

Durch Finanzanalysten wahrgenommene Qualität der Investor Relations deutscher Unternehmen

von

Felicia Gohlke

Dirk Schiereck

Ralph Tunder

Working Paper № 4-2006

Diese Version: Juli 2007

W O R K I N G P A P E R S E R I E S

EUROPEAN BUSINESS SCHOOL

Forschungsgruppe Finanzkommunikation



Dipl.-Kffr. Felicia Gohlke, Professor Dr. Dirk Schiereck und Prof. Dr. Ralph Tunder,
Forschungsgruppe Finanzkommunikation an der European Business School, International
University, Schloß Reichartshausen, D-65375 Oestrich-Winkel.

Durch Finanzanalysten wahrgenommene Qualität der Investor Relations deutscher Unternehmen

Felicia Gohlke*, Dirk Schiereck*, Ralph Tunder*

(Revised version Juli 2007)

Abstract

Während weitestgehende Einigkeit darüber besteht, dass die Unternehmensbewertungen von Finanzanalysten Auswirkungen auf den Aktienkurs der analysierten Unternehmen haben, ist der Einfluss der von Unternehmen bereitgestellten Informationen auf die Urteilsbildung der Finanzanalysten bislang nur wenig untersucht worden. Hier setzt die vorliegende Studie an. Im Rahmen einer Analystenbefragung wird zunächst allgemein untersucht, wie stark der Einfluss kommunikativer Aktivitäten eines Unternehmens auf die Bewertungstätigkeit von Finanzanalysten ist. Anschließend wird detaillierter betrachtet, ob die Einflusstärke von Investor Relations-Maßnahmen auf die Analystenurteile sich bei Unternehmen in Abhängigkeit von (I) Aktienindexzugehörigkeit, (II) Industriezugehörigkeit und (III) Unternehmenssituation (Wachstum, Krise, etc.) unterscheidet.

Die Ergebnisse verdeutlichen, dass die Einflusstärke von Investor Relations-Maßnahmen signifikant in Abhängigkeit von den drei Unternehmensmerkmalen variiert. So sind kleinere Unternehmen des MDAX und SDAX stärker gefordert, durch umfassende Kommunikation zu informieren, als DAX30-Unternehmen. Wenn die Investor Relations-Aktivitäten als besonders gut empfunden werden, kommt es häufiger zu leichten Bewertungsaufschlägen, bei wahrgenommenen Mängeln zu deutlichen Abschlägen. Die börsennotierten Unternehmen sollten vor diesem Hintergrund ein hohes Eigeninteresse an guter Investor Relations haben.

Aber auch umgekehrt stellt sich eine positive Erkenntnis ein. Wenn Finanzanalysten die Informationen aus den Investor Relations-Abteilungen intensiv nutzen, fällt ihr selbst wahrgenommener Analystenerfolg besser aus.

* Dipl.-Kffr. Felicia Gohlke, Professor Dr. Dirk Schiereck und Prof. Dr. Ralph Tunder, Forschungsgruppe Finanzkommunikation an der European Business School, International University, Schloß Reichartshausen, D-65375 Oestrich-Winkel.

Durch Finanzanalysten wahrgenommene Qualität der Investor Relations deutscher Unternehmen

(Revised version Juli 2007)

Abstract

Während weitestgehende Einigkeit darüber besteht, dass die Unternehmensbewertungen von Finanzanalysten Auswirkungen auf den Aktienkurs der analysierten Unternehmen haben, ist der Einfluss der von Unternehmen bereitgestellten Informationen auf die Urteilsbildung der Finanzanalysten bislang nur wenig untersucht worden. Hier setzt die vorliegende Studie an. Im Rahmen einer Analystenbefragung wird zunächst allgemein untersucht, wie stark der Einfluss kommunikativer Aktivitäten eines Unternehmens auf die Bewertungstätigkeit von Finanzanalysten ist. Anschließend wird detaillierter betrachtet, ob die Einflusstärke von Investor Relations-Maßnahmen auf die Analystenurteile sich bei Unternehmen in Abhängigkeit von (I) Aktienindexzugehörigkeit, (II) Industriezugehörigkeit und (III) Unternehmenssituation (Wachstum, Krise, etc.) unterscheidet.

Die Ergebnisse verdeutlichen, dass die Einflusstärke von Investor Relations-Maßnahmen signifikant in Abhängigkeit von den drei Unternehmensmerkmalen variiert. So sind kleinere Unternehmen des MDAX und SDAX stärker gefordert, durch umfassende Kommunikation zu informieren, als DAX30-Unternehmen. Wenn die Investor Relations-Aktivitäten als besonders gut empfunden werden, kommt es häufiger zu leichten Bewertungsaufschlägen, bei wahrgenommenen Mängeln zu deutlichen Abschlägen. Die börsennotierten Unternehmen sollten vor diesem Hintergrund ein hohes Eigeninteresse an guter Investor Relations haben.

Aber auch umgekehrt stellt sich eine positive Erkenntnis ein. Wenn Finanzanalysten die Informationen aus den Investor Relations-Abteilungen intensiv nutzen, fällt ihr selbst wahrgenommener Analystenerfolg besser aus.

A. Einleitung

Aktuelle empirische Evidenz bspw. von Pietsch (2004) sowie von Schachel und Vögtle (2006) unterstützt die These, dass eine gute Investor Relations-Arbeit durch deutsche Unternehmen mit positiven Kapitalmarktreaktionen in Form von Kursperformance und Analystenempfehlungen¹ belohnt wird.² Dieser Erkenntnis folgend hat die DVFA Grundprinzipien einer effektiven Finanzkommunikation entwickelt, die börsennotierten Unternehmen die Kommunikation mit Finanzanalysten und institutionellen Investoren erleichtern soll.³ Zudem herrscht weitgehende Einigkeit, dass die Bedeutung der immateriellen Vermögenswerte für den marktorientierten Unternehmenswert weiter zunehmen wird und damit die Kommunikationsstrategie und die Reputation eines Unternehmens einen immer größeren Stellenwert erhalten.⁴ Dazu passend konstatieren Ernst/Gassen/Pellens (2005) den institutionellen Investoren eine klare Erwartungshaltung mit eindeutigen Aussagen über zukünftige Erfolgsaussichten, die weit über eine transparente Finanzberichterstattung hinausgehen. Anscheinend hängt der Wert eines Unternehmens nicht nur von kapitalmarktorientierten Erfolgsgrößen ab, sondern auch davon, wie das Unternehmen seine aktuell erreichten Erfolge und die Aussichten auf zukünftige Erfolge kommuniziert.⁵

Vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen kann es nicht erstaunen, wenn Budgets und personelle Ausstattung für die Kommunikationsabteilungen insbesondere bei den großen, im DAX zusammengefassten, börsennotierten deutschen Unternehmen deutlich wachsen. Gleichzeitig wirft die intensiviertere Berichterstattung von nicht-finanziellen und finanziellen Informationen zu einer umfassenden Beurteilung der Unternehmensentwicklung auch die Frage nach der Effektivität von Finanzkommunikation auf. Aufgrund der Vielzahl externer Einflussfaktoren reicht ein Blick auf den Aktienkurs, wie Diehl/Loistl/Rehkgugler (1998) erklären, offensichtlich nicht aus, um die Einflussstärke von Investor Relations auf den Unternehmenswert zu ermitteln. Da die Aktivitäten von Investor Relations darauf abzielen,

¹ Untersuchungen mit Evidenz für signifikante Marktreaktionen auf Analystenempfehlungen gibt es viele, bspw. Graß (2000), S. 185. Für den US-Markt vgl. zum Einfluss der Aktienanalysten auf den Aktienkurs bspw. Stickel (1992), Womack (1996), Amir, Lev und Sougiannis (1999), Brav und Lehavy (2003) oder Asquith, Mikhail und Au (2004). Chen, Chan und Steiner (2002) sowie Doukas, Kim und Panzalis (2005) untersuchen bspw. den Einfluss von Analyst Coverage auf den Aktienkurs.

² Vgl. auch Täubert (1998), S. 29, sowie Steiner und Hesselmann (2001) für einen Überblick empirischer Arbeiten zur externen Erfolgsmessung der Investor Relations.

³ Vgl. Bassen et al. (2006).

⁴ Vgl. Nix (2005), Hering et al. (2004), S. 9, Janik (2002), S. 86, und Läber (2004), S. 38f.

⁵ Vgl. Fockenbrock und Hussla (2005), S. 29.

das Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer dauerhaft zu gewinnen, empfiehlt sich vielmehr, die Einflussstärke an den Einstellungen derjenigen Akteure zu messen, die Hauptadressat der Finanzkommunikation sind, die Finanzanalysten.

Hier liegt der Fokus der nachfolgenden Untersuchung. Auf der Basis einer sehr breiten Fragebogenerhebung unter deutschen Finanzanalysten werden Intensität, Bedeutung und Zufriedenheit mit der Investor Relations-Arbeit der größten deutschen Unternehmen ermittelt. Abstrahierend von Einzelaktienbetrachtungen wird dabei für verschiedene Untergruppen deutscher Aktiengesellschaften insbesondere folgenden drei Fragen nachgegangen:

1. Wird das Finanzkommunikationsangebot (Investor Relations) deutscher Unternehmen von Finanzanalysten tatsächlich genutzt?
2. Wie bewerten Finanzanalysten die Finanzkommunikation deutscher Unternehmen?
3. Hat die Qualität von Investor Relations einen Einfluss auf die wahrgenommene Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten?

Bevor in Kapitel E die Ergebnisse zu diesen Fragen vorgestellt werden, ordnet Kapitel B die Untersuchung kurz in die empirische Literatur ein. Kapitel C erläutert dann die aus der Literatur abgeleiteten Hypothesen, die hier analysiert werden, und Kapitel D beschreibt den Untersuchungsaufbau und den Datensatz. Zum Abschluss fasst Kapitel F die wesentlichen Erkenntnisse der Untersuchung zusammen und gibt einen Ausblick.

B. Stand der Forschung

In einem bemerkenswerten Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 22. Oktober 2002 fasst Eugene Fama eine der fundamentalen Grundannahmen der neoklassisch geprägten Kapitalmarkttheorie zusammen, wenn er zu der Aussage kommt, dass Finanzanalysten nicht viel zur Erkenntnis auf Kapitalmärkten beitragen. Entgegen dieser Aussage findet sich aber einige Evidenz, die durchaus einen Zusammenhang zwischen den Meinungen von Finanzanalysten und marktorientierten Unternehmenswerten dokumentiert. Zudem gibt es Erkenntnisse zum direkten Zusammenhang zwischen der Qualität von Investor Relations und der Bewertung durch Analysten. Inwieweit diese Korrelationen zu Aktienkursen führen, die dem inneren Fundamentalwert eines Unternehmens entsprechen oder eher Bewertungsfehler induzieren, steht nicht im Fokus unserer Untersuchung und ist auch ohne beobachtbaren Fundamentalwert nicht abschließend zu bestimmen. Als Methode

zur Ermittlung empirischer Evidenz für einen Zusammenhang zwischen Finanzkommunikation und Kursperformance werden bspw. von Achleitner/Bassen/Pietsch (2001) Kapitalmarktanalysen oder Zielgruppenbefragungen eingesetzt. Nachfolgend werden zunächst Studien vorgestellt, die auf Kapitalmarktanalysen basieren.

