,0001
DEventType	0,02008	1,79	0,07290	0,01995	2,02	0,04330
DIVINC	-0,03050	-2,40	0,01650	-0,01970	-1,75	0,07930
DIVDEC	0,00983	0,42	0,67190	0,00690	0,34	0,73610
PERSCHGE	0,00758	0,41	0,68090	0,01011	0,62	0,53400
FINANC	0,03656	1,87	0,06130	0,02914	1,69	0,09100
CURRPOS	0,39814	43,21	<0,0001	0,35737	43,96	<0,0001
CURRNEG	0,37680	36,40	<0,0001	0,33157	36,31	<0,0001
FOREPOS	0,08315	9,79	<0,0001	0,07343	9,80	<0,0001
FORENEG	0,12467	11,72	<0,0001	0,10949	11,67	<0,0001
MISC	-0,00693	-0,47	0,63580	0,00076	0,06	0,95280
N	53850			53850		
Adj. R2	0,59020			0,51840		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

**Tabelle 4.6 (fortgesetzt)**

DIVINC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung eine Dividenden- erhöhung angekündigt wird, sonst den Wert 0
DIVDEC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung konstante Dividen- den angekündigt werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsent- scheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURRPOS	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommen- tare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
CURRNEG	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommen- tare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FOREPOS	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung positive Kommen- tare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORENEG	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung negative Kommen- tare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informatio- nen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

In Tabelle 4.7 wird der Einfluss der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze zusätzlich zu den bisher berücksichtigten Variablen dargestellt. Es werden nur Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003 berücksichtigt, um die notwendige Variabilität der Rechnungslegungsgrundsätze zu gewährleisten. Hierdurch reduziert sich die Anzahl der Beobachtungen von 53.850 auf 25.575.<sup>201</sup>

---

<sup>201</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.17) dargestellt.

## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.7**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003 – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,27625	-63,81	<0,0001	-3,01101	-65,86	<0,0001
Size	-0,27446	-76,91	<0,0001	-0,24977	-78,61	<0,0001
P	-0,09994	-15,95	<0,0001	0,80329	143,99	<0,0001
VO	-0,1191	-49,65	<0,0001	-0,10805	-50,59	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,03129	16	<0,0001	0,02881	16,54	<0,0001
DAccSys	0,06461	5,37	<0,0001	0,05386	5,02	<0,0001
DListing	-0,12636	-9,86	<0,0001	-0,10912	-9,56	<0,0001
DFinance	0,01076	0,79	0,4316	0,01776	1,46	0,145
TimeLag	-0,03828	-3,94	<0,0001	-0,0341	-3,94	<0,0001
DEvtPer	-0,02052	-2	0,0452	-0,01846	-2,02	0,043
DEarnPre	0,10787	7,72	<0,0001	0,09134	7,34	<0,0001
DEventType	-0,00543	-0,38	0,7076	0,00031088	0,02	0,9807
DIV	0,01494	1,07	0,2848	0,01227	0,99	0,324
PERSCHGE	-0,03005	-1,41	0,1585	-0,01398	-0,74	0,4613
FINANC	-0,01128	-0,49	0,6216	-0,00683	-0,34	0,7372
CURR	0,01445	1,26	0,2072	0,0088	0,86	0,3882
FORE	-0,00969	-1,01	0,3136	-0,01219	-1,42	0,1548
MISC	-0,00488	-0,28	0,7796	0,0021	0,14	0,8923
N	25575			25575		
Adj. R2	0,5094			0,5313		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

**Tabelle 4.7 (fortgesetzt)**

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Anhand der Ergebnisse für die Variable DAccSys erkennt man, dass Geld-Brief-Spannen um den Zeitpunkt der Ankündigung von Periodenergebnissen, die nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IFRS und US-GAAP) ermittelt wurden, signifikant höher sind als bei der Ankündigung von nach handelsrechtlichen Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelten Periodenergebnissen. Informationsasymmetrien scheinen bei Verwendung international anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze höher zu sein als bei Verwendung handelsrechtlicher Grundsätze. Die bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion angeführte Begründung, dass Investoren im Untersuchungszeitraum noch keine Erfahrung mit der Interpretation von Ergebnissen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen besitzen (vgl. Abschnitt 3.1.5), kann zur Erläuterung der Ergebnisse im Falle von Geld-Brief-Spannen herangezogen werden.

Um die These zu überprüfen, dass sich Investoren in der Übergangszeit auf internationale Rechnungslegung erst Erfahrungen mit der Interpretation von nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelten Periodenergebnissen sammeln müssen, wurden die Regressionen für Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen in den Jahren 2002 bis 2006 wiederholt. Zusätzlich wurde eine Dummy-Variable (DYear) eingeführt, die im Jahr 2002 den Wert 1, im Jahr 2003 den Wert 2 usw. annimmt.

In Tabelle 4.8 werden die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung der Entwicklung in den Jahren 2002 bis 2006 für Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen dargestellt.

## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.8**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung der Entwicklung in den Jahren 2002 bis 2006 für Ergebnisankündigungen nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,34106	-83,15	<0,0001	-3,01390	-85,47	<0,0001
Size	-0,29889	-113,57	<0,0001	-0,26433	-114,46	<0,0001
P	-0,12715	-26,73	<0,0001	0,74199	177,79	<0,0001
VO	-0,16114	-78,65	<0,0001	-0,14308	-79,59	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,02564	18,48	<0,0001	0,02266	18,61	<0,0001
DYear	-0,15818	-43,17	<0,0001	-0,14083	-43,80	<0,0001
DListing	-0,07669	-8,47	<0,0001	-0,06750	-8,49	<0,0001
DFinance	0,00783	0,76	0,44890	-0,00391	-0,43	0,66670
TimeLag	-0,01122	-1,50	0,13440	-0,01013	-1,54	0,12330
DEvtPer	0,01032	1,33	0,18420	0,00981	1,44	0,15010
DEarnPre	0,06617	6,42	<0,0001	0,05786	6,40	<0,0001
DEventType	-0,01993	-1,62	0,10440	-0,01810	-1,68	0,09280
DIV	-0,01114	-0,98	0,32910	-0,00857	-0,86	0,39240
PERSCHGE	-0,00298	-0,15	0,87710	0,00048	0,03	0,97720
FINANC	0,03579	1,62	0,10540	0,02074	1,07	0,28480
CURR	0,14902	13,55	<0,0001	0,13158	13,64	<0,0001
FORE	0,02536	3,24	0,00120	0,02149	3,13	0,00170
MISC	-0,02251	-1,40	0,16110	-0,01069	-0,76	0,44810
N	45465			45465		
Adj. R2	0,60330			0,52380		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DYear	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2002 annimmt, den Wert 2 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2003 usw. und den Wert 5 im Falle von Ergebnisankündigungen im Jahr 2006
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

**Tabelle 4.8 (fortgesetzt)**

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Anhand des negativen, signifikanten Regressionskoeffizienten für die Variable DYear zeigt sich, dass die durch Geld-Brief-Spannen gemessene Informationsasymmetrie um den Zeitpunkt der Veröffentlichung von nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelten Periodenergebnissen in den Jahren 2002 bis 2006 abnimmt. Dies spricht für die These, dass Investoren in diesem Zeitraum gelernt haben, Periodenergebnisse nach internationalen Grundsätzen besser zu interpretieren. Die sonstigen Variablen unterscheiden sich nicht wesentlich von der Regression ohne Berücksichtigung der Rechnungslegungsgrundsätze.

### **4.4.3 Einfluss der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung**

#### 4.4.3.1 Untersuchungsaufbau und Datengrundlagen

Der Einfluss der Unternehmenspublizität vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion wird anhand einer den Untersuchungszeitraum umfassenden, gepoolten Querschnittsregression analysiert. Es werden sowohl Regressionen für ACAR sowohl basierend auf dem Marktmodell als auch auf dem Modell der Marktadjustierung sowie für ACAVO basierend auf dem Modell der Medianbereinigung und für VOMean durchgeführt. Die Regressionsmodelle besitzen die folgende Grundform:

$$BidAsk_i = \alpha + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{ik} + u_i$$

$i =$	Ergebnisankündigung des Unternehmens $i$
$BidAsk_i =$	Geld-Brief-Spanne der Aktie des Unternehmens $i$ am Tag der Ergebnisankündigung
$\alpha =$	nicht von erklärenden Variablen abhängige Komponente der Geld-Brief-Spanne
$N =$	Anzahl der erklärenden Variablen im Regressionsmodell
$\beta_k =$	Maß der Abhängigkeit der Geld-Brief-Spanne des Unternehmens $i$ von den erklärenden Variablen
$X_{ik} =$	Ausprägung der erklärenden Variable $X_k$ am Tag der Ergebnisankündigung des Unternehmens $i$
$u_i =$	Fehlerterm der Regression des Ereignisses $i$

Neben den in Abschnitt 4.4.2 berücksichtigten Variablen werden folgende Variablen für die Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt untersucht:

*Ausmaß freiwilliger Unternehmenspublizität (ScoreContent):* Das Ausmaß freiwilliger Unternehmenspublizität beeinflusst direkt die Informationsasymmetrie vor Ergebnisankündigungen. Wie in den vorangegangenen Untersuchungen werden als Näherungsgröße die Urteile des *Manager-Magazins* (siehe auch Leuz/Verrecchia (2000)) verwendet. Publizitätsindizes wurden auch in den Studien von Healy/Hutton/Palepu (1999) und Welker (1995) benutzt.

*Publizitätshäufigkeit bzw. öffentliche Bedeutung des Unternehmens (MeanNumArticles, MeanSumWords, MeanMeanWords):* Die Publizitätshäufigkeit bzw. die öffentliche Bedeutung des Unternehmens beeinflussen direkt die Informationsasymmetrie vor Ergebnisankündigungen. Wie in den vorangegangenen Untersuchungen werden diese anhand der Anzahl der in der Börsen-Zeitung veröffentlichten Artikel (NumArticles), der Gesamtanzahl der in diesen Artikeln enthaltenen Wörter (SumWords) sowie der durchschnittlichen Anzahl an Wörtern pro Artikel (MeanWords) gemessen (vgl. Abschnitt 3.2.2.3).

##### 4.4.3.2 Empirische Ergebnisse

In den Tabellen 4.9 bis 4.11 wird der Einfluss der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen anhand der Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen für die Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 dargestellt.<sup>202</sup>

---

<sup>202</sup> Die Ergebnisse der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang (Tabelle A.18) dargestellt.

## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.9**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung eines direkten, quantitativen Maßes für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,27450	-63,40	<0,0001	-3,01200	-65,49	<0,0001
Size	-0,27434	-76,76	<0,0001	-0,24966	-78,45	<0,0001
P	-0,09974	-15,85	<0,0001	0,80385	143,43	<0,0001
VO	-0,11949	-49,65	<0,0001	-0,10846	-50,61	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,03135	16,00	<0,0001	0,02886	16,55	<0,0001
MeanSumWords	-0,01128	-1,42	0,15490	-0,00596	-0,84	0,39900
DAccSys	0,06831	5,64	<0,0001	0,05651	5,24	<0,0001
DListing	-0,12591	-9,80	<0,0001	-0,10910	-9,53	<0,0001
DFinance	0,01108	0,81	0,41940	0,01833	1,50	0,13340
TimeLag	-0,03941	-4,04	<0,0001	-0,03500	-4,03	<0,0001
DEvtPer	-0,01970	-1,92	0,05500	-0,01780	-1,95	0,05160
DEventType	0,10724	7,66	<0,0001	0,09064	7,27	<0,0001
DEarnPre	-0,00957	-0,66	0,51050	-0,00282	-0,22	0,82790
DIV	0,01758	1,26	0,20910	0,01449	1,16	0,24500
PERSCHGE	-0,04201	-1,95	0,05160	-0,02481	-1,29	0,19660
FINANC	-0,00961	-0,42	0,67430	-0,00554	-0,27	0,78550
CURR	0,01156	1,00	0,31630	0,00693	0,67	0,49980
FORE	-0,01064	-1,10	0,27080	-0,01263	-1,47	0,14200
MISC	-0,00480	-0,27	0,78380	0,00292	0,19	0,85150
N	25575			25575		
Adj. R2	0,50810			0,53140		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
MeanSumWords	Natürlicher Logarithmus des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen



**Tabelle 4.9 (fortgesetzt)**

DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentcheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Die durchschnittliche Gesamtanzahl an Wörtern in Artikeln, die durch Informationsweitergabe von Unternehmen veranlasst wurden (MeanSumWords) weist keinen signifikanten Einfluss auf. Eine höhere Quantität der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung scheint demnach keine Bedeutung für die Informationsasymmetrie um den Ergebnisankündigungszeitpunkt zu haben. Wie bei der Untersuchung der Aktienkursreaktion verlieren bei der Betrachtung der Teilstichprobe unter Berücksichtigung der Variable MeanSumWords die Variablen für Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungstag (DIV, PERSCHGE, CURR, FORE, MISC) ihren signifikanten Einfluss. Bei den sonstigen Variablen ergeben sich keine wesentlichen Unterschiede im Vergleich zu den Regressionen bei Betrachtung der gesamten Untersuchungsstichproben (vgl. Tabelle 4.5).

## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.10**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung eines direkten, qualitativen Maßes für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse war die Variable *ScoreContent* nicht verfügbar) – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,06392	-24,95	<0,0001	-2,82604	-25,84	<0,0001
Size	-0,27282	-67,92	<0,0001	-0,24761	-69,20	<0,0001
P	-0,09627	-14,23	<0,0001	0,80430	133,44	<0,0001
VO	-0,12131	-46,50	<0,0001	-0,11017	-47,41	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,03197	15,51	<0,0001	0,02938	16,00	<0,0001
ScoreContent	-0,05702	-1,93	0,05310	-0,04980	-1,90	0,05800
DAccSys	0,07376	5,78	<0,0001	0,06241	5,49	<0,0001
DListing	-0,15239	-10,40	<0,0001	-0,13131	-10,07	<0,0001
DFinance	0,01032	0,72	0,47230	0,01623	1,27	0,20440
TimeLag	-0,04631	-4,53	<0,0001	-0,04129	-4,53	<0,0001
DEvtPer	-0,01760	-1,63	0,10260	-0,01568	-1,63	0,10260
DEventType	0,10678	7,22	<0,0001	0,08935	6,78	<0,0001
DEarnPre	-0,00510	-0,33	0,74020	0,00141	0,10	0,91790
DIV	0,02481	1,69	0,09100	0,02203	1,69	0,09190
PERSCHGE	-0,02774	-1,26	0,20600	-0,01127	-0,58	0,56410
FINANC	0,00437	0,19	0,85210	0,00579	0,28	0,78160
CURR	0,01810	1,48	0,13890	0,01269	1,16	0,24420
FORE	-0,01300	-1,28	0,20020	-0,01549	-1,71	0,08680
MISC	0,00550	0,30	0,76140	0,01093	0,68	0,49800
N	23250			23250		
Adj. R2	0,50300			0,52610		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
ScoreContent	Natürlicher Logarithmus des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Urteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen

**Tabelle 4.10 (fortgesetzt)**

DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentcheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Die Regressionskoeffizienten der Variable ScoreContent weist einen signifikanten, negativen Einfluss auf. Man kann daraus schließen, dass die Qualität der Publizität vor der Ergebnisankündigung die Informationsasymmetrie um den Zeitpunkt von Ergebnisankündigungen reduzieren kann. Bei der Betrachtung der Teilstichprobe verlieren die Variablen für Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungstag ebenfalls ihren signifikanten Einfluss. Bei den sonstigen Variablen ergeben sich keine wesentlichen Unterschiede im Vergleich zu den Regressionen bei Betrachtung der gesamten Untersuchungsstichproben (vgl. Tabelle 4.5).

## IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.11**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung direkter Maße für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse war die Variable ScoreContent nicht verfügbar) – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,05971	-24,80	<0,0001	-2,82914	-25,74	<0,0001
Size	-0,27282	-67,85	<0,0001	-0,24766	-69,15	<0,0001
P	-0,09674	-14,22	<0,0001	0,80440	132,78	<0,0001
VO	-0,12161	-46,51	<0,0001	-0,11051	-47,45	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,03200	15,51	<0,0001	0,02942	16,01	<0,0001
MeanSumWords	-0,01649	-1,94	0,05210	-0,00971	-1,28	0,19950
ScoreContent	-0,05872	-1,99	0,04710	-0,05005	-1,90	0,05750
DAccSys	0,07697	5,99	<0,0001	0,06443	5,63	<0,0001
DListing	-0,15300	-10,43	<0,0001	-0,13199	-10,10	<0,0001
DFinance	0,00915	0,64	0,52490	0,01574	1,23	0,21950
TimeLag	-0,04498	-4,38	<0,0001	-0,04023	-4,40	<0,0001
DEvtPer	-0,01723	-1,60	0,11060	-0,01536	-1,60	0,11040
DEventType	0,10488	7,07	<0,0001	0,08764	6,63	<0,0001
DEarnPre	-0,00658	-0,43	0,66950	0,00042	0,03	0,97540
DIV	0,02612	1,78	0,07540	0,02315	1,77	0,07690
PERSCHGE	-0,03205	-1,45	0,14690	-0,01565	-0,80	0,42640
FINANC	0,00508	0,22	0,82850	0,00640	0,31	0,75930
CURR	0,01437	1,16	0,24430	0,01029	0,94	0,34920
FORE	-0,01326	-1,30	0,19290	-0,01533	-1,69	0,09110
MISC	0,00448	0,25	0,80520	0,01096	0,68	0,49870
N	23250			23250		
Adj. R2	0,50250			0,52600		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
MeanSumWords	Natürlicher Logarithmus des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
ScoreContent	Natürlicher Logarithmus des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Urteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die inhaltliche Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen

**Tabelle 4.11 (fortgesetzt)**

DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentcheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Auch bei der gleichzeitigen Berücksichtigung beider Variablen für die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung (MeanSumWords, ScoreContent) ändern sich die Ergebnisse nicht wesentlich, außer dass im Falle prozentualer Geld-Brief-Spannen die Variable MeanSumWords den erwarteten negativen Einfluss aufweist.

Die Teilstichprobe der endgültigen Jahresergebnisse, für die Daten aus der I/B/E/S-Datenbank vorhanden sind, wird darauf hin untersucht, ob die Variablen NUMEST (Anzahl der Analysten), RANGEEST (Reichweite der Analystenvorhersagen) und STDEV (Standardabweichung der Analystenvorhersagen) über die Unternehmensgröße und weitere Kontrollvariablen hinaus einen zusätzlichen Beitrag zur Erklärung der Geld-Brief-Spannen leisten können. Während dies bei vorläufigen Jahresergebnissen nicht der Fall zu sein scheint<sup>203</sup>, weisen die in Tabelle 4.12 dargestellten Ergebnisse für die Variablen NUMEST und RANGEEST einen auf dem 10%-Niveau signifikanten Einfluss auf.

<sup>203</sup> Die Ergebnisse der Regressionen für die Teilstichprobe vorläufiger Jahresergebnisse werden nicht dargestellt.

#### IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.12**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung indirekter Maße für Unternehmenspublizität auf Grundlage von Analystendaten der I/B/E/S-Datenbank in den Jahren 2002 und 2003 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003 – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,42458	-19,75	<0,0001	-3,15576	-20,22	<0,0001
Size	-0,27291	-26,28	<0,0001	-0,24853	-26,58	<0,0001
P	-0,08647	-6,44	<0,0001	0,82354	68,11	<0,0001
VO	-0,10488	-18,65	<0,0001	-0,09591	-18,94	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,02518	5,77	<0,0001	0,02365	6,02	<0,0001
NUMEST	-0,03804	-2,18	0,02940	-0,03464	-2,20	0,02760
DAccSys	0,12227	4,56	<0,0001	0,10910	4,52	<0,0001
DListing	-0,04719	-1,53	0,12550	-0,03730	-1,34	0,17870
DFinance	0,07702	2,49	0,01290	0,08651	3,10	0,00190
TimeLag	0,02046	0,62	0,53640	0,01665	0,56	0,57640
DEvtPer	-0,02571	-1,16	0,24450	-0,02100	-1,06	0,29110
DIV	0,06644	3,02	0,00260	0,05742	2,90	0,00380
PERSCHGE	-0,02156	-0,54	0,59050	-0,02218	-0,61	0,53860
FINANC	0,02765	0,77	0,43930	0,01561	0,49	0,62770
CURR	0,08478	3,74	0,00020	0,07014	3,44	0,00060
FORE	-0,06281	-2,84	0,00450	-0,06772	-3,40	0,00070
MISC	-0,00888	-0,29	0,76870	0,00199	0,07	0,94160
N	5085			5085		
Adj. R2	0,52340			0,55510		

#### IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.12 (fortgesetzt)**

Teilstichprobe endgültiger Jahresergebnisse in den Jahren 2002 und 2003 mit mehr als einer Analystenschätzung (NUMEST)

Modell Variable	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,69138	-19,48	<0,0001	-3,37627	-19,82	<0,0001
Size	-0,28801	-32,47	<0,0001	-0,26244	-32,91	<0,0001
P	-0,05276	-3,44	0,00060	0,84848	61,46	<0,0001
VO	-0,13989	-21,91	<0,0001	-0,12833	-22,36	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,02409	5,18	<0,0001	0,02252	5,39	<0,0001
STDEV	0,01648	1,60	0,10990	0,01509	1,63	0,10350
DAccSys	0,14521	5,07	<0,0001	0,13217	5,13	<0,0001
DListing	-0,05365	-1,72	0,08540	-0,05204	-1,86	0,06340
DFinance	0,05090	1,52	0,12830	0,06812	2,26	0,02360
TimeLag	0,00199	0,06	0,95530	-0,00183	-0,06	0,95420
DEvtPer	-0,01909	-0,82	0,41390	-0,01377	-0,66	0,51220
DIV	0,04393	1,88	0,05990	0,03395	1,62	0,10580
PERSCHGE	-0,00668	-0,16	0,87660	-0,00550	-0,14	0,88680
FINANC	0,06586	1,71	0,08670	0,04682	1,35	0,17550
CURR	0,09340	3,89	0,00010	0,07596	3,52	0,00040
FORE	-0,04449	-1,88	0,05950	-0,05172	-2,44	0,01490
MISC	-0,00166	-0,05	0,95950	0,01166	0,40	0,69200
N	3315			3315		
Adj. R2	0,44890			0,54580		

#### IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.12 (fortgesetzt)**

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert
Intercept	-3,71319	-19,56	<0,0001	-3,39614	-19,90	<0,0001
Size	-0,28994	-32,15	<0,0001	-0,26420	-32,59	<0,0001
P	-0,05210	-3,40	0,00070	0,84905	61,56	<0,0001
VO	-0,14041	-22,03	<0,0001	-0,12880	-22,48	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,02404	5,17	<0,0001	0,02248	5,38	<0,0001
RANGEEST	0,01824	1,74	0,08230	0,01662	1,76	0,07820
DAccSys	0,14412	5,03	<0,0001	0,13119	5,09	<0,0001
DListing	-0,05617	-1,80	0,07120	-0,05435	-1,94	0,05220
DFinance	0,05169	1,55	0,12180	0,06886	2,29	0,02190
TimeLag	0,00437	0,12	0,90250	0,00031	0,01	0,99220
DEvtPer	-0,01922	-0,82	0,41090	-0,01388	-0,66	0,50880
DIV	0,04412	1,89	0,05870	0,03410	1,63	0,10410
PERSCHGE	-0,00818	-0,19	0,84920	-0,00681	-0,18	0,86030
FINANC	0,06605	1,72	0,08580	0,04698	1,36	0,17400
CURR	0,09476	3,94	<0,0001	0,07720	3,57	0,00040
FORE	-0,04484	-1,90	0,05760	-0,05203	-2,45	0,01430
MISC	-0,00234	-0,07	0,94300	0,01106	0,38	0,70740
N	3315			3315		
Adj. R2	0,44890			0,54580		



#### IV. Ergebnisankündigungen und Geld-Brief-Spannen

**Tabelle 4.12 (fortgesetzt)**

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Natürlicher Logarithmus des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Natürlicher Logarithmus des Aktienkurses
VO	Natürlicher Logarithmus des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Natürlicher Logarithmus der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
STDEV	Natürlicher Logarithmus der Standardabweichung der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung
NUMEST	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Analystenschätzungen bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung
RANGEEST	Natürlicher Logarithmus der Differenz aus höchster und niedrigster Analystenschätzung bei Veröffentlichung der letzten I/B/E/S-Konsensus-Daten vor der Ergebnisankündigung dividiert durch den Aktienkurs zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NE-MAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Natürlicher Logarithmus der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Die Anzahl der Analysten (NUMEST) scheint einen signifikanten, negativen Einfluss zu haben. Die Spanne der Analystenschätzungen (RANGEEST) weist den erwarteten, positiven Einfluss auf. Dies deutet darauf hin, dass die Informationsasymmetrie um den Ergebnisankündigungszeitpunkt umso höher ist je höher die Unsicherheit vor der Ergebnisankündigung ist. Die Variable STDEV scheint auf dem 10%-Niveau keinen signifikanten Einfluss zu besitzen.

### **4.4.4 Schlussfolgerung unter Berücksichtigung der Referenzuntersuchungen**

Die Ergebnisse der Untersuchung zum Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Informationsasymmetrie deuten in Übereinstimmung mit dem theoretischen Modell von Kim/Verrecchia (1994) darauf hin, dass zusätzlich zum Periodenergebnis veröffentlichte Informationen über Finanzierungsentscheidungen sowie sowohl zukunftsbezogene als auch vergangenheitsorientierte Kommentare der Unternehmensleitung die Informationsasymmetrie erhöhen. Darüber hinaus konnte im auf die Jahre 2002 und 2003 begrenzten Untersuchungszeitraum eine signifikant erhöhte Informationsasymmetrie im Falle der Veröffentlichung von Periodenergebnissen, die nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS/IFRS, US-GAAP) ermittelt wurden, festgestellt werden. Die signifikante Reduzierung der Geld-Brief-Spannen im Zeitraum 2002 bis 2006 für die Teilstichprobe der Unternehmen, die nach international anerkannten Grundsätzen Rechnung legen, deutet darauf hin, dass die Informationsasymmetrie in der Gewöhnungsphase an internationale Rechnungslegung abgenommen hat.

Die Ergebnisse der Untersuchung zum Einfluss der Unternehmenspublizität vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Informationsasymmetrie im auf die Jahre 2002 und 2003 begrenzten Untersuchungszeitraum deuten darauf hin, dass durch eine erhöhte Qualität der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung, gemessen am Publizitätsindex des *Manager-Magazins*, Geld-Brief-Spannen reduziert werden. Unternehmen sind somit in der Lage, durch verbesserte Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung Informationsasymmetrien zu reduzieren. Dies bestätigt die Erkenntnisse von Affleck-Graves/Callahan/Chipalkatti (2002), die eine Erhöhung der Geld-Brief-Spannen für Unternehmen mit niedriger Vorhersagbarkeit der Periodenergebnisse nachweisen können. Daneben kann die Erkenntnis von Yohn (1998), dass Geld-Brief-Spannen umso geringer sind je höher die Anzahl an Analysten ist, die ein Unternehmen verfolgen, bestätigt werden. Darüber hinaus hat sich gezeigt, dass im Falle endgültiger Jahresergebnisse die Informationsasymmetrie um Ergebnisankündigungen umso größer ist je höher die anhand von Analystenschätzungen gemessene Unsicherheit hinsichtlich des Periodenergebnisses ist.

### **4.5 Sensitivitätsanalysen**

Um den Einfluss von Berechnungsmethoden deutlich zu machen, wurden die Ergebnisse der Regressionen sowohl für absolute als auch für prozentuale Geld-Brief-Spannen dargestellt.

Darüber hinaus wurden die Regressionen sowohl mit einem parametrischen Ansatz als auch mit einem nicht-parametrischen Ansatz auf Grundlage von Rängen für alle abhängigen und erklärenden Variablen außer für Dummyvariablen durchgeführt.<sup>204</sup>

Wie bei der Untersuchung der Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktion wurde in Jahres- und Quartalsergebnisse sowie vorläufige und endgültige Ergebnisse durch Einführung von Dummyvariablen unterschieden. Zur Kontrolle, ob die Berücksichtigung mehrerer Beobachtungen für eine Ergebnisankündigung Einfluss auf die Ergebnisse hat, wurden die Regressionen zusätzlich nur für Beobachtungen am Ergebnisankündigungstag wiederholt.<sup>205</sup>

Keine der hier oder in Abschnitt 3.3 beschriebenen Maßnahmen führte zu wesentlich unterschiedlichen Ergebnissen.

---

<sup>204</sup> Die Ergebnisse ausgewählter Regressionen auf Basis von Rängen sind im Anhang dargestellt.

<sup>205</sup> Beispielhaft werden die Ergebnisse für die Kleinstquadrate-Regression zur Beurteilung des Einfluss der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion im Anhang (Tabelle A.16) dargestellt.

## **V. Schlussbetrachtung**

Ziel dieser Arbeit war es zu untersuchen, welche Reaktionen die Veröffentlichung von Periodenergebnissen als Teil der Unternehmenspublizität am Kapitalmarkt auslöst. Dabei konnte ein erhöhtes Ausmaß an abnormalen Renditen und Handelsvolumen am Tag der Ergebnisankündigung festgestellt werden, was darauf hinweist, dass Ergebnisankündigungen Informationsgehalt besitzen. Weiterhin konnte festgestellt werden, dass durch Ergebnisankündigungen anhand von Geld-Brief-Spannen gemessene Informationsasymmetrien sinken.