Die Publikation von Ad-hoc-Mitteilungen bei kursrelevanten Unternehmensereignissen ist eine gesetzlich vorgeschriebene Investor Relations-Maßnahme, deren Kurswirkung schon vielfach untersucht wurde.⁶ Hauser (2004) findet in diesem Kontext nachhaltige Evidenz, dass bei den oft kritisierten Ad-hoc-Meldungen von Unternehmen am Neuen Markt auch dort signifikant positive Kursreaktionen zu beobachten waren, wo der tatsächliche Informationsgehalt objektiv als zweifelhaft einzustufen ist. Meschke (2003) findet ebenfalls kurzfristig signifikante Kurs- um Umsatzreaktionen bei Fernsehinterviews US-amerikanischer CEOs, deren Informationsgehalt aufgrund der Ad-hoc-Publikationspflicht ebenfalls gering ist. Die Kursgewinne werden entsprechend auch in den folgenden Handelstagen durch gegenläufige Kursbewegungen wieder komplett nivelliert. Beide Untersuchungen deuten aber darauf hin, dass Finanzkommunikation zumindest kurzfristig Aktienkurse beeinflussen kann.⁷

Klarer auf den Adressatenkreis der Finanzanalysten fokussieren Healy/Hutton/Palepu (1999) die Frage, ob Unternehmen von einer erweiterten Berichterstattung⁸ profitieren. Dafür werden Ratings von Finanzanalysten zur Qualität der Berichterstattung amerikanischer Unternehmen zwischen 1978 und 1991 untersucht. Es zeigt sich, dass eine erweiterte Berichterstattung zu einer Erhöhung des Aktienwerts und einer Verringerung der Eigenkapitalkosten führt.

Als eine der ersten untersuchen Chung und Chen-Chin (1994) den Zusammenhang zwischen der Informationsbereitstellung durch Investor Relations und dem Unternehmenswert. Dabei wird als Schätzwert für die Höhe des – aus der Informationsbereitstellung folgenden – Informationsstands der Investoren die Anzahl der Analysten, die eine Gewinnprognose über ein Unternehmen abgeben, angenommen. Es zeigt sich, dass der Unternehmenswert mit zunehmendem Informationsstand der Investoren steigt. Die Ausweitung des Informationsstands stellt sich insbesondere bei unbekanntem oder risikoreichen Unternehmen

⁶ Vgl. bspw. Oerke (1999) oder Röder (1999).

⁷ Vgl. auch Täubert (1998), die die Auswirkungen der Medienberichterstattung auf den Aktienkurs von DAX30-Unternehmen analysiert und dabei zu dem Ergebnis kommt, dass bei allen untersuchten Unternehmen ein Zusammenhang zwischen der Medienberichterstattung und den Kursentwicklungen besteht.

⁸ Die erweiterte Berichterstattung umfasst hierbei Informationen, die Unternehmen über gesetzliche Verpflichtungen hinaus freiwillig veröffentlichen, vgl. Healy, Hutton und Palepu (1999), S. 488.

als sehr wirkungsvoll heraus. Dieses Ergebnis unterlegt, dass Investor Relations einen Beitrag zum Abbau von Informationsasymmetrien leisten und damit einen Einfluss auf den Aktienkurs haben kann.

Kennzeichnend für diese exemplarisch zusammengestellten Untersuchungen ist der indirekte Schluss, der von der direkt beobachtbaren Kommunikation der Unternehmen und den parallel festgestellten Reaktionen bei den Börsennotierungen auf das Verhalten von Finanzanalysten gezogen wird. Die nachfolgend vorgestellten Studien blenden den letztgenannten Aspekt weitestgehend aus und versuchen stattdessen, den direkten Zusammenhang zwischen Investor Relations und Analystenwahrnehmung auf Basis von Zielgruppenbefragungen (als qualitative Analyse) aufzudecken. Einem ähnlichen Ansatz folgt auch die eigene Untersuchung.

Die Boston Consulting Group⁹ hat zum Thema „Sharebranding“ im Jahr 1999 eine Befragung mit amerikanischen Kapitalmarktteilnehmern zum Einfluss von Investor Relations auf den Aktienkurs durchgeführt. Die Studie stellt fest, dass durch eine verbesserte Investor Relations-Arbeit eine Prämie in Höhe von 10-15% beim Unternehmenswert erreicht werden kann. Für die Bekanntheit des Unternehmens scheinen Finanzanalysten ebenfalls eine Prämie von 10-15% zu vergeben. Dagegen kann mangelhafte Investor Relations-Arbeit eine Analystenempfehlung verhindern. 51% der befragten Finanzanalysten empfehlen eine Aktie nicht, wenn die Investor Relations-Arbeit starke Mängel aufweist. Auch Schulz (1999) und Wichels (2002) untersuchen die Informationsbedürfnisse von Finanzanalysten. Dass der persönliche Kontakt mit Unternehmensvertretern sowie eine detaillierte und zeitnahe Berichterstattung für Finanzanalysten hohe Priorität haben, dokumentiert Schulz (1999). Wichels (2002) zeigt den Vorteil einer guten Earnings Guidance, d.h. dem gezielten Management von Gewinnerwartungen für Finanzanalysten, durch das eine Steigerung der Glaubwürdigkeit der Unternehmensführung als auch eine nachhaltige Reduzierung einer wahrgenommenen Unterbewertung erreicht wird. Damit bestätigen die Finanzanalysten den Einfluss von Investor Relations auf eine als angemessen wahrgenommene Aktienbewertung.

PricewaterhouseCoopers (2002) analysiert die Anforderungen von Finanzanalysten an die Investor Relations-Aktivitäten von Unternehmen der Telekommunikationsbranche. Dabei wird deutlich, dass die Informationspolitik von Unternehmen in dieser Branche im Untersuchungszeitraum grundsätzlich starke Mängel aufgewiesen hat. Gemäß PricewaterhouseCoopers (2002) befinden nur 8% der Analysten das Informationsverhalten

⁹ Vgl. Mei-Pochtler (2001).

der Telekommunikationsunternehmen für angemessen. Der Informationsmangel führt zu einer vergleichsweise geringen Marktkapitalisierung, die 75% der befragten Führungskräfte beklagen. Auch in Anlehnung an PricewaterhouseCoopers (2002) kann somit festgehalten werden, dass ein Zusammenhang zwischen Investor Relations-Aktivitäten und dem Aktienkurs gesehen wird.¹⁰

Es gibt somit einige empirische Evidenz dafür, dass Investor Relations-Aktivitäten in der Vergangenheit auf die Börsenbewertung auch deutscher Unternehmen Einfluss nehmen konnten. Seither haben sich allerdings einige Rahmenbedingungen deutlich verändert. Vor dem Hintergrund der zunehmenden rechtlichen Regulierung der Unternehmenskommunikation¹¹ allgemein und der zunehmenden Professionalisierung der Investor Relations-Arbeit ist es allerdings fraglich, ob durch Finanzkommunikation nach wie vor Bewertungsvorteile erreichbar erscheinen. Dieser Fragenkomplex wird über die Erfassung der Investor Relations-Wahrnehmung durch Finanzanalysten gemäß der nachfolgend vorgestellten Hypothesen untersucht.

C. Ziel der Untersuchung und Hypothesen

Die weitere Analyse konzentriert sich neben der Frage, *ob* ein genereller Einfluss von Investor Relations-Maßnahmen auf die Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten besteht, vor allem auf mögliche Unterschiede in der wahrgenommenen Finanzkommunikation durch Finanzanalysten. Hierbei wird untersucht, ob sich die wahrgenommenen Investor Relations-Maßnahmen bei Unternehmen in Abhängigkeit von (I) Größe bzw. Aktienindexzugehörigkeit, (II) Industriezugehörigkeit und (III) Unternehmenssituation (Wachstum, Krise, etc.) unterscheiden.

Sowohl Königs/Schiereck (2006) als auch Citigate Dewe Rogerson (2002) zeigen, dass in Deutschland die Investor Relations-Aktivitäten von DAX30-Unternehmen weitaus intensiver sind als die der MDAX-Unternehmen. Darüber hinaus bestehen Unterschiede in der Anzahl veröffentlichter Analystenberichte zwischen DAX30- und MDAX-Unternehmen. Während über DAX30-Unternehmen durchschnittlich 40 Analystenberichte pro Jahr veröffentlicht

¹⁰ Ähnliche Erkenntnisse für Unternehmen des Neuen Marktes bieten PricewaterhouseCoopers/Wolff & Häcker Finanzconsulting AG (2000) und (2001).

¹¹ Vgl. Königs und Schiereck (2006), S. 377.

werden, sind es bei MDAX-Unternehmen lediglich 11-20 Studien. Demnach stehen MDAX-Unternehmen weniger unter permanenter Beobachtung von Finanzanalysten.¹² Das daraus abgeleitete geringere Informationsniveau im Kapitalmarkt kann dazu führen, dass die Prognose zukünftiger Cashflows von MDAX-Unternehmen einem höheren Unsicherheits- und Risikoniveau unterliegt. Daraus können dann bei MDAX-Unternehmen häufiger Erwartungsrevisionen resultieren, die stärkere Kursreaktionen auslösen.¹³ Die Volatilität der Kursbewegungen von MDAX-Unternehmen kann dann zumindest teilweise auf deren geringere Investor Relations-Aktivitäten zurückgeführt werden. Dies legt die Vermutung nahe, dass die Indexzugehörigkeit (auch als Größenindikator) ein Unternehmensmerkmal darstellt, das Unterschiede in der wahrgenommenen Investor Relations-Arbeit begründet. Folgende Hypothese H1 wird hieraus abgeleitet:

Hypothese H1: Es besteht eine Beziehung zwischen der Indexzugehörigkeit und der wahrgenommenen Qualität von Investor Relations durch Finanzanalysten.

Die Studie von PricewaterhouseCoopers (2002) legt am Einzelfall der Telekommunikationsbranche zumindest implizit nahe, dass ein Einfluss der Investor Relations auf die Bewertungstätigkeit von Finanzanalysten auch von der Unternehmensbranche abhängen kann.¹⁴ Daraus ergibt sich die folgende Hypothese H2:

Hypothese H2: Es besteht eine Beziehung zwischen der Branchenzugehörigkeit und der Stärke des Einflusses von Investor Relations auf die Analystenbewertung.

In durch spezifische Unsicherheit geprägten Unternehmenssituationen, die ein besonderes gefühltes Informationsdefizit und einen besonderen Erklärungsbedarf hervorrufen, stehen Unternehmen vor der Herausforderung, umfassend mit einer verstärkten Kapitalmarktkommunikation über die aktuelle Unternehmenssituation zu informieren. Dementsprechend wird speziell auf die Informationsnachfrage in folgenden Unternehmenssituationen eingegangen: (I) Börsengang, (II) Wachstumsphase, (III) Unternehmensübernahme und -fusion sowie (IV) Krise.

¹² Vgl. DIRK (2005), S. 12.

¹³ Kapitalmarktanalysen der Marktreaktionen auf die Bekanntgabe von Prognoseänderungen bestätigen diesen Zusammenhang, vgl. Gleason und Lee (2003) und Lys und Sohn (1990).

¹⁴ Eine detaillierte Erläuterung der Besonderheiten der Telekommunikationsbranche erfolgt bei Binder (2003), S. 67-78.

Im Rahmen eines *Börsengangs* (Initial Public Offering, IPO) ist es Ziel des Unternehmens, seine Aktien am Kapitalmarkt zu platzieren. Als Voraussetzung hierfür wird regelmäßig die erfolgreiche Vermarktung des Unternehmenskonzepts, der Equity Story betrachtet.¹⁵ Auf dieser Basis lässt sich erklären, dass der Erfolg eines Börsengangs auch von der Qualität der Investor Relations-Aktivitäten beeinflusst wird (Gehring, 2000).