Anschließend wurde untersucht, ob Unternehmen in der Lage sind, durch ihre Publizitätsentscheidungen die Kapitalmarktreaktionen auf die Veröffentlichung von Periodenergebnissen zu beeinflussen. Hierbei wurde in Unternehmenspublizität zum und vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt unterschieden. Es zeigte sich, dass die Kapitalmarktreaktion umso stärker ist, je mehr zusätzliche Informationen zusammen mit dem Periodenergebnis veröffentlicht werden. In diesem Zusammenhang konnte auch gezeigt werden, dass sowohl Aktienkurs- und Handelsvolumenreaktionen als auch Geld-Brief-Spannen bei Anwendung international anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze größer sind als bei Anwendung handelsrechtlicher Grundsätze. Es zeigte sich auch, dass Aktienkursreaktionen und Geld-Brief-Spannen über den Untersuchungszeitraum, der als Gewöhnungsphase an international anerkannte Rechnungslegungsgrundsätze angesehen werden kann, sinken und das Handelsvolumen steigt. Darüber hinaus konnte gezeigt werden, dass die Kapitalmarktreaktion umso geringer ausfällt, je mehr oder je qualitativ hochwertiger die Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung ausfällt. Damit scheint es Unternehmen möglich zu sein, durch eine langfristig ausgerichtete Informationspolitik eine Verschiebung des Kapitalmarktfokusses von einer kurzfristigen Betrachtung historischer Gewinnzahlen hin zu einer Konzentration auf langfristige Werttreiber eines nachhaltigen Unternehmenserfolges zu erreichen. Darüber hinaus verspricht die durch eine verbesserte Unternehmenspublizität verursachte Reduzierung von Informationsasymmetrien eine Erhöhung der Aktienliquidität und damit eine Senkung der Kapitalkosten.

Für künftige Forschungsarbeiten im Bereich der Publizität von Rechnungslegungsinformationen sind aus meiner Sicht insbesondere zwei Entwicklungen auf europäischer Ebene von Interesse: Zum einen verspricht eine weitergehende Analyse der durch die so genannte IAS-

Verordnung<sup>206</sup> hervorgerufenen Auswirkungen, Aufschlüsse über die Bedeutung der Rechnungslegung für den Kapitalmarkt zu liefern. In diesem Zusammenhang kann unter anderem die Frage gestellt werden, welche Konsequenzen Unternehmen aus der Verpflichtung zur Anwendung international anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze ziehen und welche Auswirkung die Vereinheitlichung der zu verwendenden Rechnungslegungsgrundsätze z.B. in Bezug auf die Liquidität der Aktien oder auf Kapitalkosten hat. Ein Vergleich mit kleinen börsennotierten Unternehmen, deren Aktien nicht an einem geregelten Markt zugelassen sind und die daher nicht zur Anwendung der IFRS verpflichtet sind, kann wertvolle Erkenntnisse über die Wirkungen der Rechnungslegung auf den Kapitalmarkt liefern.<sup>207</sup>

Zum anderen ist die Frage von Interesse, inwieweit die Stärkung der Systeme zur Durchsetzung von Rechnungslegungsnormen (*enforcement*), die im Zuge der Einführung der IFRS auf europäischer und nationaler Ebene vorangetrieben wird<sup>208</sup>, Einfluss auf Rechnungslegung und Kapitalmarkt haben wird. Ziel der Maßnahmen ist es, die Verlässlichkeit der Rechnungslegungsinformationen zu erhöhen und damit das Vertrauen der Anleger zu stärken. Der Vergleich von diesem *enforcement*-System unterliegenden Unternehmen sowohl mit Unternehmen in Europa, die diesem System nicht unterliegen, als auch mit nicht europäischen Unternehmen, die einem anderen, insbesondere dem US-amerikanischen System unterliegen, verspricht, interessante Erkenntnisse zu liefern und kann dem Gesetzgeber wertvolle Hilfestellungen leisten.

---

<sup>206</sup> Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/oj/2002/l\\_243/l\\_24320020911de00010004.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/oj/2002/l_243/l_24320020911de00010004.pdf) [Stand: 01.05.2007]

<sup>207</sup> Vgl. Busse von Colbe/Ordelheide/Gebhardt/Pellens (2003), S. 16f.

<sup>208</sup> Vgl. z.B. CESR Standard No. 1 (CESR/03-073) on Financial Information „Enforcement of Standards on Financial Information in Europe“, [www.cesr-eu.org/data/document/03\\_073.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/03_073.pdf) [Stand: 01.05.2007]; die Bedeutung der *enforcement* für Deutschland wird im Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Kontrolle von Unternehmensabschlüssen (Bilanzkontrollgesetz – BilKoG), [www.bmj.bund.de/media/archive/655.pdf](http://www.bmj.bund.de/media/archive/655.pdf) [Stand: 15.03.2006] deutlich. Das Bilanzkontrollgesetz wurde am 15. Dezember 2004 vom Bundestag beschlossen.

Tabelle A.1

Anforderungen verschiedener Rechtsquellen an die Publizität von Periodenergebnissen in Jahres- und Konzernabschlüssen

Rechtsnorm	Inhalt	Rechnungslegung	Häufigkeit	Frist	Prüfung	Kanal
HGB iVm IAS-Verordnung	Jahresabschluss bestehend aus Bilanz, GuV, Anhang Lagebericht Ggf. Konzernabschluss (inkl. KFR und SBE) und Konzernlagebericht	GoB, IAS oder US-GAAP (nach § 292a)	jährlich	Unmittelbar nach HV (8 Monate), spätestens 12 Monate	Ja, nach § 316 ff. HGB	Bundesanzeiger Handelsregister
BörsZulV (Amtlicher Markt)	Bezugnahme auf Jahres- und Konzernabschluss und Lageberichte nach HGB	k.R.	k.R.	Unverzüglich nach Feststellung	k.R.	Zahlstelle der Börse
BörsO FWB a.F. (Geregelter Markt) (bis 31.12.2002)	k.R.	k.R.	k.R.	k.R.	k.R.	Zahlstellen der Börse, Hinweis in überregionalem Börsenpflichtblatt
BörsO FWB n.F. (Prime Standard) (ab 01.01.2003)	Konsolidierter Abschluss (Bilanz, GuV, Eigenkapitalveränderungsrechnung, KFR, erläuternde Angaben, SBE) inkl. zusätzlicher Angaben nach nationalen Vorschriften (u.a. Lagebericht)	IFRS oder US-GAAP, Überleitungsrechnung kann anerkannt werden	jährlich	Unverzüglich nach Billigung durch Aufsichtsrat, spätestens 4 Monate	In Übereinstimmung mit ISA	Zahlstellen der Börse, Hinweis in überregionalem Börsenpflichtblatt, elektronische Übermittlung über DBAG
RWNM (bis 31.12.2002)	Jahresabschluss und Lagebericht Konzernabschluss und Konzernlagebericht	IAS oder US-GAAP, Überleitungsrechnung nur bis 31.12.2000	k.R.	Unverzüglich nach Bekanntgabe an die Aktionäre, spätestens 3 Monate oder bei Feststellung, wenn früher	Veröffentlichung mit Testat des Abschlussprüfers	Zahlstellen der Börse, Hinweis in überregionalen Börsenpflichtblatt, elektronische Übermittlung über DBAG
SMAX-T (bis 31.12.2002)	Jahresabschluss und Lagebericht Konzernabschluss und Konzernlagebericht	IAS oder US-GAAP, Überleitungsrechnung zulässig	k.R.	Unverzüglich nach Fertigstellung, spätestens 4 Monate	k.R.	elektronische Übermittlung über DBAG

k.R. = keine Regelung

GuV = Gewinn- und Verlustrechnung

KFR = Kapitalflussrechnung

SBE = Segmentberichterstattung

Tabelle A.2						
Anforderungen verschiedener Rechtsquellen an die Publizität von Periodenergebnissen in Zwischenabschlüssen						
Rechtsnorm	Inhalt	Rechnungs- legung	Häufigkeit	Frist	Prüfung	Kanal
BörsG	Zahlenangaben und Erläuterungen	k.R.	Mind. einmal pro Jahr	k.R.	k.R.	k.R.
BörsZulV (Amtlicher Markt)	Zahlenangaben über die Tätigkeit und die Ergebnisse, u.a.: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Betrag der Umsatzerlöse</li> <li>– Ergebnis vor oder nach Steuern</li> <li>– Ggf. Zwischendividenden</li> </ul> Erläuterungen, u.a.: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Aufgliederung der Umsatzerlöse</li> <li>– Auftragslage</li> <li>– Entwicklung der Kosten und Preise</li> <li>– Zahl der Arbeitnehmer</li> <li>– Investitionen</li> <li>– Vorgänge von besonderer Bedeutung für das Ergebnis</li> <li>– Besondere Umstände, die die Entwicklung der Geschäftstätigkeit beeinflusst haben</li> <li>– Aussichten für das laufende Geschäftsjahr</li> <li>– Eigene Aktien</li> <li>– Bezugsrechte von Organmitgliedern und Arbeitnehmern</li> </ul>	Handelsrechtliche Vorschriften	Einmal für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres	Zwei Monate	Vollständige Wiedergabe des Abschlussprüfer-testats, sofern Prüfung durchgeführt wurde	Börsenpflichtblatt oder Bundesanzeiger oder als Druckschrift bei den Zahlstellen

DRS	<p>GuV, Bilanz, KFR erläuternde Angaben, u.a.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Vorgänge von besonderer Bedeutung für die VFE-Lage</li> <li>– Änderungen des Eigenkapitals</li> <li>– Auswirkung von Änderungen in der Zusammensetzung des Konsolidierungskreises</li> <li>– Restrukturierungsmaßnahmen und Einstellungen von Geschäftszweigen</li> <li>– Bedeutende Investitionen sowie Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten</li> <li>– Segmentumsatzerlöse sowie Segmentergebnisse</li> <li>– Zahl der Arbeitnehmer</li> </ul> <p>Angaben zum Geschäftsverlauf und der voraussichtlichen Entwicklung des Geschäftsjahres</p>	Dieselben wie beim Jahresabschluss	Drei Mal zum Stichtag der ersten drei Quartale des GJ	60 Tage	Berichterstattung über prüferische Durchsicht, sofern eine solche durchgeführt wurde	k.R.
BörsO FWB a.F. (Geregelter Markt) (bis 31.12.2002)	Verweis auf BörsZulV	k.R.	Einmal für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres	Zwei Monate	Verweis auf BörsZulV	Zahlstellen der Börse mit Hinweise in überregionalem Pflichtblatt
BörsO FWB n.F. (Prime Standard) (ab 01.01.2003)	<p>Zahlenangaben über die Tätigkeit und die Ergebnisse als strukturierte Quartalsberichte:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Bilanz</li> <li>– Gewinn- und Verlustrechnung</li> <li>– Eigenkapitalveränderungsrechnung</li> <li>– Kapitalflussrechnung</li> <li>– erläuternde Anhangsangaben</li> <li>– Segmentberichterstattung</li> </ul> <p>Zusätzlich die in der BörsZulV geforderten Angaben, soweit nicht schon abgedeckt Darüber hinaus:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Personelle Veränderungen von Geschäftsführungs- und Aufsichtsorganen</li> <li>– Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen</li> </ul>	Dieselben wie beim Jahresabschluss (IFRS oder US-GAAP)	Drei Mal zum Stichtag der ersten drei Quartale des GJ	Unverzüglich nach Fertigstellung, spätestens zwei Monate	Möglichkeit einer prüferischen Durchsicht, im Falle einer Prüfung oder prüferischen Durchsicht Möglichkeit der vollständigen Wiedergabe des Abschlussprüferstats oder der Bescheinigung	elektronische Übermittlung über DBAG



RWNM (bis 31.12.2002)	Entspricht den Anforderungen der BörsO FWB n.F. Ausnahmen: – Keine Segmentberichterstattung explizit gefordert – Zusätzlich Angabe von Zahl der Aktien, die von Mitgliedern der Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane gehalten werden	Dieselben wie beim Jahresabschluss (IAS oder US-GAAP)	Drei Mal zum Stichtag der ersten drei Quartale des GJ	Unverzüglich nach Fertigstellung, spätestens zwei Monate	Berichterstattung über Prüfung bzw. prüferische Durchsicht, sofern solche durchgeführt wurden	elektronische Übermittlung über DBAG
SMAX-T (bis 31.12.2002)	Zahlenangaben über die Tätigkeit und die Ergebnisse: – Gewinn- und Verlustrechnung – Jahresüberschuss oder -fehlbetrag pro Aktie – Anzahl der Mitarbeiter – Kapitalflussrechnung – Ggf. Zwischendividenden Darstellung als strukturierte Quartalsberichte empfohlen Erläuterungen entsprechen denen der Börs-ZulV Darüber hinaus: – Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten – Personelle Veränderungen von Geschäftsführungs- und Aufsichtsorganen	Dieselben wie beim Jahresabschluss (IAS oder US-GAAP)	Drei Mal zum Stichtag der ersten drei Quartale des GJ	Unverzüglich nach Fertigstellung, spätestens zwei Monate	Berichterstattung über Prüfung, sofern eine solche durchgeführt wurde	elektronische Übermittlung über DBAG
Leitfaden Aktienindizes a.F. (bis 23.03.2003)	Entspricht den Anforderungen der SMAX-T	Dieselben wie beim Jahresabschluss	Drei Mal zum Stichtag der ersten drei Quartale des GJ	Unverzüglich nach Fertigstellung, spätestens zwei Monate	Berichterstattung über Prüfung, sofern eine solche durchgeführt wurde	elektronische Übermittlung über DBAG
Leitfaden Aktienindizes n.F. (ab 24.03.2003)	k.R.	k.R.	k.R.	k.R.	k.R.	k.R.

k.R. = keine Regelung

VFE-Lage = Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

GJ = Geschäftsjahr

<b>Tabelle A.3</b>		
Übersicht über Untersuchungen zur Aktienkursreaktion		
<b>Autoren</b>	<b>Kapitalmarkt Börse Stichprobenumfang Untersuchungszeitraum Art der Ergebnisse</b>	<b>Ergebnis</b>
Beaver (1968)	USA NYSE 143 Firmen 1961 bis 1965 Jahresergebnisse	Anstieg der quadrierten abnormalen Renditen in der Woche der Ergebnisankündigung.
Ball/Brown (1968)	USA NYSE 261 Firmen 1957 bis 1966 Jahresergebnisse	Auseinanderlaufen der Abnormal Performance Indices (API) für Portfolios mit positiven und negativen Ergebnisüberraschungen bereits vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt.
Brandi (1977)	Deutschland  228 Firmen 1965 und 1971 Jahresergebnisse	Bestätigung der Ergebnisse von Beaver (1968) und Ball/Brown (1968).
Beaver/Clarke/Wright (1979)	USA NYSE 276 Firmen 1965 bis 1974 Jahresergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt steigen mit steigender Ergebnisüberraschung gemessen am Vorhersagefehler der Analystenschätzungen.
Berdsen (1979)	Deutschland  116 Firmen 1969 bis 1971 Dividenden	Bestätigung der Ergebnisse von Ball/Brown für Dividenden unter zusätzlicher Berücksichtigung der Publizitätsqualität.
Coenberg/Möller (1979)	Deutschland  103 Firmen 1961 bis 1965 und 1968 bis 1972 Jahresergebnisse	Informationsgehalt von Jahresabschlüssen nach der Aktienrechtsreform von 1965 ist höher als vorher.
Grant (1980)	USA OTC, NYSE 1083 Ereignisse (312 Firmen) 1960 bis 1964 Jahresergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sind abhängig von der Börse, an der ein Unternehmen gelistet ist.
Pincus (1983)	USA NYSE 713 Ereignisse (136 Firmen) 1978 und 1979 Jahres- und Quartalsergebnisse	Variabilität der Renditen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt sinkt mit steigender Vorhersagbarkeit von Periodenergebnissen.
Coenberg/Schmidt/Werhand (1983)	Deutschland  418 Ereignisse (142 Firmen) 1967 bis 1978 Jahresergebnisse	Bilanzpolitische Gewinnglättungen werden nicht berücksichtigt. Unsicherheit in Bezug auf Periodenergebnisse steigt mit Zunahme des Streubesitzes.
Atiase (1985)	USA OTC, NYSE/AMEX 200 Ereignisse 1969 bis 1972 Quartalsergebnisse (2. Quartal)	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sinken mit steigender Unternehmensgröße.

Atiase (1987)	USA, OTC, NYSE/AMEX 396 Ereignisse 1969 bis 1972 Jahresergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sinken mit steigender Unternehmensgröße und sind abhängig von der Börse, an der ein Unternehmen gelistet ist.
Hoskin/Hughes/Ricks (1986)	USA 676 Ereignisse 1979 bis 1981 Jahresergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sind abhängig vom Ausmaß zusätzlicher Information, die zusammen mit dem Periodenergebnis veröffentlicht werden.
Kross/Schroeder (1988)	USA NYSE, AMEX 3552 Ereignisse (296 Firmen) 1978 bis 1980 Quartalsergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sinken mit steigender Anzahl an Artikeln im Wall Street Journal, mit steigender Unternehmensgröße und mit steigendem Zeitraum zwischen Periodenende und Ankündigungszeitpunkt.
Easton/Zmijewski (1989)	USA 104 bis 206 Firmen mit je 20 Ereignissen 1960 bis 1980 Quartalsergebnisse	Abnormale Renditen pro Einheit Ergebnisüberraschung ( <i>earnings respond coefficient</i> ) stehen in positivem Zusammenhang mit der Persistenz der Periodenergebnisse.
Freeman/Tse (1989)	USA NYSE 10836 Ereignisse (1054 Firmen) 1984 bis 1988 Quartalsergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sind davon abhängig, inwieweit die Ergebnisinformation frühere Ergebnisankündigungen bestätigt.
Shores (1990)	USA OTC 2156 Ereignisse (1164 Firmen) 1983 und 1984 Jahresergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sind abhängig vom Ausmaß an Informationen zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten.
Freeman/Tse (1992)	USA 12381 Ereignisse 1984 bis 1987 Quartalsergebnisse	Der marginale <i>earnings respond coefficient</i> sinkt mit steigender, absoluter Ergebnisüberraschung.
Imhoff/Lobo (1992)	USA 3167 Ereignisse (697 Firmen) 1979 bis 1984 Jahresergebnisse	Der <i>earnings respond coefficient</i> sinkt mit steigender Streuung von Analystenvorhersagen.
Keller/Möller (1992)	Deutschland 1725 Ereignisse (178 Firmen) 1974 bis 1986 Jahresergebnisse	Informationsgehalt von Jahresüberschuss und Bilanzgewinn ist bei Banken niedriger als bei Industrieunternehmen.
Keller/Möller (1993)	Deutschland Frankfurter Wertpapierbörse 1557 Ereignisse (153 Firmen) 1974 bis 1986 Jahresergebnisse	Informationsgehalt von Jahresabschlüssen ist bei vorheriger Veröffentlichung von Zwischenabschlüssen niedriger als ohne Veröffentlichung von Zwischenabschlüssen.
Pellens (1994)	Deutschland Alle acht deutschen Wertpapierbörsen 36 Firmen 1988 bis 1990 Jahresergebnisse	Keine Unterschiede im Informationsgehalt zwischen Jahres- und Konzernabschlüssen.

Coenberg/Henes (1995)	Deutschland Frankfurter Wertpapierbörse, Regionalbörsen 714 Ereignisse (167 Firmen) 1991 bis 1993 Halbjahresergebnisse	Zwischenberichte besitzen Informationsgehalt. Informationsgehalt ist abhängig von Unternehmensgröße, Freiwilligkeit der Zwischenberichterstattung und von der Betrachtung von Einzelabschlüssen oder Konzernabschlüssen.
Auer (1996)	CH  247 Ereignisse (35 Firmen) 1985 bis 1993 Jahresergebnisse	Untersuchung des Informationsgehalts von Ergebnisankündigungen bei Anwendung von IAS im Vergleich zu Ergebnisankündigungen bei Anwendung von EU-Rechnungslegungsgrundsätzen und Swiss GAAP. Gemischte Ergebnisse in Abhängigkeit der Berechnungsmethode.
Röder (1999)	Deutschland  912 Ereignisse (335 Firmen) 1996 und 1997 Ad hoc-Meldungen, einschl. Jahres- und Quartalsergebnissen (448 Ereignisse)	Ergebnisankündigungen in Ad hoc-Meldungen besitzen Informationsgehalt. Informationsgehalt ist abhängig von Aktienindex, Liquidität und Auftreten mehrerer Informationsereignisse.
Oerke (1999)	Deutschland  435 Ereignisse (196 Firmen) 1995 bis 1997 Ad hoc-Meldungen, einschl. Jahres- und Quartalsergebnissen (203 Ereignisse)	Jahresabschluss- und Zwischenberichtsinformationen in Ad hoc-Meldungen besitzen Informationsgehalt in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße. Untersuchung auf Basis von interday- und intraday-Daten.
Bushee/Noe (2000)	USA  4314 Firmenjahre 1982 bis 1996 Quartalsergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sinken mit steigendem Publizitätsindex der <i>Association for Investment and Management Research</i> (AIMR).
Francis/Schipper/Vincent (2002a)	USA  2190 Ereignisse (30 Firmen) 1980 bis 1999 Quartalsergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt sind abhängig vom Ausmaß zusätzlicher Information, die zusammen mit dem Periodenergebnis veröffentlicht werden. Erweiterung des Ansatzes von Hoskin/Hughes/Ricks (1986).
Francis/Schipper/Vincent (2002b)	USA  Durchschnittlich 2200 Ereignisse pro Jahr 1986 bis 1995 Quartalsergebnisse	Abnormale Renditen zum Ergebnisankündigungszeitpunkt steigen mit steigenden abnormalen Rendite zum Zeitpunkt der vorherigen Veröffentlichung von Analystenberichten.
Kohlbeck/Magilke (2002)	USA  103190 Ereignisse (9823 Firmen) 1995 bis 2000 Quartalsergebnisse	Am gleichen Tag wie die Ergebnisankündigung durchgeführte Conference Calls beeinflussen die Höhe der abnormalen Renditen.
Röder (2002)	Deutschland Alle deutschen Präsenzbörsen, XETRA 380 Ereignisse 1998 Ad hoc-Meldungen, einschl. Jahres- und Quartalsergebnissen	Ad hoc-Meldungen besitzen Informationsgehalt auf Basis von intraday-Daten.

Bailey/Karolyi/Salva (2005)	USA NYSE, NASDAQ, AMEX, OTC, Rule 144a 2503 Ereignisse (387 Firmen)	Abnormale Renditen von nicht-US-amerikanischen Unternehmen zum Ergebnisan-kündigungszeitpunkt sind nach der Notierung an einer US-amerikanischen Börse größer als vor der Notierung.
-----------------------------	--	--

<b>Tabelle A.4</b>		
Übersicht über Untersuchungen zur Handelsvolumenreaktion		
<b>Autoren</b>	<b>Kapitalmarkt Börse Stichprobenumfang Untersuchungszeitraum Art der Ergebnisse</b>	<b>Ergebnis</b>
Beaver (1968)	USA NYSE 143 Firmen 1961 bis 1965 Jahresergebnisse	Anstieg des abnormalen Handelsvolumens in der Woche der Ergebnisankündigung.
Kiger (1972)	USA NYSE 120 Ereignisse 1968 und 1969 Quartalsergebnisse	Anstieg des abnormalen Handelsvolumens in der Woche der Ergebnisankündigung.
Morse (1981)	USA OTC, NYSE, AMEX 767 Ereignisse (50 Firmen) 1973 bis 1976 Quartalsergebnisse	Anstieg des abnormalen Handelsvolumens am Tag der Ergebnisankündigung auf Basis täglicher Renditen.
Bamber (1986)	USA OTC, NYSE, AMEX 1200 Ereignisse (397 Firmen) 1977 bis 1979 Jahresergebnisse	Abnormales Handelsvolumen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt sinkt mit steigender Unternehmensgröße und steigt mit steigender Höhe der Ergebnisüberraschung.
Bamber (1987)	USA OTC, NYSE, AMEX 900 Ereignisse (195 Firmen) 1977 bis 1981 Quartalsergebnisse	Wie Bamber (1986), zusätzlich Berücksichtigung der Dauer des abnormalen Handelsvolumens.
Atiase/Bamber (1994)	USA 5282 Ereignisse (834 Firmen) 1980 bis 1989 Jahresergebnisse	Abnormales Handelsvolumen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt steigt mit steigender Streuung und Spanne der Analystenvorhersagen und mit steigender abnormaler Rendite.
Landsman/Maydew (2002)	USA 92613 Ereignisse 1972 bis 1998 Quartalsergebnisse	Bestätigung der Ergebnisse von Beaver (1968).
Ali/Klasa/Li (2004)	USA 9862 Ereignisse 1992 bis 2001 Jahresergebnisse	Abnormales Handelsvolumen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt ist abhängig vom Besitzanteil institutioneller Anleger.
Hora/Tondkar/McEwen (2004)	USA 256 Ereignisse (59 Firmen) 1988 bis 1995 Jahresergebnisse	Anstieg des abnormalen Handelsvolumens um den Veröffentlichungszeitpunkt von Überleitungsrechnungen von lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (ohne IAS und Canadian GAAP) auf US-GAAP in Form 20-F. Abnormales Handelsvolumen um den Veröffentlichungszeitpunkt steigt mit steigenden Ergebnisunterschieden und mit steigender Streuung der Analystenvorhersagen.

Chen/Sami (2004)	USA 103 Ereignisse (38 Firmen) 1995 bis 2001 Jahresergebnisse	Anstieg des abnormalen Handelsvolumens um den Veröffentlichungszeitpunkt von Überleitungsrechnungen von IAS auf US-GAAP in Form 20-F. Abnormales Handelsvolumen um den Veröffentlichungszeitpunkt steigt mit steigenden Ergebnisunterschieden und mit steigendem Besitzanteil institutioneller Investoren, sinkt mit steigender Unternehmensgröße und mit steigender Preisvolatilität.
Chae (2005)	USA NYSE, AMEX 55747 Ereignisse 1986 bis 2000	Abnormales Handelsvolumen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt sinkt mit steigender Anzahl an Analysten.

Tabelle A.5

Übersicht über internationale Untersuchungen zum Verhalten von Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt

Autoren	Kapitalmarkt Börse Stichprobenumfang Untersuchungszeitraum Art der Ergebnisse	Ergebnis der Untersuchung
Morse/Ushman (1983)	USA OTC 378 Ereignisse (25 Firmen) 1973 bis 1976 Quartalsergebnisse	Keine Änderung der Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt. Anstieg der Geld-Brief-Spannen an Tagen großer Aktienkursänderungen.
Venkatesh/Chiang (1986)	USA NYSE 119 Ereignisse 1973 Jahresergebnisse, Dividenden	Anstieg der Geld-Brief-Spannen in den Tagen vor der Ergebnisankündigung im Falle von „zweiten“ Ankündigungen.
Skinner (1993)	USA NASDAQ NMS 15462 Ereignisse (712 Firmen) 1983 bis 1989 Jahres- und Quartalsergebnisse	Anstieg der Geld-Brief-Spannen in den Tagen nach der Ergebnisankündigung im Falle großer Ergebnisüberraschungen und schlechter Nachrichten.
Lee/Mucklow/Ready (1993)	USA NYSE 606 Ereignisse (209 Firmen) 1988 Quartalsergebnisse	Senkung der Geld-Brief-Spannen in den Tagen vor der Ergebnisankündigung und Anstieg in den Tagen nach der Ergebnisankündigung in Abhängigkeit der Handelstiefe.
Krinsky/Lee (1996)	USA NYSE, AMEX 1017 Ereignisse 1989 bis 1990 Quartalsergebnisse	Anstieg der <i>information asymmetry</i> -Komponente und Senkung der <i>inventory holding cost</i> - und der <i>order processing cost</i> -Komponenten um den Ergebnisankündigungszeitpunkt.
Yohn (1998)	USA NYSE, AMEX 1989 Ereignisse (257 Firmen) 1988 bis 1990 Quartalsergebnisse	Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt sinken mit steigender Verfügbarkeit von Informationen vor der Ergebnisankündigung und steigen mit steigender Variabilität der Periodenergebnisse und mit steigendem <i>earnings respond coefficient</i> .
Affleck-Graves/ Callahan/Chipalkatti (2002)	USA NASDAQ 247 Firmen 1985 bis 1990 Quartalsergebnisse	Geld-Brief-Spannen um den Ergebnisankündigungszeitpunkt steigen mit steigender Streuung der Analystenvorhersagen und mit steigendem Analystenvorhersagefehler.
Libby/Mathieu/Robb (2002)	Kanada TSE 940 Ereignisse (235 Firmen) 1998 Jahres- und Quartalsergebnisse	Geld-Brief-Spannen und Handelstiefe vor dem Ergebnisankündigungszeitpunkt sind größer als danach. Unterscheidung zwischen Jahres- und Quartalsergebnissen.