Wie bspw. Klewes/Güttler (2001), Pierschke (2001) und Potschka/May (2000) betonen, bestehen bei Unternehmen in der *Wachstumsphase* – also vor allem bei jungen Unternehmen – besondere Anforderungen an die Kapitalmarktkommunikation. Die Gründe für die hohe Informationsnachfrage sind auf die Charakteristika der erst kurzen Existenzphase, fehlenden Vergangenheitszahlen sowie eines geringer Bekanntheitsgrades zurückzuführen.¹⁶ Infolgedessen stellt die Bewertung dieser Unternehmen für Finanzanalysten eine besondere Herausforderung dar. Deshalb schätzen Finanzanalysten insbesondere die Prognosefähigkeit des Erfolgs dieser Unternehmen als besonders schwierig ein und fordern eine professionelle Führung ihrer Erwartungen (Earnings Guidance).¹⁷ Erhöhte Informationsanforderungen ergeben sich auch bei *Unternehmensübernahmen und -fusionen*. Im Falle einer vom Management abgelehnten, feindlichen Übernahme kann eine umfassende, überzeugende Kommunikation des Übernahmekandidaten mit den Investoren helfen, den Kaufpreis signifikant anzuheben.¹⁸

Neben den bisher genannten Unternehmenssituationen stellt, wie Mattes (2002) betont, jede *Unternehmenskrise* eine große Herausforderung für die Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern dar. Angesichts einer hohen Unsicherheit besteht die

¹⁵ Vgl. dazu bspw. Holdijk (2001), S. 113, oder allgemeiner Wendling (2005). Durch eine umfassende Börseneinführungskampagne ist es die Aufgabe von Investor Relations, „Finanzwerbung“ für die Aktie zu betreiben, vgl. Günther und Otterbein (1996), S. 391. Ein erfolgreiches Beispiel hierfür war die umfangreiche Informationskampagne beim Börsengang der Deutschen Post World Net im Jahr 2000. Diese bediente sich einer Reihe von kommunikativen Maßnahmen, um der Öffentlichkeit die Kernargumente für eine Aktienzeichnung zu vermitteln. Die erfolgreiche Wirkung der Kapitalmarktkommunikation spiegelte sich in einer 6-fachen Überzeichnung der Aktie wider (Wagner, 2003; Ebel/Hofer, 2002).

¹⁶ Vgl. Achleitner und Bassen (2001), S. 26-29.

¹⁷ Vgl. PricewaterhouseCoopers und Wolff & Häcker Finanzconsulting AG (2001), S. 36.

¹⁸ Vgl. IR.on AG (2002), S. 10, Brammer und Lauer (2000) Juchem und Mathée (2005), S. b4 sowie Schlienkamp (2007). Das Übernahmebeispiel der Mannesmann AG durch die britische Vodafone-Airtouch-Gruppe zeigt, dass eine mangelnde Kommunikation zu einer Unterbewertung des Unternehmens führen kann. Der damalige Börsenwert der Mannesmann AG lag bei 100 Milliarden Euro. Der Preis von 180 Milliarden Euro, den Vodafone bei der Übernahme bezahlte, weist jedoch daraufhin, dass der wahre Unternehmenswert der Mannesmann AG weit über dem damaligen Börsenwert liegen musste. Eine stärkere Kommunikation der Mannesmann AG mit den Investoren hätte möglicherweise eine höhere Aktienbewertung erzielt, die den Übernahmepreis noch weiter erhöht hätte, vgl. Simon, Ebel und Pohl (2002), S. 117.

Notwendigkeit, durch unmittelbare Veröffentlichung von Informationen einem weiteren Vertrauensverlust von Kapitalmarktteilnehmern entgegenzuwirken.¹⁹ Bickhoff, Blatz und Eilenberger (2004), Wollschläger (2002) und Schneider (2001) sind sich einig, dass Kapitalmarktkommunikation in Krisensituationen einen wertvollen Beitrag zur Schadensbegrenzung leistet und infolgedessen Kursverlusten aktiv entgegenwirken kann.

Basierend auf diesen Erkenntnissen wird vermutet, dass sich in verschiedenen Unternehmenssituationen Unterschiede in der Einflussstärke von Investor Relations-Maßnahmen auf die Aktienbewertung finden. Hieraus leitet sich die folgende Hypothese ab:

Hypothese H3: Es besteht ein Zusammenhang zwischen der Unternehmenssituation und der Stärke des Einflusses von Investor Relations-Aktivitäten auf die Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten.

D. Untersuchungsdesign

Untersuchungseinheit und Grundgesamtheit der folgenden Untersuchung sind sämtliche Finanzanalysten des Equity Research (Aktienanalyse), die im Rahmen ihrer Tätigkeit Unternehmen mit Zugehörigkeit zum DAX30, MDAX oder SDAX analysieren. Aus dieser Grundgesamtheit wurden über eine umfangreiche Recherche in der Datenbank des Informationsdienstleisters Bloomberg L.P. 650 Finanzanalysten als Stichprobe für die Untersuchung identifiziert. Für diese Analysten erfolgte die anonymisierte *Datenerhebung* im Rahmen einer internetbasierten Befragung über einen standardisierten Fragebogen. Dieses Verfahren einer schriftlichen Befragung ist für das Untersuchungsziel offensichtlich gut geeignet. Der Einsatz einer internetbasierten Erhebungsmethode hat hierbei den Vorteil einer effizienten Datenerhebung bei gleichzeitig hoher Ergebnisqualität. Zudem berücksichtigt die Erhebungsmethode die hohe Arbeitsbelastung von Finanzanalysten. Für die Online-Befragung wurde die Umfrage-Software der UniPark GmbH genutzt.

¹⁹ Vgl. Roselieb (1999), S. 7. Im September 2004 zog Merck & Co. das Schmerzmittel Vioxx aufgrund klinischer Testergebnisse über erhöhte Risiken für Herzinfarkte und Schlaganfälle vom Markt (vgl. Martinez et al. (2004), S. A1). Nach Bekanntgabe des Rückzugs fiel der Aktienkurs am selben Tag um 27%, was einem Verlust an Marktwert von 25 Milliarden US-Dollar entsprach, vgl. Wilde und Wilding (2006), S. 2. Merck & Co. reagierte sofort und informierte die Öffentlichkeit im Rahmen einer umfassenden Krisenkommunikation über gesundheitliche Risiken sowie wirtschaftlichen Konsequenzen, vgl. Frazier (2005). Diese offene Kommunikationspolitik wurde von den Finanzanalysten gelobt und trug dazu bei, weitere Kursverluste abzufangen, vgl. Lublin (2004), S. B1.

Der Fragebogen gibt konkrete Aussagen vor, die anhand des Zustimmungsgrades von Analysten beurteilt werden. Dieses Design zielt darauf ab, die Eindeutigkeit und Verständlichkeit der Fragestellungen sicher zu stellen und eine leichte Interpretation der Aussagen im Rahmen der Auswertung zu ermöglichen. Die Ermittlung des Zustimmungsgrades gestattet eine durchgehend einheitliche Skalenbeschriftung in Form einer siebenteiligen Likertskala mit den beiden Extrempolen „stimme voll zu“ und „stimme nicht zu“. Diese Abstufung erscheint ausreichend differenziert, um ein klares Meinungsbild der Befragten wiederzugeben.

Vor der eigentlichen Befragung wurde der Fragebogen einem Pre-Test zur Überprüfung von Verständlichkeit und inhaltlicher Relevanz unterzogen. Dazu wurde der Fragebogen mit acht Finanzanalysten als Testpersonen durchgeführt. Basierend auf deren Anmerkungen und Anpassungsvorschlägen erfolgte die finale Adjustierung des Fragebogens. Die *Feldzeit der Befragung* wurde auf den Januar 2006 festgelegt. Nach Bereinigung von fehlerhaften Adressen, beruflichen Veränderungen und ähnlichen Ausfällen bestand die endgültige Stichprobe aus 575 Finanzanalysten.

Die *Ergebnisauswertung* erfolgt zunächst deskriptiv, indem Maßzahlen zur relativen Häufigkeit angegeben werden. Um die Aussagen aus den Antworten übersichtlicher darstellen zu können, wurden in einzelnen Auswertungsschritten die siebenteiligen Skalenausprägungen zu drei Klassen zusammengefasst (Klasse 1: Antwortskala 1 und 2, Klasse 2: Antwortskala 3 bis 5, Klasse 3: Antwortskala 6 und 7).²⁰ In Erweiterung der deskriptiven Auswertung werden Regressions-, Faktoren- und Reliabilitätsanalysen durchgeführt. Die statistische Signifikanz der ermittelten Werte wird parametrisch mittels t-Test überprüft; zur Klassifizierung systematischer Unterschiede und Zusammenhänge wird grundsätzlich ein Signifikanzniveau α von 5% festgelegt.

E. Ergebnisse

Mit Blick auf die zu überprüfenden Hypothesen erfolgt die Ergebnisdarstellung stets nach dem folgenden Schema: Zu jedem untersuchten Merkmal wird zunächst die von Analysten wahrgenommene *Intensität* der Investor Relations-Aktivitäten aufgezeigt. Es folgt eine Analyse der *Bedeutung*, die Analysten den Investor Relations-Aktivitäten beimessen. Im Anschluss wird diese der ermittelten *Zufriedenheit* mit Investor Relations gegenübergestellt,

²⁰ Bei Beibehaltung der sieben Klassen zeigen sich erwartungsgemäß qualitativ völlig identische Aussagen.

um auf den Informationsstand der Analysten zu schließen. Aus hier festgestellten Informationslücken²¹ resultieren aus Analystensicht *Bewertungsabschläge*, die herangezogen werden, um die Auswirkungen von Investor Relations auf den Aktienkurs abzuschätzen. Dabei wird implizit unterstellt, dass die *Einflussstärke* der Investor Relations auf den Aktienkurs umso größer ist, je mehr Analysten einen Bewertungsabschlag für mangelhafte Investor Relations-Arbeit erteilen.²² Die nachfolgende Abbildung fasst das der Auswertung zugrunde liegende Schema zusammen.

[Abbildung 1]

Den Untersuchungsergebnissen liegt folgender Datensatz zugrunde: Mit einer Beteiligung von 124 Analysten ergibt sich eine Rücklaufquote von 21%. Die Antworten entfallen auf 113 Sell-Side-Analysten und 11 Buy-Side-Analysten.²³ 92,7% der Analysten bewerten DAX30-, 58,9% MDAX- und 25,0% SDAX-Unternehmen.²⁴ Im Hinblick auf die Branchenspezialisierung sind die höchsten Antwortzahlen für die Industriegüter- (10%), Konsumgüter- (10%) und Automobilbranche (8%) zu verzeichnen.

[Abbildung 2]

I. Ausgangslage: Einstellung von Finanzanalysten zu Investor Relations

Zur Bestimmung des Einflusses von Investor Relations auf die Bewertungstätigkeit von Finanzanalysten erscheint es sinnvoll, zunächst die generelle Bedeutung von Investor Relations für Finanzanalysten zu ermitteln. Dazu wird in einem ersten Schritt nach der grundsätzlichen Einstellung zu Investor Relations und dem Nutzungsverhalten der Finanzanalysten gefragt. Es zeigt sich dabei, dass die Finanzanalysten grundsätzlich positiv gegenüber Investor Relations eingestellt sind. 73,3% der Analysten geben an, die Investor Relations-Aktivitäten der beobachteten Unternehmen sehr zu schätzen und 51,6% stuft die Glaubwürdigkeit der kommunikativen Aktivitäten mit sehr hoch ein. Weitere 40,3% kommen hier immerhin zu einer teilweise positiven Einstufung.

²¹ Auch Achleitner, Bassen und Pietsch (2001), S. 35, sprechen von einer Informationslücke und definieren diese als „Bedeutung, die Analysten und Investoren einer Information (...) zuweisen im Vergleich zur Erfüllung ihrer Informationsbedürfnisse seitens des Unternehmens“.

²² Vgl. Barber et al. (2001).

²³ Sell-Side-Analysten arbeiten für Investment- oder Brokerhäuser, während Buy-Side-Analysten für institutionelle Investoren (Fondsgesellschaften, Pensionsfonds) tätig sind. Vgl. Bittner (1996), S. 24.

²⁴ Bei dieser Frage waren Mehrfachantworten möglich, da die meisten Finanzanalysten aufgrund ihrer Industriespezialisierung Unternehmen aus verschiedenen Indizes beobachten.

Um Aufschluss über das Nutzungsverhalten von Investor Relations-Informationen durch Finanzanalysten zu erhalten, wurde nach der Inanspruchnahme und Relevanz von Investor Relations-Informationen bei der Aktienbewertung gefragt. Wie Abbildung 3 zeigt, geben rund 56 Prozent an, bei kritischen Bewertungsentscheidungen detaillierte Informationen von Investor Relations-Abteilungen zu erfragen. Allerdings räumt nur ein Drittel aller Befragten der Investor Relations eine hohe Relevanz bei der Aktienbewertung ein.

[Abbildung 3]

Im nächsten Schritt werden nun die Kriterien für die Qualitätseinschätzung der Investor Relations-Aktivitäten erfasst. Abbildung 4 dokumentiert, dass für 51,6% der Analysten sich eine gute Investor Relations-Arbeit insbesondere durch entscheidungsrelevante Inhaltsvermittlungen auszeichnet. Die allgemeine Glaubwürdigkeit des Managements wird von 47,6% der Finanzanalysten als wesentlicher Beurteilungsfaktor gesehen, gefolgt von einer weiteren personenbezogenen Qualitätsgröße, nämlich der Kompetenz des Investor Relations-Mitarbeiters (41,9%).

[Abbildung 4]

Als Zwischenfazit kann festgehalten werden, dass Investor Relations-Aktivitäten insgesamt eine hohe Bedeutung für Finanzanalysten (hier ausgedrückt durch *Einstellung* und *Nutzungsverhalten*) haben und *Qualität* in der Kapitalmarktkommunikation grundsätzlich gefordert wird. Die Ergebnisse unterstreichen die Vermutung, dass Investor Relations-Aktivitäten grundsätzlich einen *Einfluss* auf die Bewertungstätigkeit von Finanzanalysten und den Aktienkurs haben können. Ausgehend davon wird im Folgenden überprüft, ob die Einflussstärke der Investor Relations auf die Tätigkeit der Finanzanalysten in Abhängigkeit von verschiedenen Unternehmensmerkmalen variiert.

II. Indexzugehörigkeit und die Einflussstärke von Investor Relations

Hypothese H1 postuliert einen Zusammenhang zwischen der Aktienindexzugehörigkeit eines Unternehmens und der Einflussstärke von Investor Relations auf die Bewertungstätigkeit der Finanzanalysten. Zur Überprüfung von H1 wird untersucht, wie Finanzanalysten die Intensität der Investor Relations-Aktivitäten von DAX30-, MDAX-, SDAX-Unternehmen empfinden. 70,5% der Analysten nehmen die Investor Relations-Aktivitäten von DAX30-Unternehmen als sehr intensiv wahr, während lediglich 34,5% der Befragten den MDAX-Unternehmen eine

sehr hohe Aktivität im Bereich der Kapitalmarktkommunikation zuschreiben. Am geringsten werden die Investor Relations-Aktivitäten von Unternehmen im SDAX eingestuft. Hier empfinden nur 23,3% der Analysten die Investor Relations-Aktivitäten als sehr intensiv. Diese Unterschiede in der von Finanzanalysten wahrgenommenen Intensität der Investor Relations-Aktivitäten sind für die verschiedenen Aktienindizes statistisch hoch signifikant ($\alpha = 0,000$), wie Tabelle 1 im Anhang unterstreicht. Es kann demnach von einem positiven Zusammenhang zwischen der Intensität der Investor Relations-Aktivitäten und der Unternehmensgröße (erfasst als Aktienindexzugehörigkeit) ausgegangen werden.

Wenn sich das durch Investor Relations bereit gestellte Angebot an Informationen an der Nachfrage der Finanzanalysten orientiert, sollte den Investor Relations-Aktivitäten der DAX30-Unternehmen auch die größte Bedeutung beigemessen werden. Für eine derartige Korrelation gibt es aber keine Evidenz. Wenngleich bei DAX30-Unternehmen von 70,5% der Analysten eine sehr intensive Investor Relations-Aktivität vermerkt wird, messen die Analysten ihr jedoch nur eine verhältnismäßig geringe Bedeutung bei. So geben gerade 44,6% der Befragten an, dass die Investor Relations-Aktivitäten von Unternehmen im DAX30 eine hohe Bedeutung haben. Für MDAX- und SDAX-Unternehmen ergibt sich hingegen ein anderes Bild. Hier messen die Analysten den Investor Relations-Aktivitäten eine hohe Bedeutung bei. So geben 36,8% der Analysten an, die Investor Relations-Aktivitäten hätten für die Bewertung von MDAX-Unternehmen eine hohe Bedeutung, während nur 34,5% der Befragten eine hohe Aktivität bei diesen Unternehmen wahrnehmen. Am deutlichsten wird diese Informationsdiskrepanz bei SDAX-Unternehmen, deren Investor Relations-Aktivitäten für 40,0% der Analysten eine hohe Bedeutung haben. Die kommunikativen Aktivitäten dieser Unternehmen werden jedoch von lediglich 23,3% der Befragten als sehr intensiv eingestuft. Die Abbildungen 5 und 6 fassen die Ergebnisse zusammen.

[Abbildungen 5 und 6]

Allerdings fallen bei der Bedeutung der Investor Relations-Aktivitäten für die verschiedenen Indizes die Unterschiede durchweg nicht signifikant aus (MDAX: $\alpha = 0,354$, SDAX: $\alpha = 0,264$; siehe hierzu Tabelle 2 im Anhang). Auch bei fehlender Signifikanz deuten die Unterschiede in der Intensität der Investor Relations-Aktivitäten doch in ihrer Tendenz darauf hin, dass Unternehmen die Anforderungen von Finanzanalysten in unterschiedlichem Maße erfüllen.

Die bisherigen Ergebnisse legen zumindest in ihrer Tendenz für kleinere Unternehmen eine

Differenz zwischen der Bedeutung, die Finanzanalysten den Investor Relations-Aktivitäten beimessen, und der Intensität der Investor Relations-Aktivitäten nahe. Der Eindruck, dass Unternehmen aus dem MDAX und SDAX der eigentlichen Bedeutung ihrer Investor Relations-Aktivitäten nicht gerecht werden, lässt vermuten, dass Finanzanalysten bei diesen Unternehmen häufiger einen Bewertungsabschlag (engl.: Discount) für schlechte Investor Relations-Qualität erteilen. Für diese Vermutung findet sich unterstützende Evidenz. Während nur 15,9% der Analysten bei DAX30-Unternehmen einen Bewertungsabschlag für eine schlechte Investor Relations-Arbeit erteilen, sind es bei MDAX-Unternehmen bereits 20,9%. Am größten ist der Einfluss schlechter Investor Relations-Arbeit auf die Bewertung von SDAX-Unternehmen. Hier geben 36,7% der Analysten an, einen Bewertungsabschlag in Folge von mangelhafter Kapitalmarktkommunikation zu geben. Die Unterschiede in den Bewertungsabschlägen sind statistisch signifikant, wie Tabelle 3 im Anhang dokumentiert. SDAX-Unternehmen weisen einen höchst signifikanten Unterschied zu DAX30-Unternehmen auf ($\alpha = 0,01$), DAX30- und MDAX-Unternehmen einen etwas geringeren ($\alpha = 0,085$).

[Abbildungen 7 und 8]

Die Wirkung der Investor Relations-Aktivität ist asymmetrisch, was deutlich wird, wenn nach einer Prämie für gute Arbeit gefragt wird. Hier zeigt sich, dass durch Investor Relations kaum Wert generiert, aber recht schnell Shareholder Value vernichtet werden kann. Zwar sind die Prämien, die für eine sehr gute Investor Relations-Arbeit vergeben werden, bei MDAX- und SDAX-Unternehmen konsequenterweise höher als im DAX30, jedoch treten sie viel seltener auf als der Abschlag im Fall einer schlechten Investor Relations-Arbeit. Nur 10,8% der Analysten bewerten eine sehr gute Investor Relations-Arbeit von DAX30-Unternehmen mit einer Prämie. Für MDAX-Unternehmen erhöht sich die Rate auf 12,9%, bei SDAX-Unternehmen sind es 16,7%. Die Differenzen sind durchweg statistisch insignifikant, wie Tabelle 4 im Anhang unterstreicht.

Die bisherigen Auswertungen lassen insgesamt die Schlussfolgerung zu, dass der Einfluss der Investor Relations auf die Aktienbewertung umso größer ist, je kleiner die Unternehmen (ausgedrückt durch den Aktienindex) sind.

Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass DAX30-, MDAX- und SDAX-Unternehmen den Ansprüche der Analysten an Investor Relations-Aktivitäten in unterschiedlichem Maße nachkommen. Hierbei hat eine mangelhafte Erfüllung der Anforderungen einen stärkeren Einfluss auf die Urteile von Finanzanalysten. **Hypothese H1** findet somit Unterstützung. Die

gefundene Evidenz legt eine Beziehung zwischen der Indexzugehörigkeit und der Stärke des Einflusses von Investor Relations auf die Analystenempfehlung nahe.

III. Branchenzugehörigkeit und die Einflussstärke von Investor Relations

Hypothese H2 postuliert einen Zusammenhang zwischen der Industriezugehörigkeit von Unternehmen und der Einflussstärke ihrer Investor Relations-Aktivitäten auf die Bewertungstätigkeit von Finanzanalysten. Zur Überprüfung wird zunächst untersucht, inwiefern Industriesektoren sich im Hinblick auf ihre kommunikativen Aktivitäten unterscheiden. Um ein ausreichend differenziertes Bild für die verschiedenen Branchen zu erhalten, werden die Aktivitätsgrade in den Branchen über die Mittelwerte aus den Antworten erfasst.²⁵ Folgende fünf Industriesektoren weisen nach Ansicht der Finanzanalysten die höchsten Investor Relations-Aktivitäten auf: Medien (1,6), Versorger (1,67), Finanzdienstleistungen (1,82), Versicherungen (1,82) und Immobilien (1,88).²⁶ Den geringsten Aktivitätsgrad weisen Unternehmen in der Baubranche auf; hier liegt der Mittelwert bei 3,2.

Abbildung 9 zeigt die Branchen, geordnet nach Aktivitätsgrad der Investor Relations. Bei dieser Frage waren Mehrfachantworten möglich, da einige Analysten mehrere Industrien abdecken.

[Abbildung 9]

Von diesen mittleren Aktivitätsgraden ausgehend wird der Informationsmangel in verschiedenen Branchen bestimmt. Dieser ergibt sich aus dem Vergleich zwischen der Bedeutung von Investor Relations und entsprechender Zufriedenheit. Je höher die Differenz zwischen beiden ausfällt, umso größer wird der Informationsmangel auf Seiten der Finanzanalysten eingestuft.²⁷ Die Ergebnisse lassen sich dahingehend interpretieren, dass gerade bei Branchen mit einem geringen Aktivitätsgrad eine mangelhafte Erfüllung der Informationsbedürfnisse von Analysten vorliegt. So sehen 63 Prozent der Befragten den

²⁵ Bedingt durch die hohe Anzahl an Industriesektoren (19) erlaubte die Auswertung anhand der drei Kategorien sehr intensiv / mittel / schwach keine eindeutige Differenzierung bezüglich der Intensität von Investor Relations-Aktivitäten. Aus diesem Grund wurde auf Mittelwerte zurückgegriffen.