Tabelle A.6

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Aktienkursreaktion für die gesamte Untersuchungsstichprobe in den Jahren 2002 bis 2006 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe						
Modell Variable	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	1919,12	32,56	<0,0001	1969,53	33,29	<0,0001
Size	-0,38	-16,20	<0,0001	-0,37	-16,05	<0,0001
NOST	0,30	13,70	<0,0001	0,25	11,34	<0,0001
DListing	162,78	3,74	0,00020	140,53	3,22	0,00130
DFinance	6,26	0,14	0,89250	4,69	0,10	0,91970
TimeLag	-0,04	-1,90	0,05710	-0,01	-0,43	0,66800
DEventType	83,53	1,73	0,08440	15,34	0,32	0,75210
DEarnPre	86,57	1,54	0,12320	156,62	2,78	0,00550
N	3590			3590		
Adj. R2	0,09940			0,09370		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
NOST	Rang der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Tabelle A.7

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf die Handelsvolumenreaktion für die gesamte Untersuchungsstichprobe in den Jahren 2002 bis 2006 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster (VOMean), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe						
Modell	$ACAVO_{Med}$			VOMean		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	1138,60	17,54	<0,0001	907,55	14,80	<0,0001
Size	0,23	13,45	<0,0001	0,42	26,03	<0,0001
$ACAR_{MA}$	0,27	17,35	<0,0001	0,21	14,11	<0,0001
DListing	158,92	3,81	0,00010	274,10	6,96	<0,0001
DFinance	-114,60	-2,54	0,01100	-127,09	-2,99	0,00280
TimeLag	-0,18	-8,96	<0,0001	-0,18	-9,21	<0,0001
DEventType	269,14	5,72	<0,0001	188,34	4,24	<0,0001
DEarnPre	-227,50	-4,17	<0,0001	-233,02	-4,52	<0,0001
N	3590			3590		
Adj. R2	0,14820			0,23890		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
$ACAR_{MA}$	Rang der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Tabelle A.8

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion ohne Trennung nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss in den Jahren 2002 bis 2006 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe						
Modell	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	1829,81	29,97	<0,0001	1842,60	30,20	<0,0001
Size	-0,36	-15,70	<0,0001	-0,36	-15,44	<0,0001
NOST	0,29	13,31	<0,0001	0,24	11,04	<0,0001
DListing	174,02	3,99	<0,0001	157,73	3,62	0,00030
DFinance	1,96	0,04	0,96630	2,23	0,05	0,96160
TimeLag	-0,05	-2,43	0,01500	-0,02	-1,05	0,29350
DEventType	85,15	1,69	0,09080	15,48	0,31	0,75830
DEarnPre	54,29	0,96	0,33910	113,89	2,01	0,04480
DIV	9,39	0,18	0,85470	31,23	0,61	0,54230
PERSCHGE	191,84	2,10	0,03590	191,69	2,10	0,03590
FINANC	164,25	1,69	0,09180	130,72	1,34	0,17930
CURR	152,87	4,07	<0,0001	206,08	5,49	<0,0001
FORE	107,89	3,02	0,00260	135,93	3,81	0,00010
MISC	4,70	0,06	0,94860	11,59	0,16	0,87370
N	3590			3590		
Adj R2	0,11140			0,11330		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
NOST	Rang der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Tabelle A.9

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Handelsvolumenreaktion in den Jahren 2002 bis 2006 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster ( $VOMean$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe, ohne Trennung nach Informationen mit zu erwartendem positivem und negativem Einfluss						
Modell	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
	Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert
Intercept	1224,11	18,61	<0,0001	982,77	15,81	<0,0001
Size	0,20	11,61	<0,0001	0,39	24,00	<0,0001
ACAR <sub>MM</sub>	0,28	17,74	<0,0001	0,21	14,38	<0,0001
DListing	146,71	3,52	0,00040	262,50	6,66	<0,0001
DFinance	-116,49	-2,59	0,00950	-130,62	-3,08	0,00210
TimeLag	-0,17	-8,25	<0,0001	-0,16	-8,49	<0,0001
DEventType	208,91	4,28	<0,0001	129,37	2,81	0,00500
DEarnPre	-129,60	-2,36	0,01850	-140,51	-2,70	0,00690
DIV	-30,86	-0,62	0,53420	-35,88	-0,76	0,44480
PERSCHGE	155,70	1,76	0,07810	198,54	2,38	0,01750
FINANC	249,57	2,65	0,00810	271,55	3,05	0,00230
CURR	-327,06	-8,99	<0,0001	-299,23	-8,70	<0,0001
FORE	109,32	3,16	0,00160	113,13	3,46	0,00060
MISC	220,19	3,10	0,00190	223,03	3,32	0,00090
N	3590			3590		
Adj. R2	0,16600			0,25330		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
ACAR <sub>MA</sub>	Rang der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentcheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

**Tabelle A.10**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell ( $ACAR_{MM}$ ) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung ( $ACAR_{MA}$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003						
Modell	$ACAR_{MM}$			$ACAR_{MA}$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	855,26	16,75	<0,0001	893,46	17,16	<0,0001
Size	-0,40	-11,71	<0,0001	-0,37	-10,67	<0,0001
NOST	0,34	9,82	<0,0001	0,24	6,91	<0,0001
DAccSys	72,42	2,50	0,01250	72,18	2,44	0,01460
DListing	43,21	1,41	0,15970	21,62	0,69	0,49020
DFinance	36,43	1,12	0,26430	34,81	1,05	0,29580
TimeLag	-0,08	-2,37	0,01790	-0,02	-0,69	0,48740
DEventType	56,22	1,57	0,11550	9,29	0,26	0,79870
DEarnPre	7,85	0,22	0,82720	35,56	0,97	0,33240
DIV	-2,83	-0,08	0,93250	7,53	0,22	0,82510
PERSCHGE	47,03	0,92	0,35670	66,63	1,28	0,20050
FINANC	73,62	1,34	0,18110	35,70	0,64	0,52490
CURR	2,62	0,10	0,92380	-7,82	-0,28	0,78000
FORE	30,00	1,30	0,19410	26,70	1,13	0,25720
MISC	-11,54	-0,28	0,78300	-18,58	-0,43	0,66390
N	1705			1705		
Adj. R2	0,11730			0,08300		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
NOST	Rang der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Tabelle A.10 (fortgesetzt)

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Tabelle A.11

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung ( $ACAVO_{Med}$ ) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster ( $VOMean$ ), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003						
Modell	$ACAVO_{Med}$			$VOMean$		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	438,39	8,33	<0,0001	266,60	5,53	<0,0001
Size	0,18	7,36	<0,0001	0,37	16,68	<0,0001
$ACAR_{MM}$	0,26	11,60	<0,0001	0,21	9,95	<0,0001
$DAccSys$	148,56	5,45	<0,0001	201,96	8,10	<0,0001
$DListing$	131,45	4,64	<0,0001	182,96	7,05	<0,0001
$DFinance$	-42,72	-1,37	0,17100	-72,22	-2,53	0,01150
$TimeLag$	-0,13	-4,29	<0,0001	-0,13	-4,82	<0,0001
$DEventType$	0,68	0,02	0,98400	-4,09	-0,13	0,89550
$DEarnPre$	-58,92	-1,72	0,08620	-60,16	-1,92	0,05560
DIV	28,16	0,88	0,37750	2,91	0,10	0,92050
PERSCHGE	88,71	1,83	0,06770	101,75	2,29	0,02210
FINANC	133,29	2,55	0,01090	188,25	3,93	<0,0001
CURR	-46,69	-1,78	0,07490	-37,07	-1,55	0,12220
FORE	57,12	2,60	0,00950	68,22	3,39	0,00070
MISC	115,62	2,89	0,00400	108,59	2,96	0,00310
N	1705			1705		
Adj. R2	0,19350			0,32360		

## Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
$ACAR_{MA}$	Rang der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
$DAccSys$	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
$DListing$	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
$DFinance$	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
$TimeLag$	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
$DEventType$	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
$DEarnPre$	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Tabelle A.11 (fortgesetzt)

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsent-scheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0



**Tabelle A.12**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Aktienkursreaktion unter Berücksichtigung direkter und indirekter Maße für Unternehmenspublizität) in den Jahren 2002 und 2003 für absolute kumulierte abnormale Renditen basierend auf dem Marktmodell (ACAR<sub>MM</sub>) und basierend auf dem Modell der Marktadjustierung (ACAR<sub>MA</sub>), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse war die Variable ScoreContent nicht verfügbar)

Modell	ACAR <sub>MM</sub>			ACAR <sub>MA</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	845,78	17,03	<0,0001	877,36	17,30	<0,0001
Size	-0,39	-9,79	<0,0001	-0,36	-8,96	<0,0001
NOST	0,54	10,66	<0,0001	0,43	8,28	<0,0001
MeanSumWords	-0,11	-3,03	0,00250	-0,10	-2,68	0,00750
ScoreContent	-0,02	-0,67	0,50320	-0,02	-0,52	0,60290
MedianVO	-0,19	-4,33	<0,0001	-0,18	-3,97	<0,0001
DAccSys	99,55	3,50	0,00050	90,74	3,12	0,00180
DListing	7,12	0,22	0,82680	-10,50	-0,32	0,75200
DFinance	32,43	1,03	0,30270	31,85	0,99	0,32150
TimeLag	-0,08	-2,33	0,01990	-0,01	-0,26	0,79560
DEventType	57,13	1,67	0,09450	-9,01	-0,26	0,79610
DEarnPre	-2,43	-0,07	0,94370	34,98	0,99	0,32050
DIV	-25,55	-0,80	0,42130	-14,71	-0,45	0,65030
PERSCHGE	47,34	0,99	0,32230	80,66	1,65	0,09870
FINANC	71,86	1,42	0,15530	44,50	0,86	0,38870
CURR	5,37	0,20	0,83850	-13,19	-0,49	0,62390
FORE	15,27	0,70	0,48660	19,46	0,87	0,38520
MISC	19,24	0,49	0,62570	14,11	0,35	0,72590
N	1550			1550		
Adj. R2	0,13840			0,10190		

Tabelle A.12 (fortgesetzt)

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
NOST	Rang der Anzahl der an einem Tag gehandelten Aktien eines Unternehmens
MeanSumWords	Rang des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
ScoreContent	Rang des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Gesamturteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
MedianVO	Rang des Medians des Handelsvolumens im Schätzfenster der Markmodell-Regression
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NE-MAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

**Tabelle A.13**

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf die Handelsvolumenreaktion unter Berücksichtigung direkter Maße für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003 für absolutes kumuliertes abnormales (prozentuales) Handelsvolumen basierend auf dem Modell der Medianbereinigung (ACAVO<sub>Med</sub>) und für durchschnittliches (prozentuales) Handelsvolumen über das Ereignisfenster (VOMean), P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse war die Variable ScoreContent nicht verfügbar)

Modell	ACAVO <sub>Med</sub>			VOMean		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	360,31	7,14	<0,0001	190,22	4,22	<0,0001
Size	0,06	1,79	0,07380	0,20	6,97	<0,0001
ACAR <sub>MM</sub>	0,28	11,91	<0,0001	0,22	10,39	<0,0001
MeanSumWords	0,21	6,31	<0,0001	0,30	10,30	<0,0001
ScoreContent	0,00	-0,09	0,92940	0,00	-0,18	0,85330
DAccSys	117,31	4,47	<0,0001	155,65	6,64	<0,0001
DListing	140,53	4,88	<0,0001	198,76	7,73	<0,0001
DFinance	-63,19	-2,13	0,03340	-99,90	-3,77	0,00020
TimeLag	-0,15	-4,94	<0,0001	-0,17	-6,10	<0,0001
DEventType	20,03	0,62	0,53300	31,20	1,09	0,27710
DEarnPre	-55,51	-1,71	0,08790	-59,96	-2,07	0,03910
DIV	45,11	1,51	0,13200	17,02	0,64	0,52440
PERSCHGE	46,61	1,04	0,30050	50,23	1,25	0,21170
FINANC	112,89	2,37	0,01810	155,09	3,64	0,00030
CURR	-52,34	-2,10	0,03570	-44,26	-1,99	0,04670
FORE	48,48	2,34	0,01930	56,65	3,07	0,00220
MISC	84,71	2,28	0,02300	74,81	2,25	0,02460
N	1550			1550		
Adj. R2	0,22100			0,37760		

Tabelle A.13 (fortgesetzt)

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen	
Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
ACAR <sub>MA</sub>	Rang der absoluten kumulierten abnormalen Rendite basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
MeanSumWords	Rang des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
ScoreContent	Rang des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Gesamturteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentcheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Tabelle A.14

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung von Einflussfaktoren auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt						
Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	46776,00	250,67	<0,0001	26339,00	125,99	<0,0001
Size	-0,46	-116,22	<0,0001	-0,43	-96,33	<0,0001
P	-0,08	-22,99	<0,0001	0,68	165,32	<0,0001
VO	-0,33	-103,65	<0,0001	-0,38	-103,76	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,14	48,64	<0,0001	0,15	44,33	<0,0001
DListing	-1118,27	-9,57	<0,0001	-1138,37	-8,70	<0,0001
DFinance	23,77	0,19	0,85170	-1032,78	-7,25	<0,0001
TimeLag	0,02	4,12	<0,0001	0,02	5,48	<0,0001
DEvtPer	-0,98	-0,01	0,99220	23,94	0,21	0,83070
DEarnPre	242,74	1,87	0,06100	347,57	2,39	0,01670
DEventType	1170,82	7,86	<0,0001	1269,23	7,61	<0,0001
N	53850			53850		
Adj. R2	0,55970			0,44720		

## Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
P	Rang des Aktienkurses
VO	Rang des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Rang der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Tabelle A.15

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrat-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	44636,00	241,06	<0,0001	23955,00	115,33	<0,0001
Size	-0,45	-116,50	<0,0001	-0,42	-96,24	<0,0001
P	-0,07	-20,67	<0,0001	0,69	172,41	<0,0001
VO	-0,32	-100,56	<0,0001	-0,36	-100,58	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,11	36,74	<0,0001	0,11	32,62	<0,0001
DListing	-716,88	-6,28	<0,0001	-675,80	-5,27	<0,0001
DFinance	81,88	0,66	0,50900	-954,76	-6,86	<0,0001
TimeLag	0,01	1,89	0,05890	0,01	3,37	0,00080
DEvtPer	96,35	0,99	0,32070	128,94	1,18	0,23610
DEarnPre	598,25	4,53	<0,0001	600,55	4,05	<0,0001
DEventType	272,45	1,86	0,06310	301,05	1,83	0,06710
DIV	-217,95	-1,60	0,11070	230,51	1,50	0,13260
PERSCHGE	59,75	0,25	0,80560	229,29	0,84	0,39980
FINANC	760,87	2,95	0,00320	-115,72	-0,40	0,68900
CURR	5145,25	50,44	<0,0001	5525,96	48,29	<0,0001
FORE	868,93	9,17	<0,0001	1222,73	11,50	<0,0001
MISC	345,30	1,79	0,07390	204,24	0,94	0,34600
N	53850			53850		
Adj. R2	0,58550			0,47830		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
P	Rang des Aktienkurses
VO	Rang des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Rang der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Tabelle A.15 (fortgesetzt)

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Tabelle A.16

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen in den Jahren 2002 bis 2006 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Gesamte Untersuchungsstichprobe – es werden nur die Beobachtungen am Ergebnisankündigungstag berücksichtigt						
Modell	$BidAsk_{per}$			$BidAsk_{diff}$		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	-3,83568	-23,94	<0,0001	-3,45913	-24,48	<0,0001
Size	-0,30973	-32,49	<0,0001	-0,27452	-32,65	<0,0001
P	-0,17212	-10,17	<0,0001	0,70468	47,22	<0,0001
VO	-0,17713	-25,09	<0,0001	-0,15822	-25,41	<0,0001
$AR_{MA}Sqr$	0,02456	5,16	<0,0001	0,02273	5,42	<0,0001
DListing	-0,07350	-2,17	0,03000	-0,05840	-1,96	0,05060
DFinance	0,01661	0,45	0,65000	0,00672	0,21	0,83510
TimeLag	0,00729	0,21	0,83570	0,00722	0,23	0,81580
DEarnPre	0,05313	1,35	0,17640	0,04493	1,30	0,19480
DEventType	0,03578	0,77	0,44310	0,03130	0,76	0,44690
DIV	-0,06232	-1,54	0,12390	-0,04983	-1,40	0,16310
PERSCHGE	-0,03820	-0,53	0,59600	-0,03682	-0,58	0,56240
FINANC	0,04404	0,58	0,56410	0,03745	0,56	0,57810
CURR	0,37353	12,53	<0,0001	0,32975	12,55	<0,0001
FORE	0,09113	3,24	0,00120	0,08046	3,24	0,00120
MISC	0,00576	0,10	0,91970	0,01387	0,28	0,78280
N	3590			3590		
Adj. R2	0,59620			0,50780		

## Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
P	Rang des Aktienkurses
VO	Rang des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
$AR_{MA}Sqr$	Rang der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0



Tabelle A.16 (fortgesetzt)

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Tabelle A.17

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität zum Ergebnisankündigungszeitpunkt auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze in den Jahren 2002 und 2003 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Ergebnisankündigungen in den Jahren 2002 und 2003 – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt

Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	22638,00	142,71	<0,0001	11005,00	67,89	<0,0001
Size	-0,50	-80,53	<0,0001	-0,43	-67,62	<0,0001
P	-0,05	-8,54	<0,0001	0,80	135,28	<0,0001
VO	-0,32	-60,26	<0,0001	-0,31	-58,30	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,09	21,19	<0,0001	0,08	17,73	<0,0001
DAccSys	310,46	3,80	0,00010	430,25	5,16	<0,0001
DListing	-807,15	-9,31	<0,0001	-824,37	-9,30	<0,0001
DFinance	-41,78	-0,45	0,65410	-29,50	-0,31	0,75680
TimeLag	-0,02	-3,76	0,00020	-0,02	-2,90	0,00370
DEvtPer	-42,70	-0,61	0,54370	-53,70	-0,75	0,45490
DEarnPre	703,85	7,19	<0,0001	711,70	7,12	<0,0001
DEventType	-28,74	-0,30	0,76740	-15,84	-0,16	0,87330
DIV	122,86	1,30	0,19510	127,46	1,32	0,18840
PERSCHGE	-104,50	-0,72	0,47010	37,95	0,26	0,79740
FINANC	52,19	0,34	0,73670	-92,43	-0,58	0,56010
CURR	44,31	0,57	0,56900	-32,95	-0,41	0,67850
FORE	-121,96	-1,87	0,06200	31,64	0,47	0,63570
MISC	25,02	0,21	0,83280	-153,40	-1,27	0,20520
N	25575			25575		
Adj. R2	0,52550			0,50460		

Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung, Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt,
P	Rang des Aktienkurses
VO	Rang des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Rang der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen
DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0

Tabelle A.17 (fortgesetzt)

DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentscheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

Tabelle A.18

Koeffizienten, T-Werte, P-Werte und  $R^2_{adj}$  der Kleinstquadrate-Regressionen auf Basis von Rängen zur Beurteilung des Einflusses der Unternehmenspublizität vor der Ergebnisankündigung auf Geld-Brief-Spannen unter Berücksichtigung direkter Maße für Unternehmenspublizität in den Jahren 2002 und 2003 für prozentuale Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{per}$ ) und absolute Geld-Brief-Spannen ( $BidAsk_{diff}$ ) an den Tagen -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt, P-Werte basieren auf einem zweiseitigen Test

Teilstichprobe von Periodenergebnissen in den Jahren 2002 und 2003 (für 155 Ereignisse war die Variable ScoreContent nicht verfügbar) – pro Ergebnisankündigung werden die Beobachtungen der Tage -12 bis +2 relativ zum Ergebnisankündigungszeitpunkt berücksichtigt						
Modell	BidAsk <sub>per</sub>			BidAsk <sub>diff</sub>		
Variable	Parameter	T-Wert	P-Wert	Parameter	T-Wert	P-Wert
Intercept	20571,00	78,03	<0,0001	10766,00	40,18	<0,0001
Size	-0,49	-69,67	<0,0001	-0,41	-57,34	<0,0001
P	-0,04	-6,64	<0,0001	0,79	125,09	<0,0001
VO	-0,31	-55,70	<0,0001	-0,30	-52,85	<0,0001
AR <sub>MA</sub> Sqr	0,10	20,33	<0,0001	0,08	16,81	<0,0001
MeanSumWords	0,01	0,42	0,67730	-0,04	-2,28	0,02260
ScoreContent	-0,03	-4,52	<0,0001	-0,04	-6,57	<0,0001
DAccSys	398,01	4,94	<0,0001	469,66	5,74	<0,0001
DListing	-962,97	-10,49	<0,0001	-1211,68	-12,99	<0,0001
DFinance	-32,54	-0,36	0,71640	-115,91	-1,27	0,20290
TimeLag	-0,03	-4,52	<0,0001	-0,02	-3,54	0,00040
DEvtPer	-7,87	-0,12	0,90760	-31,12	-0,45	0,65150
DEventType	643,01	6,78	<0,0001	625,51	6,49	<0,0001
DEarnPre	-6,57	-0,07	0,94460	-49,70	-0,52	0,60520
DIV	133,24	1,46	0,14380	117,51	1,27	0,20470
PERSCHGE	-74,81	-0,55	0,58540	120,15	0,86	0,38880
FINANC	93,51	0,64	0,52070	-15,78	-0,11	0,91510
CURR	51,40	0,67	0,50280	-53,05	-0,68	0,49630
FORE	-113,03	-1,79	0,07400	40,21	0,63	0,53170
MISC	120,82	1,07	0,28470	-87,62	-0,76	0,44520
N	23250			23250		
Adj. R2	0,51780			0,50230		

## Bezeichnung und Beschreibung der erklärenden Variablen

Size	Rang des Marktwertes eines Unternehmens zu Beginn des Monats vor der Ergebnisankündigung. Der Marktwert berechnet sich aus dem Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien und wird in Millionen Euro ausgedrückt.
P	Rang des Aktienkurses
VO	Rang des prozentualen Handelsvolumens einer Aktie
AR <sub>MA</sub> Sqr	Rang der quadrierten abnormalen Rendite einer Aktie basierend auf dem Modell der Marktadjustierung
MeanSumWords	Rang des über den Zeitraum 2002 und 2003 berechneten Durchschnitts der Summe der Wörter in Artikeln der Börsen-Zeitung, die von einem Unternehmen veranlasst wurden und zwischen Ergebnisankündigungszeitpunkten veröffentlicht wurden
ScoreContent	Rang des letzten vor dem Ergebnisankündigungstag vom <i>Manager-Magazin</i> veröffentlichten Gesamturteils zu einem Unternehmen in Bezug auf die Qualität der Geschäfts- und Zwischenberichte
DAccSys	Dummyvariable, die den Wert 1 im Falle von Ergebnisankündigungen eines Unternehmens annimmt, die auf international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (IAS, US-GAAP) beruhen, den Wert 0, sofern die Ergebnisankündigungen auf lokalen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB) beruhen

Tabelle A.18 (fortgesetzt)

DListing	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Unternehmen an einem Tag im Aktienindex NEMAX50 oder TecDAX enthalten ist, sonst den Wert 0
DFinance	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern das Unternehmen dem Finanzsektor zuzurechnen ist, ansonsten den Wert 0
TimeLag	Rang der Anzahl der Kalendertage zwischen dem Ende der Berichtsperiode und der korrespondierenden Ergebnisankündigung des Unternehmens
DEvtPer	Dummyvariable, die den Wert 1 für Tage in der Ereignisperiode annimmt, sonst den Wert 0
DEarnPre	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens vorläufige Periodenergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DEventType	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern eine Ergebnisankündigung eines Unternehmens Jahresergebnisse zum Gegenstand hat, sonst den Wert 0
DIV	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung neue Informationen über Dividenden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
PERSCHGE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis ein Personalwechsel in Vorstand oder Aufsichtsrat angekündigt wird, sonst den Wert 0
FINANC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis eine Finanzierungsentcheidung angekündigt wird, sonst den Wert 0
CURR	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf die Berichtsperiode veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
FORE	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit der Ergebnisankündigung Kommentare der Unternehmensleitung in Bezug auf künftige Perioden veröffentlicht werden, sonst den Wert 0
MISC	Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn zusammen mit dem Periodenergebnis sonstige Informationen veröffentlicht werden, die keiner anderen Kategorie zugeordnet werden können, sonst den Wert 0

**Abarbanell, Jeffery S./Lanen, William N./Verrecchia, Robert E. (1995):** Analysts' forecasts as proxies for investor beliefs in empirical research, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No. 1, pp. 31-60.

**Acker, Daniella/Stalker, Mathew/Tonks, Ian (2002):** Daily Closing Inside Spreads and Trading Volumes Around Earnings Announcements, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, No. 9 and 10, pp. 1149-1179.

**Affleck-Graves, John/Callahan, Carolyn M./Chipalkatti, Niranjan (2002):** Earnings Predictability, Information Asymmetry, and Market Liquidity, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 3, pp. 561-583.

**Affleck-Graves, John/Callahan, Carolyn M./Ramanan, Ramachandran (2000):** Detecting Abnormal Bid-Ask Spread: A Comparison of Event Study Methods, in: *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 14, pp. 45-65.

**AICPA (1994):** Improving Business Reporting -- a customer focus: meeting the information needs of investors and creditors, Jersey City, NJ.

**Akerlof, George A. (1970):** The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500.

**Ali, Ashiq/Klasa, Sandy/Li, Oliver Zhen (2004):** Differential Precision of Predisclosure Information across Traders and Trading Volume at Earnings Announcements, Working Paper.

**Amihud, Yakov/Mendelson, Haim (1986):** Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, pp. 223-249.

**Atiase, Rowland Kwame (1987):** Market Implications of Predisclosure Information: Size and Exchange Effects, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 25, Issue 1, pp. 168-176.

**Atiase, Rowland Kwame (1985):** Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, Issue 1, pp. 21-36.

**Atiase, Rowland Kwame/Bamber, Linda Smith (1994):** Trading volume reactions to annual accounting earnings announcements, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 17, Issue 3, pp. 309-329.

**Auer, Kurt V. (1996):** Capital market reactions to earnings announcements: empirical evidence on the difference in the information content of IAS-based earnings and EC-Directives-based earnings, in: The European Accounting Review, Vol. 5, Issue 4, pp. 587-623.

**Bailey, Warren/Karolyi, G. Andrew/Salva, Carolina (2006):** The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-Listings, in: Journal of Financial Economics, Vol. 81, No. 1, pp.175-213.

**Baiman, Stanley/Verrecchia, Robert E. (1996):** The Relation among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading, in: Journal of Accounting Research, Vol. 34, No. 1, pp. 1-22.

**Ball, Ray/Brown, Philip (1968):** An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, in: Journal of Accounting Research, Vol. 6, Issue 2, pp. 159-178.

**Bamber, Linda Smith (1987):** Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume around Quarterly Earnings Announcements, in: The Accounting Review, Vol. 62, Issue 3, pp. 510-532.

**Bamber, Linda Smith (1986):** The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach, in: Journal of Accounting Research, Vol. 24, No. 1, pp. 40-56.

**Beaver, William H. (1968):** The Information Content of Annual Earnings Announcements, in: Journal of Accounting Research, Vol. 6, Issue Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1968, pp. 67-92.

**Beaver, William H./Clarke, Roger/Wright, William F. (1979):** The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors, in: Journal of Accounting Research, Vol. 17, No. 2, pp. 316-340.

**Berndsen, Hans-Peter (1979):** Unternehmenspublizität - Eine empirische Untersuchung zur Messung des Publizitätsverhaltens großer börsennotierter Aktiengesellschaften und der Auswirkung auf die Anlageentscheidungen am Aktienmarkt, Augsburg.

**Boehmer, Ekkehart/Musumeci, Jim/Poulsen, Annette B. (1991):** Event-study methodology under conditions of event-induced variance, in: Journal of Financial Economics, Vol. 30, pp. 253-272.

**Bowman, Robert G. (1983):** Understanding and Conduction Event Studies, in: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 10, No. 4, pp. 561-584.

**Brandi, Ernst (1977):** Informationswirkungen der Jahresabschlussveröffentlichung auf Entscheidungen am Aktienmarkt, Augsburg.

**Brealey, Richard A./Myers, Stewart C. (2000):** Principles of corporate finance, 6<sup>th</sup> ed.

**Breker, Norbert/Gebhardt, Günther/Pape, Jochen (2000):** Das Fair-Value-Projekt für Finanzinstrumente - Stand der Erörterungen der Joint Working Group of Standard Setters im Juli 2000 -, in: Die Wirtschaftsprüfung, Jg. 53, Nr. 16, S. 729-744.

**Brown, Stephen J./Warner, Jerold B. (1985):** Using Daily Stock Returns - The Case of Event Studies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 14, Issue 1, pp. 3-31.

**Brunner, Antje (1996):** Meßkonzepte zur Liquidität auf Wertpapiermärkten, Working Paper.

**Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel/Deutsche Börse AG (1998):** Insiderhandelsverbote und Ad hoc Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl., [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/114173D7C35676A17973A07729A70F98/de/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/33\\_going\\_being\\_public/](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/114173D7C35676A17973A07729A70F98/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/)



10\_products/080\_adhoc\_meldungen/sm\_insiderhandelsverbotundadhocpublizitaet.pdf [Stand: 01.05.2007].

**Bushee, Brian J./Leuz, Christian (2005):** Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp. 233-264.

**Bushee, Brian J./Noe, Christopher F. (2000):** Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Issue Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm, pp. 171-202.

**Busse von Colbe, Walther/Ordelheide, Dieter/Gebhardt, Günther/Pellens, Bernhard (2003):** Konzernabschlüsse: Rechnungslegung nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen sowie nach Vorschriften des HGB und der IAS/IFRS, 7. Aufl., Wiesbaden.