²⁶ In Klammern angegeben sind jeweils die Mittelwerte der Antworten für die jeweilige Industrie innerhalb einer Skala von 1 (sehr hohe Aktivität) bis 7 (sehr geringe Aktivität). Die Kategorie „Immobilien“ wurde als 19. Industrie mit aufgenommen, da sie von mehreren Befragten im Rahmen der Antwortoption „Andere“ genannt wurde.

²⁷ In Anlehnung an das Perceived Service Quality-Modell von Grönroos (1982).

Handel als eine Branche an, in der Investor Relations für die Aktienbewertungen eine sehr hohe Bedeutung hat. Der Handel rangiert jedoch mit einem durchschnittlichen Aktivitätsgrad von 2,67 auf dem viertletzten Platz. Entsprechend sind nur 38 Prozent der Analysten mit der Qualität der Investor Relations-Arbeit in diesem Industriesektor sehr zufrieden. Aus der Differenz zwischen Bedeutung und entsprechender Zufriedenheit entsteht eine Informationsdiskrepanz von 25 Prozentpunkten, die den Informationsmangel aus Sicht der Analysten unterstreicht. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei Transport- & Logistikunternehmen, die einen durchschnittlichen Aktivitätsgrad von 2,40 aufweisen. Hier schätzen 44 Prozent der Analysten die Investor Relations-Arbeit als sehr bedeutsam ein. Zufrieden sind allerdings lediglich 22 Prozent der Analysten, woraus sich eine Differenz von 22 Prozentpunkten ergibt. Gering fällt dagegen die Informationslücke mit 7 Prozentpunkten in der chemischen Industrie aus, deren mittlerer Aktivitätsgrad bei 2,07 liegt. Größere Informationsdiskrepanz geht also vielfach mit geringerem Aktivitätsgrad der Investor Relations in einer Branche einher.

[Abbildungen 10 und 11]

In Konsequenz der bisherigen Befunde legen die Ergebnisse die Vermutung nahe, dass Unternehmen in Branchen mit einem geringen wahrgenommenen Aktivitätsgrad und einer großen Informationslücke und häufiger einen Bewertungsabschlag für ihre Investor Relations-Arbeit erhalten. Bei den oben angeführten Branchen wird diese Vermutung unterstützt: 29 Prozent der Analysten für den Handelssektor geben an, einen Bewertungsabschlag auf Aktien zu erteilen, wenn Investor Relations-Aktivitäten mangelhaft sind. Bei Unternehmen der Transport & Logistikbranch erteilen ebenfalls 29 Prozent der Analysten einen Discount bei der Aktienbewertung. Im Vergleich dazu werden Chemieunternehmen, die mit 2,07 einen deutlich höheren Aktivitätsgrad aufweisen, nur noch von 10 Prozent der Analysten mit einem Abschlag für mangelhafte Investor Relations-Arbeit bewertet. Spiegelbildlich dazu wird eine sehr gute Investor Relations-Arbeit in den entsprechenden Branchen zwar mit einer Prämie belohnt, diese fällt jedoch geringer aus als der Discount, der im Fall einer schlechten Investor Relations-Arbeit erteilt wird. Die Resultate unterstützen die Vermutung, dass Unternehmen in Branchen, die einen geringeren Aktivitätsgrad bei Investor Relations aufweisen, tendenziell häufiger einen Bewertungsabschlag hinnehmen müssen.

Diese Erkenntnis ist allerdings insofern einzuschränken, als sie (aufgrund der geringen Analystenzahl) nicht für sämtliche Branchen einheitlich belegt wird: So erteilen z.B. in der Medienindustrie 33 Prozent der Analysten (n = 5) einen Bewertungsabschlag für mangelhafte

Investor Relations-Arbeit, obwohl im Mediensektor der höchste Aktivitätsgrad bei Investor Relations besteht und Analysten mit den kommunikativen Aktivitäten dieser Branche grundsätzlich sehr zufrieden sind.

[Abbildungen 12 und 13]

Insgesamt werden die Ergebnisse dahingehend interpretiert, dass die Industriezugehörigkeit ein weiteres Differenzierungsmerkmal im Hinblick auf die kommunikativen Aktivitäten eines Unternehmens darstellt. In einigen Branchen konnten tendenziell große Unterschiede in der Einflussstärke der Investor Relations-Aktivitäten auf die Bewertungstätigkeit der Analysten festgestellt werden, die sich in zukünftigen Untersuchungen auf breiteren Datenbasis sicherlich unterstreichen lassen. Somit wird **Hypothese H2** als unterstützt bewertet.

IV. Unternehmenssituationen und die Einflussstärke von Investor Relations

Gemäß Hypothese H3 variiert die Einflussstärke von Investor Relations auf die Bewertungstätigkeit von Finanzanalysten in verschiedenen Unternehmenssituationen. Abbildung 14 fasst die Analystenmeinungen über die Bedeutung der Investor Relations-Aktivitäten in verschiedenen Unternehmenssituationen zusammen.

[Abbildung 14]

Vergleicht man die Abbildung 14 mit der folgenden Abbildung 15, so wird der wahrgenommene Informationsmangel deutlich, der aus Sicht der Finanzanalysten in den verschiedenen Unternehmenssituationen besteht.

[Abbildung 15]

Erwartungsgemäß zeigen Finanzanalysten bei Unternehmenskrisen ein besonders hohes Interesse an Informationen und sind eher selten mit den tatsächlich erhaltenen zufrieden. Für 78,7 Prozent der Finanzanalysten hat die Investor Relations in Krisensituationen eine sehr hohe Bedeutung, aber nur 23,7 Prozent sind mit der Krisenkommunikation zufrieden. Hier ergibt sich eine Informationsdiskrepanz von 55,0 Prozentpunkten, die den wahrgenommenen Informationsmangel in der Krisensituation unterstreicht. Auch wenn Unternehmen den Informationsbedürfnissen der Finanzanalysten hier offensichtlich nur schwer nachkommen, können entsprechende Bemühungen durchaus belohnt werden. Während 38,8 Prozent der

Analysten bei schlechter Investor Relations-Arbeit im Fall einer Krise einen Bewertungsabschlag vornehmen wird eine sehr gute Krisenkommunikation von 23,1 Prozent der Finanzanalysten zum Anlass genommen, die Aktie mit einer Prämie zu bewerten.

[Abbildungen 16 und 17]

Diese Erkenntnisse werden für andere Unternehmensereignisse wie Mergers & Acquisitions (M&A) oder Börsengang durchgehend – wenn auch mit etwas niedrigeren Ausprägungen – bestätigt. Dagegen erscheint die Informationsbreitstellung und Unternehmensbewertung in langfristigen Wachstumsphasen viel harmonischer. Bei einer hohen Zufriedenheit von 41,2 Prozent der Analysten mit den Investor Relations-Aktivitäten von Unternehmen in Wachstumsphasen ergibt sich gerade noch eine Differenz in Höhe von 12,9 Prozentpunkten, die den Informationsmangel aus Sicht der Analysten beschreibt. 14,5 Prozent der Analysten erklären, dass eine sehr gute Investor Relations-Arbeit dem Unternehmen zu einer Bewertungsprämie verhelfen kann, im Fall einer schlechten Investor Relations-Arbeit erteilen nur 14,7 Prozent einen Bewertungsabschlag.

Die oben angeführten Unternehmenssituationen und -phasen stellen höhere Anforderungen an die Investor Relations. Denn im normalen Geschäftsverlauf und in der Reifephase eines Unternehmens messen lediglich 18,9 Prozent der Analysten Investor Relations-Aktivitäten eine hohe Bedeutung bei. Da 36 Prozent mit den Investor Relations-Aktivitäten in diesen Unternehmenssituationen sehr zufrieden sind, können die Anforderungen der Analysten als insgesamt gut erfüllt betrachtet und ein hoher Informationsstand festgestellt werden. Konsequenterweise erteilen lediglich 6 Prozent der Analysten einen Bewertungsabschlag bzw. eine Prämie für mangelhafte bzw. exzellente Investor Relations-Arbeit.

Die Ergebnisse zur statistischen Signifikanz der Befunde zu Hypothese H3 fassen die Tabellen 5 und 6 im Anhang zusammen. Für die Bedeutung von Investor Relations-Maßnahmen ergeben sich höchst signifikante Unterschiede in den entsprechenden Unternehmenssituationen ($\alpha = 0,000$). Lediglich zwischen dem normalen Geschäftsverlauf und der Reifephase ($\alpha = 0,307$) kann kein Unterschied im Antwortverhalten der Analysten festgestellt werden. Dieses Resultat unterstreicht obige Ausführungen und ermöglicht die Zusammenfassung dieser beiden Phasen zu einer Kategorie.

Für die Zufriedenheit der Analysten mit Investor Relations-Maßnahmen kann im Hinblick auf die Krisen- ($\alpha = 0,000$) und M&A-Situation ($\alpha = 0,001$) ein höchst signifikanter Unterschied

festgestellt werden. Beim Börsengang ($\alpha = 0,248$) sowie der Wachstums- ($\alpha = 0,937$) und Reifephase ($\alpha = 0,791$) ist dieser Unterschied dagegen nicht mehr signifikant.

Zur Überprüfung der Hypothese H3 ist zu überprüfen, ob eine hervorragende bzw. mangelhafte Investor Relations-Arbeit in verschiedenen Unternehmenssituationen unterschiedlich starken Einfluss auf die Analyistentätigkeit hat (siehe hierzu die Tabellen 7 und 8 im Anhang). Das Bewertungsverhalten der Analysten weist für sämtliche Unternehmenssituationen stark signifikante Unterschiede sowohl für die Bewertung von schlechter wie auch von guter Investor Relations-Arbeit auf. Stark signifikante Unterschiede im Bewertungsverhalten der Analysten zeigen sich bei den Unternehmenssituationen Krise ($\alpha=0,000$), Mergers & Acquisitions ($\alpha \leq 0,032$) und Börsengang ($\alpha \leq 0,025$). Bestenfalls schwach signifikant sind die Unterschiede dagegen bei der Wachstumsphase ($\alpha \leq 0,123$). Somit wird **Hypothese H3** als bestätigt betrachtet. Die Einflussstärke von Investor Relations auf die Bewertungsurteile der Analysten variiert in Abhängigkeit von der Unternehmenssituation.

V. Exkurs: Analystenerfolg und Investor Relations

Aus den erhobenen Daten lässt sich auch im Ansatz ermitteln, inwieweit der Einfluss von Investor Relations auf den Erfolg von Finanzanalysten reicht. Gibt es einen Zusammenhang zwischen der Nutzung von Investor Relations-Informationen und dem Erfolg von Finanzanalysten?

Zur Beantwortung dieser Frage ist zunächst die Bestimmung des Analystenerfolgs erforderlich. Das Instrument des Analystenrankings, bei denen Analysten in Bezug auf ihre Prognosegenauigkeit und Aktienempfehlungen von unabhängigen Rating-Agenturen bewertet werden, kann hier nicht genutzt werden, da Rankings bei anonymen Befragungsteilnehmern nicht vorliegen. Deshalb wird der Analystenerfolg subjektiv auf Basis einer Selbsteinschätzung bestimmt. Abbildung 18 dokumentiert die Ergebnisse zur Selbsteinschätzung des Erfolgs von Finanzanalysten. Die Antworten fallen insgesamt überaus positiv aus. Da die Bewertung der eigenen Leistung subjektiv erfolgt, kann eine Selbstüberschätzung nicht ausgeschlossen werden. Aufgrund der zugesicherten Anonymität der Antworten bestand jedoch grundsätzlich kein Anlass für die Analysten, ihre Angaben vorsätzlich zu verfälschen.