**Carter, Mary Ellen/Soo, Billy S. (1999):** The Relevance of Form 8-K Reports, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 1, pp. 119-132.

**Chae, Joon (2005):** Timing Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information, in: *The Journal of Finance*, Vol. 60, Issue 1, pp. 413-442.

**Chen, Huajing/Sami, Heibatollah (2004):** Trading Volume Reaction to the Earnings Reconciliation from IAS to U.S. GAAP on Form 20-F, Working Paper.

**Coenenberg, Adolf G./Henes, Frank (1995):** Der Informationsgehalt der Zwischenberichtspublizität nach § 44b Börsengesetz, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 47. Jg., Heft 11, S. 969-995.

**Coenenberg, Adolf G./Möller, Peter (1979):** Entscheidungswirkungen von Jahresabschlußinformationen vor und nach der Aktienrechtsreform von 1965, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 31. Jg., Heft 5, S. 438-454.

**Coenenberg, Adolf G./Schmidt, F./Werhand, M. (1983):** Bilanzpolitische Entscheidungen und Entscheidungswirkungen in manager- und eigentümerkontrollierten Unternehmen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 35. Jg., Heft 4, S. 321-343.

**Coffee, John C., Jr. (1984):** Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, in: Virginia Law Review, Vol. 70, No. 4, pp. 717-753.

**Collins, Daniel W./Kothari, S.P. (1989):** An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 11, Issue 2/3, pp. 143-181.

**Copeland, Thomas E./Galai, Dan (1983):** Information Effects on the Bid-Ask Spread, in: The Journal of Finance, Vol. 38, No. 5, pp. 1457-1469.

**Core, John E. (2001):** A review of the empirical disclosure literature: discussion, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, Issue 1-3, pp. 441-456.

**Corrado, Charles J. (1989):** A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 23, pp. 385-395.

**Darrough, Masako N./Stoughton, Neal M. (1990):** Financial Disclosure Policy in an Entry Game, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 12, Issue 1-3, pp. 219-243.

**Daske, Holger (2005):** Adopting international financial reporting standards in the European Union - empirical essays on causes, effects and economic consequences, Frankfurt.

**Daske, Holger (2006):** Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP – Have the Expected Cost of Equity Capital Really Decreased?, in: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 33, Nos. 3/4, pp. 329-373.

**Daske, Holger/Gebhardt, Günther (2006):** International Financial Reporting Standards and Experts' Perceptions of Disclosure Quality, in: Abacus, Vol. 42, Nos. 3/4, pp. 461-498.

**Deutsche Börse AG (2004):** Factbook 2003, [http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/Web+Publikationen/CPOL-5ZMGDT/\\$FILE/Factbook\\_2003.pdf?OpenElement](http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/Web+Publikationen/CPOL-5ZMGDT/$FILE/Factbook_2003.pdf?OpenElement) [Stand: 01.05.2007].

**Deutsche Börse AG (2003a):** Factbook 2002, [http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/Web+Publikationen/CPOL-5MHCAD/\\$FILE/Factbook\\_2002\\_e.pdf?OpenElement](http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/Web+Publikationen/CPOL-5MHCAD/$FILE/Factbook_2002_e.pdf?OpenElement) [Stand: 01.05.2007].

**Deutsche Börse AG (2003b):** Designated Sponsors im Aktienmarkt, [http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/Web+Publikationen+E/RJAN-5DHGRZ/\\$FILE/special\\_designated\\_sponsors\\_15\\_8\\_03.pdf?OpenElement](http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/Web+Publikationen+E/RJAN-5DHGRZ/$FILE/special_designated_sponsors_15_8_03.pdf?OpenElement) [Stand: 01.05.2007].

**Deutsche Börse AG (2002):** Neue Segmente und Indizes schaffen den transparentesten Aktienmarkt Europas, [http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/HAMN-5G5GA9/\\$FILE/sasAktienmarkt\\_D.pdf?OpenElement](http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/HAMN-5G5GA9/$FILE/sasAktienmarkt_D.pdf?OpenElement) [Stand: 01.05.2007].

**Diamond, Douglas W./Verrecchia, Robert E. (1991):** Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, in: *The Journal of Finance*, Vol. 46, Issue 4, pp. 1325-1359.

**Dye, Ronald A. (1985):** Disclosure of Nonproprietary Information, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, No. 1, pp. 123-145.

**Easton, Peter D./Zmijewski, Mark E. (1989):** Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, Issue 2/3, pp. 117-141.

**Eccles, Robert G./Herz, Robert H./Keegan, E. Mary/Phillips, David M.H. (2002):** *Die Value Reporting Revolution*, Weinheim

**Fama, Eugene F. (1970):** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.

**Fama, Eugene F./Fisher, Lawrence/Jensen, Michael C./ Roll, Richard (1969):** The Adjustment of Stock Prices to New Information, in: International Economic Review, Vol. 10, No. 1, pp. 1-21.

**FASB (2001):** Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report, Business Reporting Research Project, <http://www.fasb.org/brrp/BRRP2.PDF> [Stand: 01.05.2007].

**Feinendegen, Stefan/Nowak, Eric (2001):** Publizitätspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften im Spannungsfeld zwischen Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität, in: Die Betriebswirtschaft, 61. Jg., Heft 3, S. 371-389.

**Feltham, G.A./Xie, J.Z. (1992):** Voluntary financial disclosure in an Entry Game with Continua of Types, in: Contemporary Accounting Research, Vol. 9, No. 1, pp. 46-80.

**Firth, M. (1984):** The extent of voluntary disclosure in corporate annual reports and its association with security risk measures, in: Applied Economics, Vol. 16, Issue 2, pp. 269-277.

**Francis, Jennifer/Philbrick, Donna/Schipper, Katherine (1994):** Shareholder Litigation and Corporate Disclosures, in: Journal of Accounting Research, Vol. 32, No. 2, pp. 137-164.

**Francis, Jennifer/Schipper, Katherine/Vincent, Linda (2002a):** Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements, in: The Accounting Review, Vol. 77, No. 3, pp. 515-546.

**Francis, Jennifer/Schipper, Katherine/Vincent, Linda (2002b):** Earnings announcements and competing information, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 33, Issue 3, pp. 313-342.

**Freeman, Robert N. (1987):** The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 9, Issue 2, pp. 195-228.

**Freeman, Robert N./Tse, Senyo (1992):** A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings, in: Journal of Accounting Research, Vol. 30, No. 2, pp. 185-209.

**Freeman, Robert N./Tse, Senyo (1989):** The Multiperiod Information Content of Accounting Earnings: Confirmations and Contradictions of Previous Earnings Reports, in: Journal of Accounting Research, Vol. 27, Issue Current Studies on The Information Content of Accounting Earnings, pp. 49-79.

**Freihube, Thorsten (2003):** Wettbewerb, Liquidität und Rolle von Intermediation im Wertpapierhandel, Frankfurt.

**Freihube, Thorsten/Kehr, Carl-Friedrich/Krahn, Jan P./Theissen, Erik (1999):** Was leisten Kursmakler? Eine empirische Untersuchung am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse, in: Kredit und Kapital, 32. Jg., Heft 3, S. 426-460.

**Freihube, Thorsten/Krahn, Jan P./Theissen, Erik (2002):** Market Structure, intermediation and liquidity, in: Franke, Günter/Gebhardt, Günther/Krahn, Jan P. (Hrsg.): German Financial Markets and Institutions: Selected Studies, Schmalenbach Business Review, Special Edition 1/02, pp. 255-274.

**Freihube, Thorsten/Theissen, Erik (2001):** An Index is an Index is an Index?, in: Schmalenbach Business Review, Vol. 53, pp. 295-320.

**Fürhoff, Jens (2003):** Neuregelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene, in: Die Aktiengesellschaft, 48. Jg., Heft 2, S. 80-85.

**Gebhardt, Cord (2003):** Prime und General Standard: Die Neusegmentierung des Aktienmarkts and der Frankfurter Wertpapierbörse, in: Wertpapier-Mitteilungen, 57. Jg., Heft 2, S. 3-24.

**Gebhardt, Günther (1980):** Insolvenzprognosen aus aktienrechtlichen Jahresabschlüssen. Eine Beurteilung der Reform der Rechnungslegung durch das Aktiengesetz 1965 aus der Sicht unternehmensexterner Adressaten, Wiesbaden.

**Gebhardt, Günther (2002):** Announcement Effects of Financing Decisions by German Companies: Synthesis of an Empirical Research Program, in: Franke, Günter/Gebhardt, Günther/Krahen, Jan P. (Hrsg.): German Financial Markets and Institutions: Selected Studies, Schmalenbach Business Review, Special Edition 1/02, pp. 107-134.

**Gebhardt, Günther/Entrup, Ulrich (1993):** Kapitalmarktreaktionen auf die Ausgabe von Optionsanleihen, in: Bühler, Wolfgang/Hax, Herbert/Schmidt, Reinhard (Hrsg.): Empirische Kapitalmarktforschung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 31/93, S. 1-33.

**Gebhardt, Günther/Entrup, Ulrich/Heiden, Stefan (1994):** Kursreaktionen auf Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 6. Jg., Nr. 4, S. 308-332.

**Gebhardt, Günther/Heiden, Stefan/Daske, Holger (2001):** Determinants of Capital Market Reactions to Seasoned Equity Offers by German Corporations, Working Paper.

**Glosten, Lawrence R./Milgrom, Paul R. (1985):** Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, in: Journal of Financial Economics, Vol. 14, pp. 71-100.

**Graham, John R./Harvey, Campbell R./Rajgopal, Shiva (2005):** The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, Working Paper, erscheint in: Journal of Accounting and Economics.

**Grammig, Joachim/Schiereck, Dirk/Theissen, Erik (2000):** Informationsbasierter Aktienhandel über IBIS, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 52. Jg., Nr. 11, S. 619-624.

**Grant, Edward B. (1980):** Market Implications of Differential Amounts of Interim Information, in: Journal of Accounting Research, Vol. 18, Issue 1, pp. 255-268.

**Greenstone, Michael/Oyer, Paul/Vissing-Jørgensen, Annette (2006):** Mandated Disclosure, Stock Returns, and the 1964 Securities Acts Amendments, in: The Quarterly Journal of Economics, Volume 121, No. 2, pp. 399-460.

**Grimme, Leoni/Buttlar, Julia von (2003):** Neu Entwicklungen in der Ad-hoc-Publizität - Vom Vierten Finanzmarktförderungsgesetz zur Marktmissbrauchsrichtlinie -, in: Wertpapier-Mitteilungen, 57. Jg., Heft 19, S. 901-948.

**Grossman, Sanford J. (1981):** The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality, in: Journal of Law and Economics, Vol. 24, No. 3, pp. 461-483.

**Gujarati, Damodar N. (1995):** Basic Econometrics, 3rd ed., Singapore.

**Häcker, Mirko (2003):** Preiseinfluss institutioneller Investoren am deutschen Aktienmarkt, Frankfurt.

**Hammen, Horst (2003):** Zwischenberichtspflicht im Geregeltten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse?, in: Wertpapier-Mitteilungen, 57. Jg., Heft 21, S. 997-1044.

**Healy, Paul M./Hutton, Amy P./Palepu, Krishna G. (1999):** Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, in: Contemporary Accounting Research, Vol. 16, Issue 3, pp. 485-520.

**Healy, Paul M./Palepu, Krishna G. (2001):** Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, pp. 405-440.

**Heflin, Frank/Subramanyam, K. R./Zhang, Yuan (2003):** Regulation FD and the Financial Information Environment: Early Evidence, in: The Accounting Review, Vol. 78, No. 1, pp. 1-37.

**Heiden, Stefan (2002):** Kursreaktionen auf Dividendenkündigungen - Ereignisstudie am deutschen Kapitalmarkt, Wiesbaden.

**Heiden, Stefan/Gebhardt, Günther/Burkhardt, Irmelin (1997):** Einflußfaktoren für Kursreaktionen auf die Ankündigung von Kapitalerhöhungen deutscher Aktiengesellschaften, Working Paper.

**Hirshleifer, Jack (1971):** The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity, in: American Economic Review, Vol. 61, No. 4, pp. 561-574.

**Ho, Thomas/Stoll, Hans R. (1981):** Optimal Dealer Pricing under Transactions and Return Uncertainty, in: Journal of Financial Economics, Vol. 9, No. 1, pp. 47-73.

**Holthausen, R.W./Verrecchia, Robert E. (1988):** The effect of sequential information releases on the variance of price changes in an intertemporal multi-asset market, in: Journal of Accounting Research, Vol. 26, No. 1, pp. 82-100.

**Hora, Judith/Tondkar, Rasoul H./McEwen, Ruth Ann (2004):** Does trading volume detect information content in earnings reconciliations of foreign firms?, in: Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Vol. 13, No. 2, pp. 71-87.

**Hoskin, Robert E./Hughes, John S./Ricks, William E. (1986):** Evidence on the Incremental Information Content of Additional Firm Disclosures Made Concurrently with Earnings, in: Journal of Accounting Research, Vol. 24, Supplement, pp. 1-32.

**Imhoff, Eugene A., Jr./Lobo, Gerald J. (1992):** The Effect of Ex Ante Earnings Uncertainty on Earnings Response Coefficients, in: The Accounting Review, Vol. 67, Issue 2, pp. 427-439.

**Ittner, Christopher D./Larcker, David F. (1998):** Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction, in: Journal of Accounting Research, Vol. 36, Supplement, pp. 1-35.

**Kaserer, Christoph/Nowak, Eric (2001):** Die Anwendung von Ereignisstudien bei Ad-hoc-Mitteilungen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung, 71. Jg., Heft 11, S. 1353-1356.



**Keller, Erich/Möller, Hans Peter (1993):** Die Auswirkungen der Zwischenberichterstattung auf den Informationswert von Jahresabschlüssen am Kapitalmarkt - Konzeption und Ergebnisse einer kapitalmarktorientierten empirischen Untersuchung zum Informationsgehalt der Jahresabschlüsse deutscher Aktieng., in: Bühler, Wolfgang/Hax, Herbert/Schmidt, Reinhard (Hrsg.): Empirische Kapitalmarktforschung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 31/93, S. 35-60.

**Keller, Erich/Möller, Hans Peter (1992):** Einstufung von Bankbilanzen am Kapitalmarkt infolge von § 26a KWG, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 4. Jg., Heft 3, S. 169-183.

**Kiger, J.E. (1972):** An Empirical Investigation of NYSE Volume and Price Reactions to the Announcement of Quarterly Earnings, in: Journal of Accounting Research, Vol.10, No. 1, pp.113-128.

**Kim, Oliver/Verrecchia, Robert E. (2001):** The Relation among Disclosure, Returns, and Trading Volume Information, in: The Accounting Review, Vol. 76, No. 4, pp. 633-654.

**Kim, Oliver/Verrecchia, Robert E. (1994):** Market liquidity and volume around earnings announcements, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 17, Issue 1/2, pp. 41-67.