[Abbildung 18]

Für die Ermittlung des Zusammenhangs zwischen dem subjektiv wahrgenommenen Erfolg der Finanzanalysten und der Nutzung von Investor Relations-Informationen wird eine Regressionsanalyse durchgeführt. Tabelle 9 im Anhang zeigt die Ergebnisse. Es wird ein signifikant positiver Zusammenhang festgestellt (Signifikanzniveau = 5,4%), wenn auch mit niedrigem Ergebnis des Bestimmtheitsmaßes R^2 von 0,03. Der Einfluss von Investor Relations auf den selbst wahrgenommenen Erfolg der Analysten fällt demnach insgesamt nur gering aus, ist aber grundsätzlich gegeben. Angesichts der Tatsache, dass die Bewertungsfähigkeiten eines Analysten wohl vor allem von weichen Faktoren wie persönlicher Begabung und Bewertungserfahrung geprägt sind, ist dieser geringe Einfluss nachvollziehbar (Jacob/Lys/Neale (1999); Stickel (1992)).

D. Fazit

Die Untersuchung hat gezeigt, dass die Einflussstärke von Investor Relations auf die Unternehmensbewertungen durch Finanzanalysten in Abhängigkeit der drei betrachteten Merkmalen variiert: (I) Aktienindexzugehörigkeit, (II) Branchenzugehörigkeit und (III) Unternehmenssituation. Folgende Kernergebnisse lassen sich stichpunktartig zusammenfassen:

- Die Urteile von Finanzanalysten werden grundsätzlich durch Investor Relations-Aktivitäten beeinflusst.
- Investor Relations von SDAX- und MDAX-Unternehmen haben einen stärkeren Einfluss auf die Analystenbewertung als die Kapitalmarktkommunikation von DAX30-Unternehmen. Dabei fällt die Reaktion offensichtlich asymmetrisch aus. Mangelhafte Investor Relations-Arbeit führt häufiger zu einem Abschlag in der Aktienbewertung als sehr gute Investor Relations-Arbeit zu einem Aufschlag.
- Industriebezogen bestehen die höchsten Informationsmängel aus Sicht der Finanzanalysten bei Handels- sowie Transport- & Logistikunternehmen. Unternehmen aus Branchen mit einem geringen Investor Relations-Aktivitätsgrad erfahren häufiger einen Bewertungsabschlag.
- In außergewöhnlichen Unternehmenssituationen haben Investor Relations einen stärkeren Einfluss auf Finanzanalysten als im normalen Geschäftsverlauf.

Insbesondere in Krisensituationen, bei Mergers & Acquisitions und bei Börsengängen erfolgt ein hoher Bewertungsabschlag als Reaktion auf mangelhafter Investor Relations-Arbeit.

- Der Erfolg von Finanzanalysten wird durch die verstärkte Nutzung von Investor Relations als Informationsquelle signifikant positiv beeinflusst.

Das letztgenannte Ergebnis zeigt, dass beide Seiten – Investor Relations-Manager und Finanzanalyst – von guter Finanzkommunikation profitieren. Für die Investor Relations-Praxis belegen die Befunde, dass durch den Abbau der wahrgenommenen Informationsmängel von Finanzanalysten die Bewertungsergebnisse positiv beeinflussbar erscheinen.

Anhang

Abb. 1: Vorgehensweise zur Ermittlung der Einflussstärke von Investor Relations

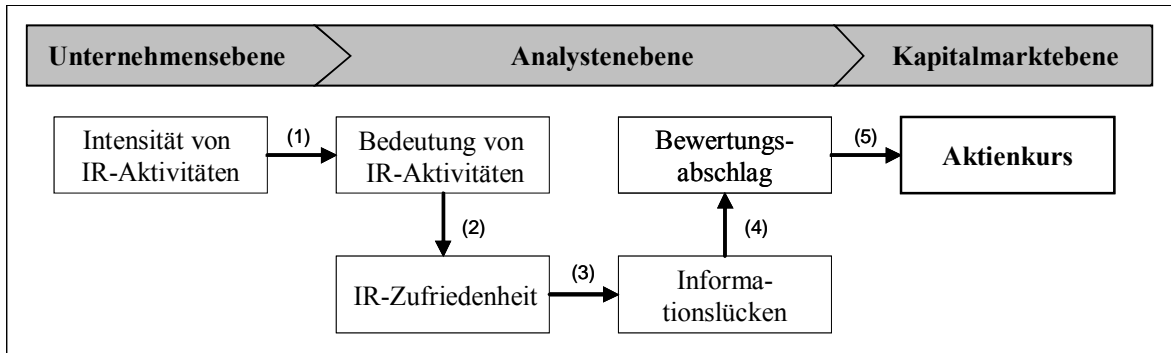


Abb. 2: Branchenspezialisierung der befragten Finanzanalysten

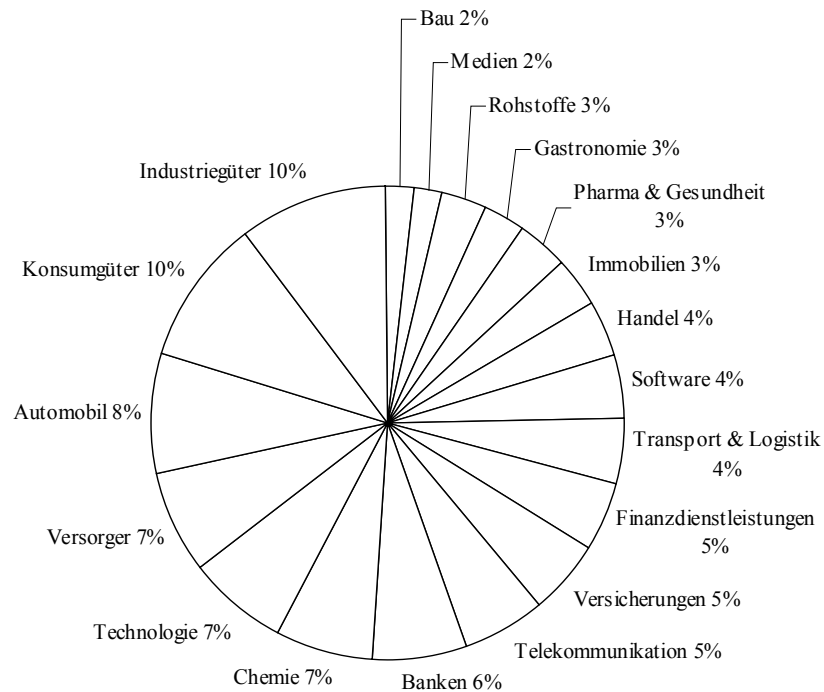
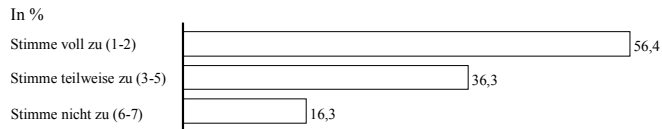


Abb. 3: Fragen nach der Nutzung von Investor Relations-Informationen

Bei schwierigen Entscheidungen erfrage ich detaillierte Informationen von der Investor Relations Abteilung eines Unternehmens



Für meine Aktienbewertung sind Investor Relations Aktivitäten von höchster Bedeutung

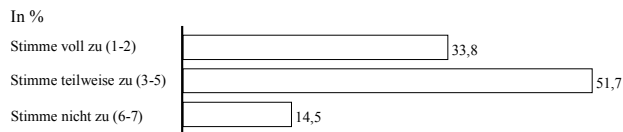


Abb. 4: Faktoren für die Qualitätseinschätzung von Investor Relations

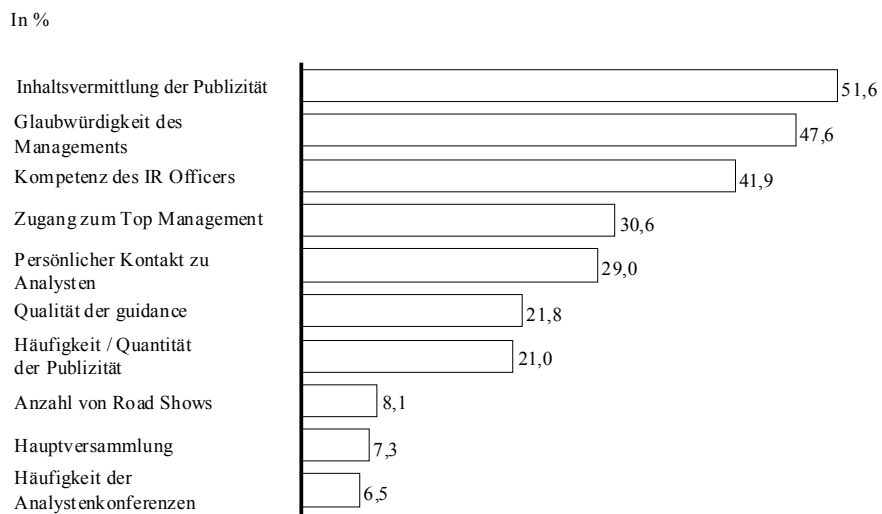


Abb. 5: Wahrgenommene Intensität der Investor Relations-Aktivitäten

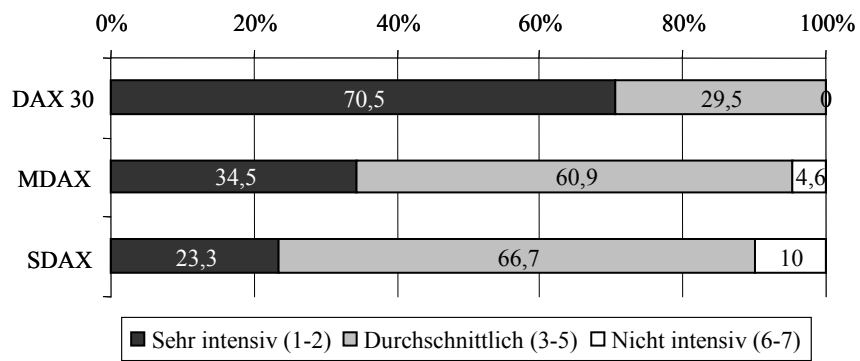


Abb. 6: Bedeutung der Investor Relations-Aktivitäten in verschiedenen Aktienindizes

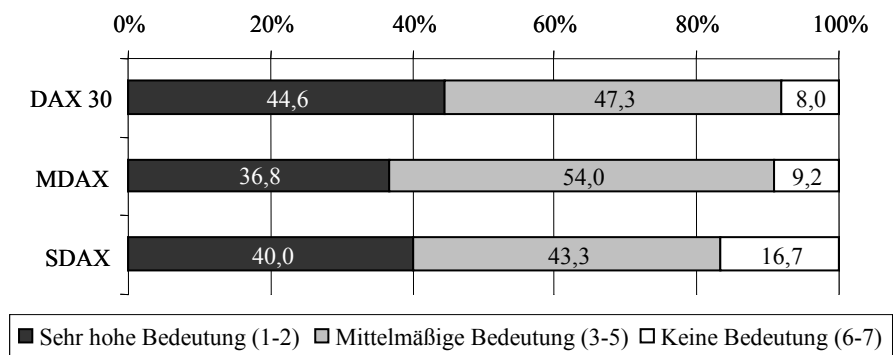


Abb. 7: Auswirkung von schlecht empfundener Investor Relations-Arbeit auf die Aktienbewertung

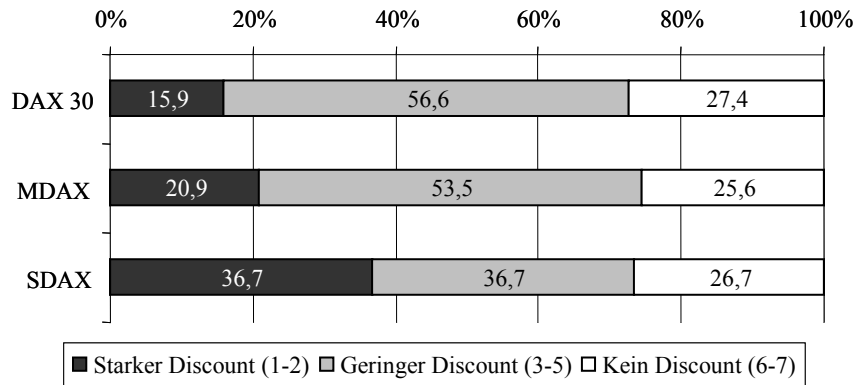
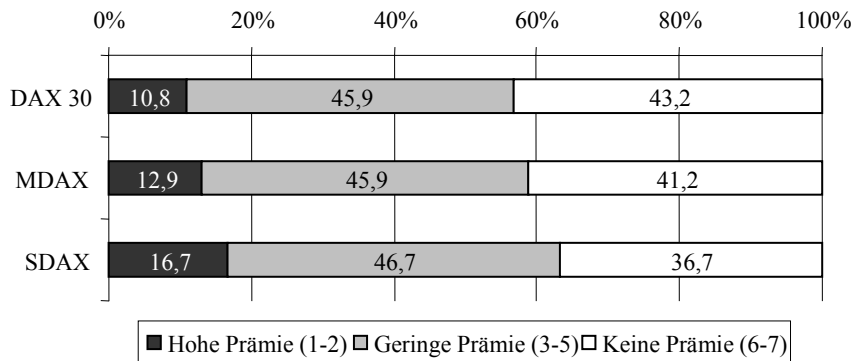


Abb. 8: Auswirkung von gut empfundener Investor Relations-Arbeit auf die Aktienbewertung



Tab. 1: Signifikanztest bei Investor Relations-Aktivität der Indizes

T-Test

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DAX30	112	2,2054	0,85042	0,08036
MDAX	87	3,0575	1,16496	0,12490
SDAX	30	3,4667	1,43198	0,26144

One-Sample Test						
	Test Value = 2.2054					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DAX30	-0,001	111	1,000	-0,00004	-0,1593	0,1592
MDAX	6,822	86	0,000	0,85207	0,6038	1,1004
SDAX	4,824	29	0,000	1,26127	0,7266	1,7960

Tab. 2: Signifikanztest bei der Bedeutung der Investor Relations-Aktivitäten in den Indizes

T-Test

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DAX30	112	2,9286	1,51101	0,14278
MDAX	87	3,0805	1,51901	0,16286
SDAX	30	3,3000	1,78403	0,32572

One-Sample Test						
	Test Value = 2.9286					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DAX30	0,000	111	1,000	-0,00003	-0,2830	0,2829
MDAX	0,932	86	0,354	0,15186	-0,1719	0,4756
SDAX	1,140	29	0,264	0,37140	-0,2948	1,0376

Tab. 3: Signifikanztest bei schlecht empfundener Investor Relations

T-Test

One-Sample Statistics						
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean		
DAX30	98	4,6224	1,73808	0,17557		
MDAX	75	4,2533	1,83136	0,21147		
SDAX	25	3,5200	1,98158	0,39632		

One-Sample Test						
	Test Value = 4.622					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DAX30	0,003	97	0,998	0,00045	-0,3480	0,3489
MDAX	-1,743	74	0,085	-0,36867	-0,7900	0,0527
SDAX	-2,781	24	0,010	-1,10200	-1,9200	-0,2840

Tab. 4: Signifikanztest bei gut empfundener Investor Relations

T-Test

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DAX30	111	4,8378	1,83670	0,17433
MDAX	85	4,6588	1,93682	0,21008
SDAX	30	4,4333	2,09570	0,38262

One-Sample Test						
	Test Value = 4.8378					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DAX30	0,000	110	1,000	0,00004	-0,3454	0,3455
MDAX	-0,852	84	0,397	-0,17898	-0,5967	0,2388
SDAX	-1,057	29	0,299	-0,40447	-1,1870	0,3781

Abb. 9: Aktivitätsgrad der Investor Relations in den Industriesektoren

Industrie	N	Aktivitätsgrad
	Gültig	
Medien	5	1,60
Versorger	15	1,67
Finanzdienstleistungen	11	1,82
Versicherungen	11	1,82
Immobilien	8	1,88
Rohstoffe	7	2,00
Chemie	15	2,07
Software	9	2,11
Pharma & Gesundheit	8	2,13
Banken	14	2,21
Automobil	18	2,33
Technologie	15	2,40
Transport & Logistik	10	2,40
Telekommunikation	12	2,42
Food & Beverages	7	2,43
Handel	9	2,67
Konsumgüter	21	2,76
Industriegüter	22	2,82
Bau	5	3,20

Abb. 10: Bedeutung der Investor Relations-Aktivitäten in verschiedenen Branchen

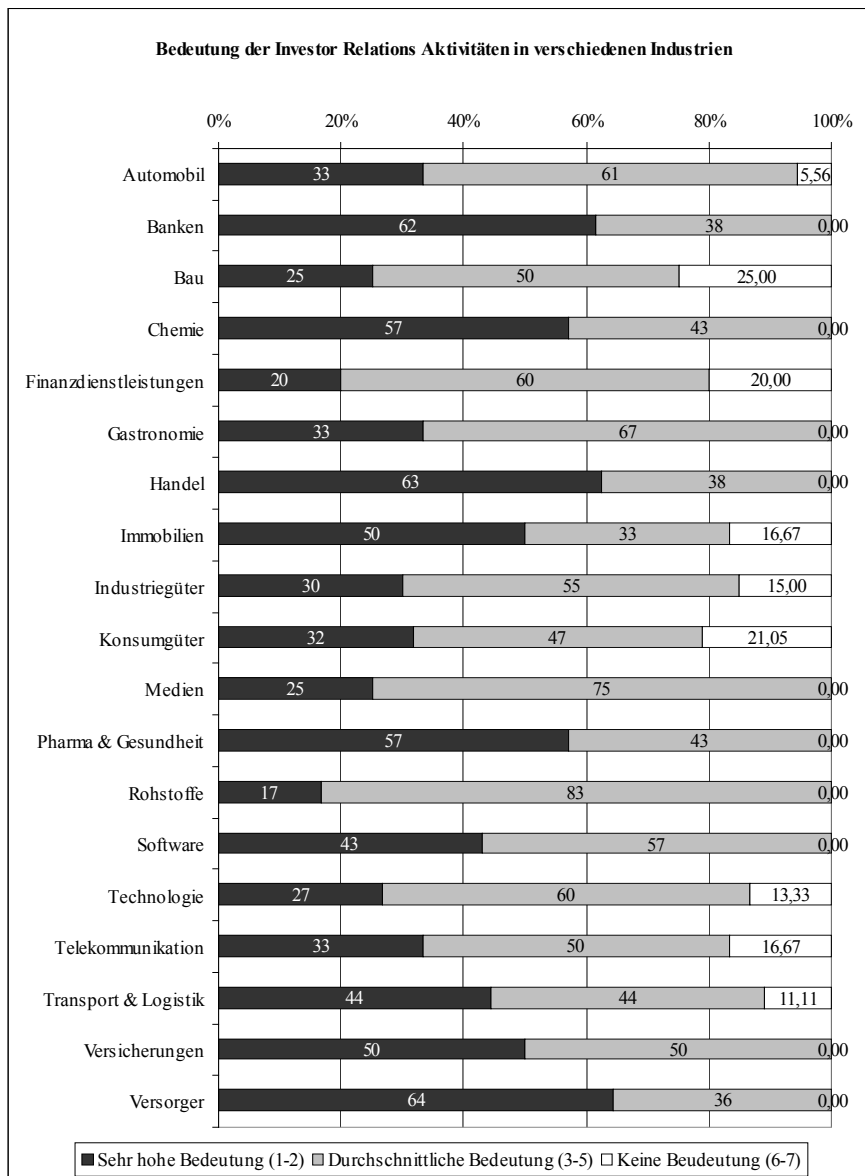


Abb. 11: Zufriedenheit mit den Investor Relations-Aktivitäten in den verschiedenen Branchen

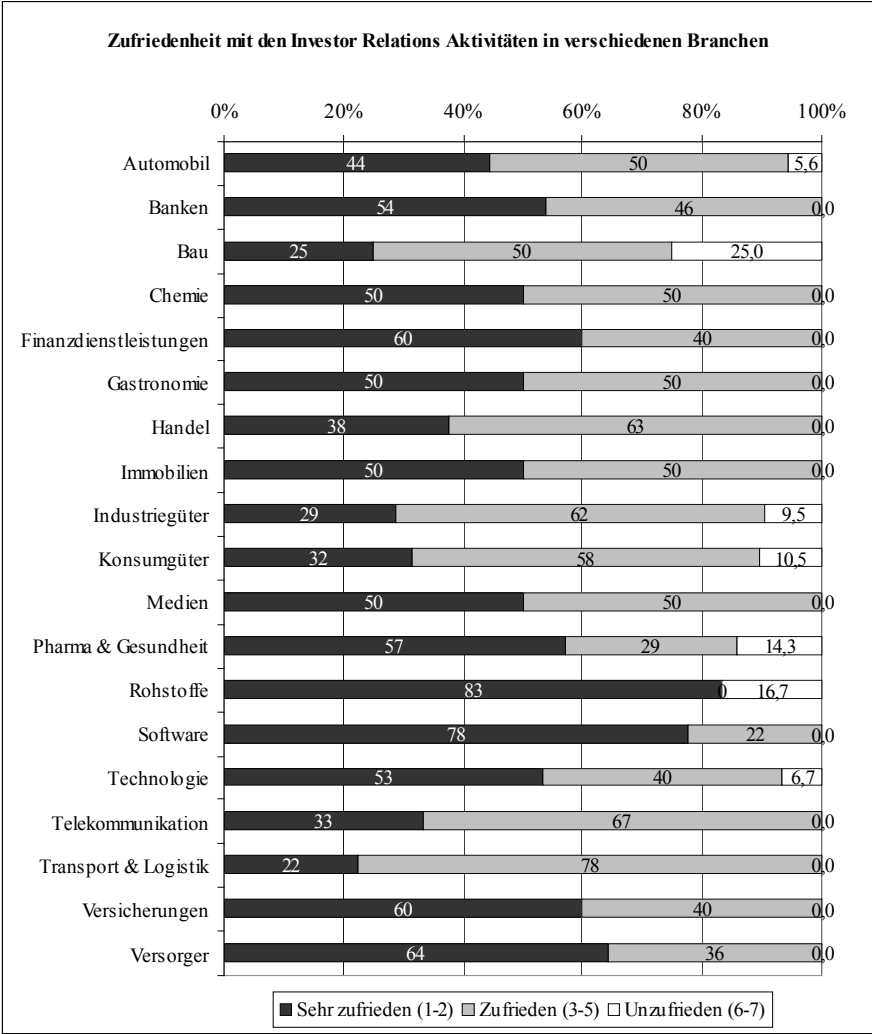


Abb. 12: Negative Auswirkungen von schlecht empfundener Investor Relations Arbeit