**Kim, Oliver/Verrecchia, Robert E. (1991a):** Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements, in: Journal of Accounting Research, Vol. 29, No. 2, pp. 302-321.

**Kim, Oliver/Verrecchia, Robert E. (1991b):** Market reaction to anticipated announcements, in: Journal of Financial Economics, Vol. 30, No. 2, pp. 273-309.

**King, Ronald/Pownall, Grace/Waymire, Gregory (1990):** Expectations Adjustment via Timely Management Forecasts: Review, Synthesis, and Suggestions for Future Research, in: Journal of Accounting Literature, Vol. 9, pp. 113-144.

**Koch, Stefan (2005):** Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, in: Der Betrieb, 58. Jg, Heft 5, S. 267-274.

**Kohlbeck, Mark/Magilke, Matthew (2002):** The Impact of Concurrent Conference Calls on the Information Content of Earnings Announcements, Working Paper.

**Kormendi, Roger/Lipe, Robert (1987):** Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns, in: Journal of Business, Vol. 60, No. 3, pp. 323-345.

**Kothari, S.P. (2001):** Capital markets research in accounting, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, Issue 1-3, pp. 105-231.

**Krinsky, Itzhak/Lee, Jason (1996):** Earnings Announcements and the Components of the Bid-Ask Spread, in: The Journal of Finance, Vol. 51, No. 4, pp. 1523-1535.

**Kross, William/Schroeder, Douglas A. (1988):** Firm Prominence and the Differential Information Content of Quarterly Earnings Announcements, in: Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 16, No. 1, pp. 55-74.

**Kühle, Martin P. (2000):** Global Stock Markets: microstructure, trading mechanisms and bid-ask spreads, St. Andrews.

**Kyle, Albert S. (1985):** Continuous Auctions and Insider Trading, in: Econometrica, Vol. 53, No. 6, pp. 1315-1336.

**Landsman, Wayne R./Maydew, Edward L. (2002):** Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades?, in: Journal of Accounting Research, Vol. 40, No. 3, pp. 797-808.

**Lang, Mark H./Lundholm, Russell J. (2000):** Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry of Hying the Stock?, in: Contemporary Accounting Research, Vol. 17, No. 4, pp. 623-662.

**Lang, Mark H./Lundholm, Russell J. (1996):** Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior, in: Accounting Review, Volume 71, Issue 4, pp. 467-492.

**Lang, Mark H./Lundholm, Russell J. (1993):** Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures, in: Journal of Accounting Research, Volume 31, Issue 2, pp. 246-271.

**Lee, Charles M.C./Mucklow, Belinda/Ready, Mark J. (1993):** Spreads, Depth, and the Impact of Earnings Information: An Intraday Analysis, in: The Review of Financial Studies, Vol. 6, Issue 2, pp. 345-374.

**Leis, Josef/Nowak, Eric (2001):** Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, Stuttgart.

**Leuz, Christian (2003):** IAS Versus U.S. GAAP: Information Asymmetry-Based Evidence from Germany's New Market, in: Journal of Accounting Research, Vol. 41, No. 3, pp. 445-472.

**Leuz, Christian/Verrecchia, Robert E. (2000):** The Economic Consequences of Increased Disclosure, in: Journal of Accounting Research, Vol. 38, Supplement, pp. 91-124.

**Libby, Theresa/Mathieu, Robert/Robb, Sean W. G. (2002):** Earnings Announcements and Information Asymmetry: An Intra-Day Analysis, in: Contemporary Accounting Research, Vol. 19, No. 3, pp. 449-72.

**MacKinlay, Craig A. (1997):** Event Studies in Economics and Finance, in: Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, pp. 13-39.

**Manager-Magazin (2003):** Bester Geschäftsbericht 2003, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/geschaeftsbericht/0,2828,265598,00.html> [Stand: 01.05.2007].

**Manager-Magazin (2002):** Bester Geschäftsbericht 2002, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/geschaeftsbericht/0,2828,213062,00.html> [Stand: 01.05.2007].

**Manager-Magazin (2001):** Bester Geschäftsbericht 2001, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/geschaeftsbericht/0,2828,158035,00.html> [Stand: 01.05.2007].

**Marais, M. Laurentius (1984):** An Application of the Bootstrap Method to the Analysis of Squared, Standardized Market Model Prediction Errors, in: Journal of Accounting Research, Vol. 22, Studies on Current Econometric Issues in Accounting Research, pp. 34-54.

**May, Robert G. (1971):** The Influence of Quarterly Earnings Announcements on Investor Decisions as Reflected in Common Stock Price Changes, in: Journal of Accounting Research, Vol. 9, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1971, pp. 119-163.

**McNichols, Maureen/Trueman, Brett (1994):** Public Disclosure, private information collection, and short-term trading, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 17, Issue 1/2, pp. 69-94.

**Merkt, Hanno (2001):** Unternehmenspublizität : Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Tübingen.

**Milgrom, Paul R. (1981):** Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications, in: The Bell Journal of Economics, Vol. 12, No. 2, pp. 380-391.

**Möller, Hans Peter/Hüfner, Bernd/Kavermann, Markus (2003):** Zur Tauglichkeit unterschiedlicher Rechnungslegungssysteme für den deutschen Aktienmarkt - Ein empirischer Vergleich von Abschlüssen nach deutschem HGB und IAS bzw. U.S. GAAP, in: Rathgeber, Andreas; Tebroke, Hermann-Josef; Wallmeier, Martin (Hrsg.): Finanzwirtschaft, Kapitalmarkt und Banken : Festschrift für Manfred Steiner zum 60. Geburtstag, S. 195-220.

**Morse, Dale (1981):** Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination, in: Journal of Accounting Research, Vol. 19, Issue 2, pp. 374-383.

**Morse, Dale/Ushman, Neal (1983):** The Effect of Information Announcements on the Market Microstructure, in: The Accounting Review, Vol. 58, No. 2, pp. 247-258.

**Oerke, Marc (1999):** Ad-Hoc-Mitteilungen und deutscher Aktienmarkt: Marktreaktionen und Informationen, Wiesbaden.

**Pagano, Marco/Röell, Ailsa (1992):** Auction and dealership markets - What is the difference?, in: European Economic Review, Vol. 36, Issue 2-3, pp. 613-623.

**Patel, Sandeep A./Dallas, George S. (2002):** Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results - United States, Working Paper.

**Pellens, Bernhard (1994):** Aktionärsschutz im Konzern - empirische und theoretische Analyse der Vorschläge der Konzernverfassung, Wiesbaden.

**Pincus, Morton (1983):** Information Characteristics of Earnings Announcements and Stock Market Behavior, in: Journal of Accounting Research, Vol. 21, Issue 1, pp. 155-183.

**Pownall, Grace/Wasley, Charles/Waymire, Gregory (1993):** The Stock Price Effects of Alternative Types of Management Earnings Forecasts, in: The Accounting Review, Vol. 68, No. 4, pp. 896-912.

**Röder, Klaus (2002):** Intraday-Umsätze bei Ad hoc-Meldungen, in: Finanzbetrieb, 4. Jg., Heft 12, S. 728-735.

**Röder, Klaus (1999):** Kurswirkungen von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften, Lohmar/Köln.

**Rohrbach, Kermit/Chandra, Ramesh (1989):** The Power of Beaver's U against a Variance Increase in Market Model Residuals, in: Journal of Accounting Research, Vol. 27, No. 1, pp. 145-155.

**Schadewitz, Hannu J./Kanto, Antti J./Kahra, Hannu A./Blevins, Dallas R. (2002):** An Analysis of the Impact of Varying Levels of Interim Disclosure on Finnish Share Prices within Five Days of the Announcement, in: American Business Review, Vol. 20, Issue 2, pp. 33-46.

**Schmidt, Hartmut/Treske, Kai (2002):** Inside Spreads vs. Individual Dealer Spreads: Components of the Bid-Ask Spread in the German Equity Market, in: Franke,

Günter/Gebhardt, Günther/Krahn, Jan P. (Hrsg.): German Financial Markets and Institutions: Selected Studies, Schmalenbach Business Review, Special Edition 1/02, pp. 205-223.

**Schrand, Catherine/Verrecchia, Robert E. (2005):** Information Disclosure and Adverse Selection Explanations for IPO Underpricing, Working Paper.

**Sengupta, Partha (1998):** Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt, in: The Accounting Review, Vol. 73, Issue 4, pp. 459-474.

**Shores, D. (1990):** The Association between Interim Information and Security Returns Surrounding Earnings Announcements, in: Journal of Accounting Research, Vol. 28, Issue 1, pp. 164-181.

**Skinner, Douglas J. (1994):** Why Firms Voluntarily Disclose Bad News, in: Journal of Accounting Research, Vol. 32, No. 1, pp. 38-60.

**Skinner, Douglas J. (1993):** Bid-Ask Spreads around Earnings Announcements: Evidence from the NASDAQ national market system, Working Paper.

**Spindler, Gerald (2003):** Prime Standard und General Standard - Die Börse als Ersatzgesetzgeber für Quartalsberichte?, in: Wertpapier-Mitteilungen, 57. Jg., Heft 43, S. 2073-2120.

**Stoll, Hans R. (1978):** The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of Nasdaq Stocks, in: The Journal of Finance, Vol. 33, No. 4, pp. 1153-1172.

**Theissen, Erik (1998):** Parketthandel versus Computerhandel: Ergebnisse für den deutschen Aktienmarkt, in: Weinhardt, Christof/Meyer zu Selhausen, Hermann/Morlock, Martin (Hrsg.): Informationssysteme in der Finanzwirtschaft, Berlin, S. 171-186.

**Venkatesh, P.C./Chiang, R. (1986):** Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements, in: The Journal of Finance, Vol. 41, No. 5, pp. 1089-1102.

**Verrecchia, Robert E. (2001):** Essays on disclosure, in: Journal of Accounting and Economics, Vo. 32, Issue 1-3, pp. 97-180.

**Verrecchia, Robert E. (1983):** Discretionary Disclosure, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 5, No. 3, pp. 179-194.

**Wagenhofer, Alfred (1990):** Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 12, Issue 4, pp. 341-363.

**Wagenhofer, Alfred/Ewert, Ralf (2003):** Externe Unternehmensrechnung, Berlin/Heidelberg.

**Watts, Ross L./Zimmerman, Jerold L. (1986):** Positive Accounting Theory, Englewood Cliffs, NJ.

**Watts, Ross L./Zimmerman, Jerold L. (1983):** Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence, in: Journal of Law and Economics, Vol. 26, Issue 3, pp. 613-633.

**Welker, Michael (1995):** Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets, in: Contemporary Accounting Research, Vol. 11, No. 2, pp. 801-827.

**Wolff, Jürgen (2003):** Eine Intermarket-Analyse der Komponenten der Geld-Brief-Spanne, Wiesbaden.

**Yohn, Teri Lombardi (1998):** Information Asymmetry Around Earnings Announcements, in: Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 11, Issue 2, pp. 165-182.

**Zietsch, Udo A./Holzborn, Timo (2002a):** Zulassungsfolgepflichten börsennotierter Unternehmen - Eine Übersicht der Pflichten von Unternehmen nach deren Zulassung an einer deutschen Börse ("Zulassungsfolgepflichten") - Teil I, in: Wertpapier-Mitteilungen, 56. Jg., Heft 48, S. 2356-2367.

**Zietsch, Udo A./Holzborn, Timo (2002b):** Zulassungsfolgepflichten börsennotierter Unternehmen - Eine Übersicht der Pflichten von Unternehmen nach deren Zulassung an einer deutschen Börse ("Zulassungsfolgepflichten") - Teil II, in: Wertpapier-Mitteilungen, 56. Jg., Heft 49, S. 2393-2436.



## **PERSÖNLICHE DATEN**

Name	Christopher Almeling
Geburtsdatum und -ort	6. Mai 1975, Darmstadt
Nationalität	deutsch

## **SCHULISCHE AUSBILDUNG**

08/1981 bis 07/1985	Grundschule Karlstein am Main
08/1985 bis 06/1994	Franziskanergymnasium Kreuzburg in Großkrotzenburg, Abschluss: Allgemeine Hochschulreife

## **BERUFLICHE AUS- UND FORTBILDUNG**

09/1994 bis 07/1996	Ausbildung zum Industriekaufmann bei der Hebel Haus GmbH & Co.
10/1996 bis 04/2001	Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt Abschluss zum Diplom-Kaufmann
06/2008	Bestellung zum Wirtschaftsprüfer

## **FORSCHUNGSTÄTIGKEITEN**

05/1999 bis 12/2000	Wissenschaftliche Hilfskraft an der Professur für Internationales Rechnungswesen, Prof. Dr. Dieter Ordelheide
03/2002 bis 07/2008	Doktorand an der Professur für Wirtschaftsprüfung, Prof. Dr. Günther Gebhardt
05/2005	Teilnahme und Präsentation am Doctoral Colloquium des European Institute for Advanced Studies in Management (EIASM) in Gullholmen, Schweden, und an der Annual Conference der European Accounting Association (EAA) in Göteborg, Schweden

## **LEHRTÄTIGKEITEN**

- 04/1998 bis 03/1999 Studentischer Tutor in Mathematik an der Professur für Quantitative Methoden, Prof. Dr. Dietrich Ohse
- Seit 09/2001 Durchführung diverser Schulungen im Rahmen der innerbetrieblichen Aus- und Fortbildung bei der PricewaterhouseCoopers AG
- 03/2002 bis 08/2005 Betreuer für die Seminare „Internationale Rechnungslegung“, „Empirische Kapitalmarktforschung“ und „Unternehmensbewertung und Finanzanalyse“ am Lehrstuhl von Prof. Dr. Günther Gebhardt

## **PRAKTISCHE ERFAHRUNGEN**

- 08/1996 bis 09/1996 Angestellter bei der Hebel Haus GmbH & Co. im Bereich Rechnungsprüfung
- 08/1997 bis 09/1997 Praktikum im Bereich der Steuerberatung bei der PVW Treuhandgesellschaft mbH
- 03/1999 bis 04/1999 Praktikum im Bereich Wirtschaftsprüfung bei der PwC Deutsche Revision AG
- 04/1999 bis 11/1999 Studienbegleitende Aushilfstätigkeit bei der Prüfungs- und Treuhand GmbH
- 05/2001 bis 06/2001 Angestellter bei der Prüfungs- und Treuhand GmbH im Bereich Wirtschaftsprüfung
- Seit 09/2001 Mitarbeiter der Fachabteilung Rechnungslegung und Prüfung bei der PricewaterhouseCoopers AG, Frankfurt am Main

„Ich habe die vorgelegte Dissertation selbst verfasst und dabei nur die von mir angegebenen Quellen und Hilfsmittel benutzt. Alle Textstellen, die wörtlich oder sinngemäß aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, sowie alle Angaben, die auf mündlichen Auskünften beruhen, sind als solche kenntlich gemacht.“

14. September 2007

Christopher Almeling