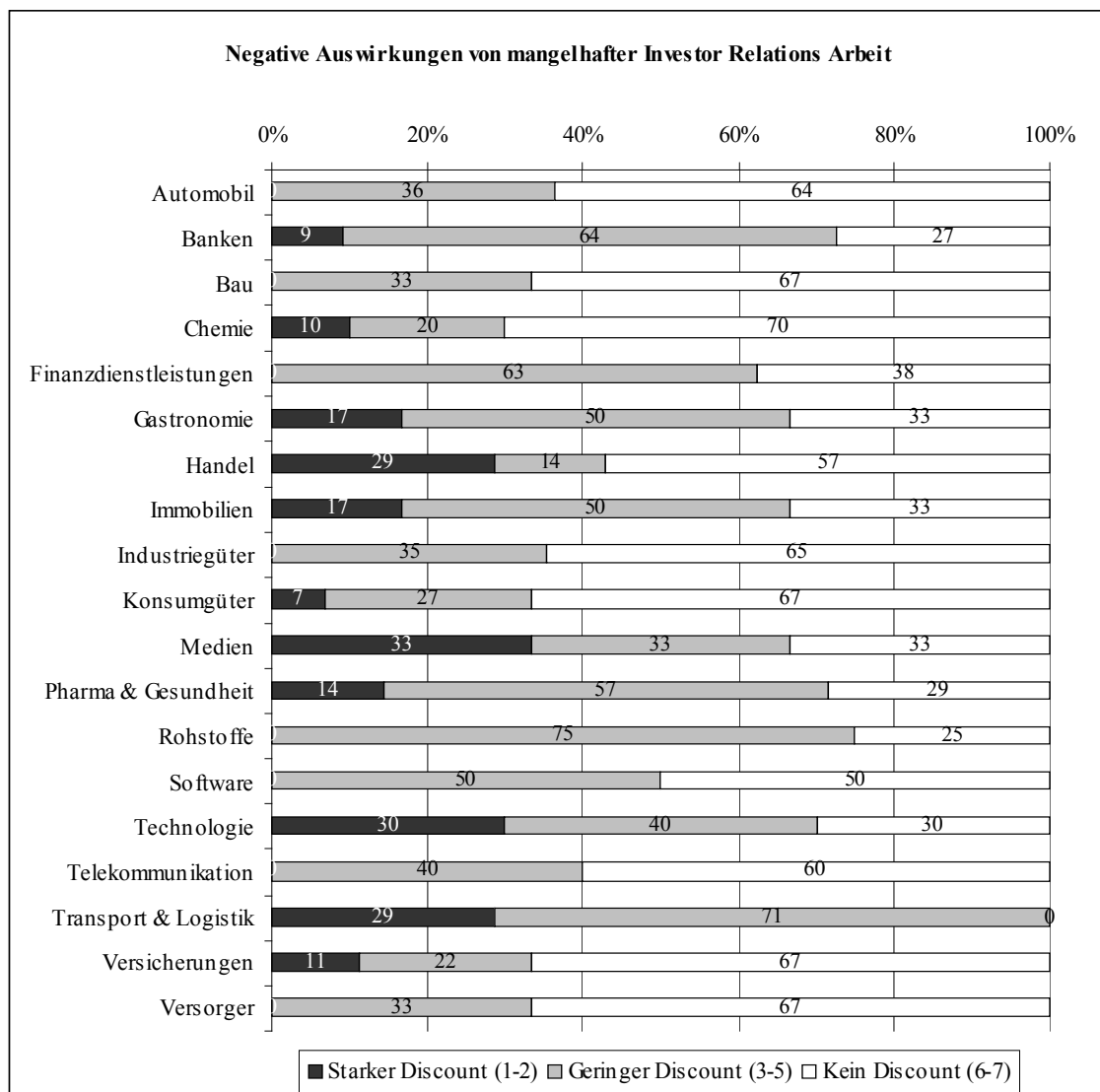


Abb. 13: Positive Auswirkungen von gut empfundener Investor Relations

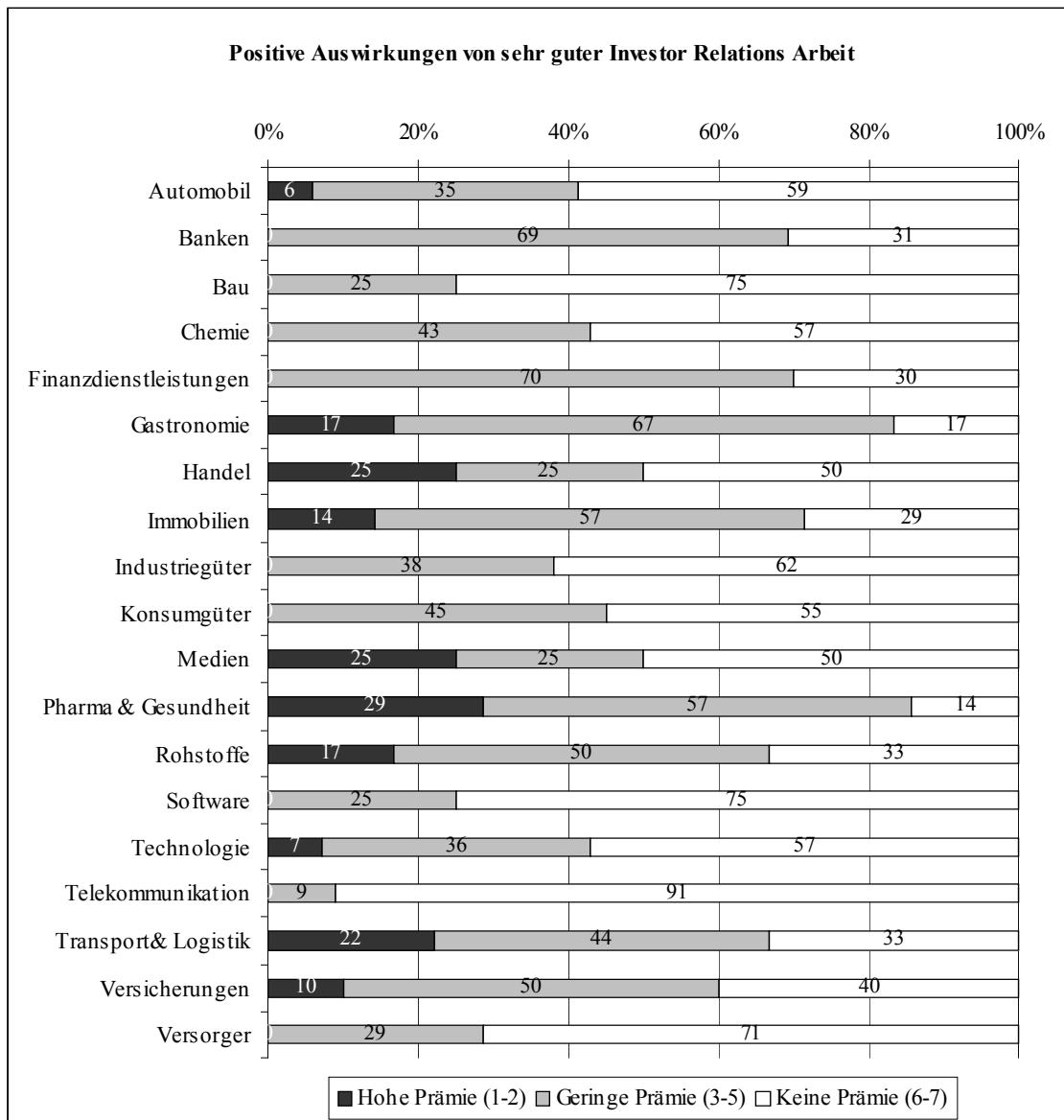


Abb. 14: Bedeutung der Investor Relations-Aktivitäten in verschiedenen Unternehmenssituationen

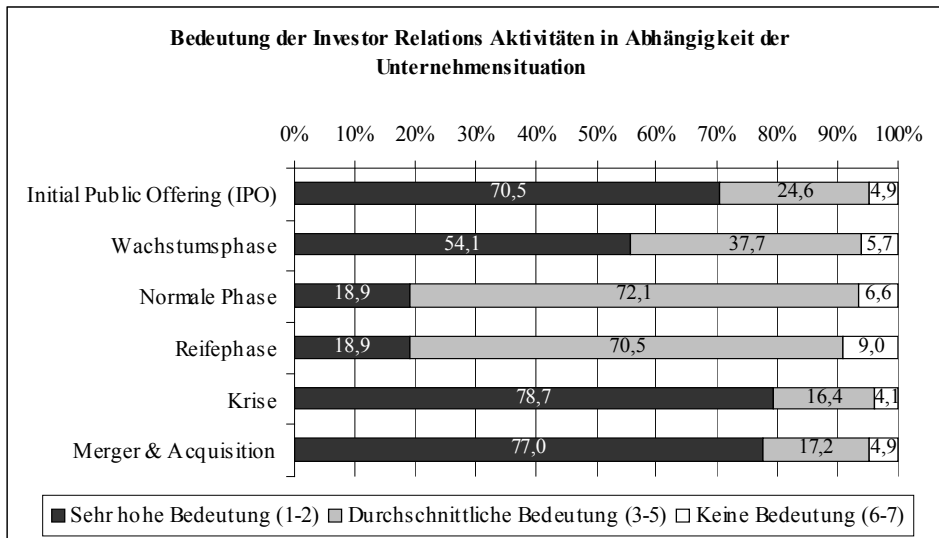


Abb. 15: Zufriedenheit mit Investor Relations-Aktivitäten in diversen Unternehmenssituationen

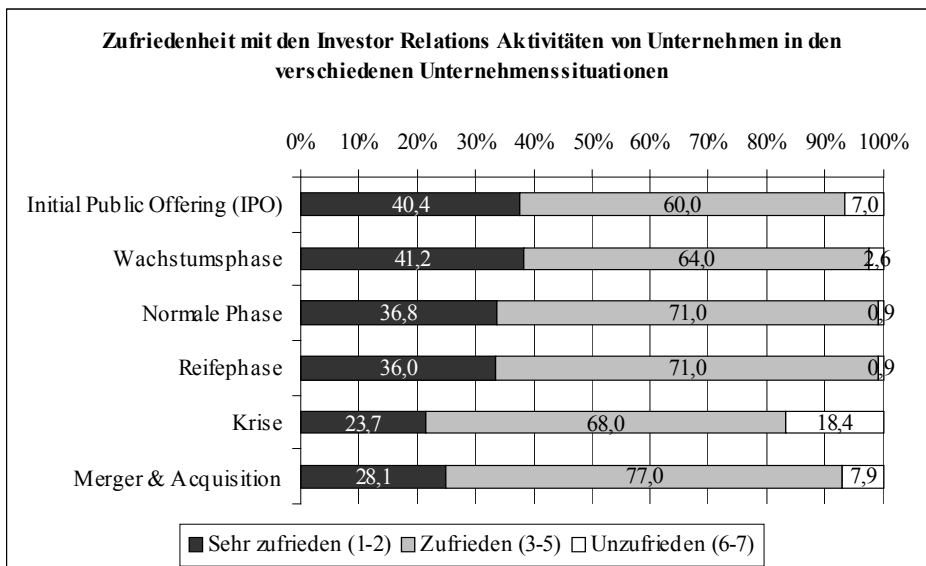


Abb. 16: Auswirkungen von mangelhafter Investor Relations-Arbeit in verschiedenen Situationen

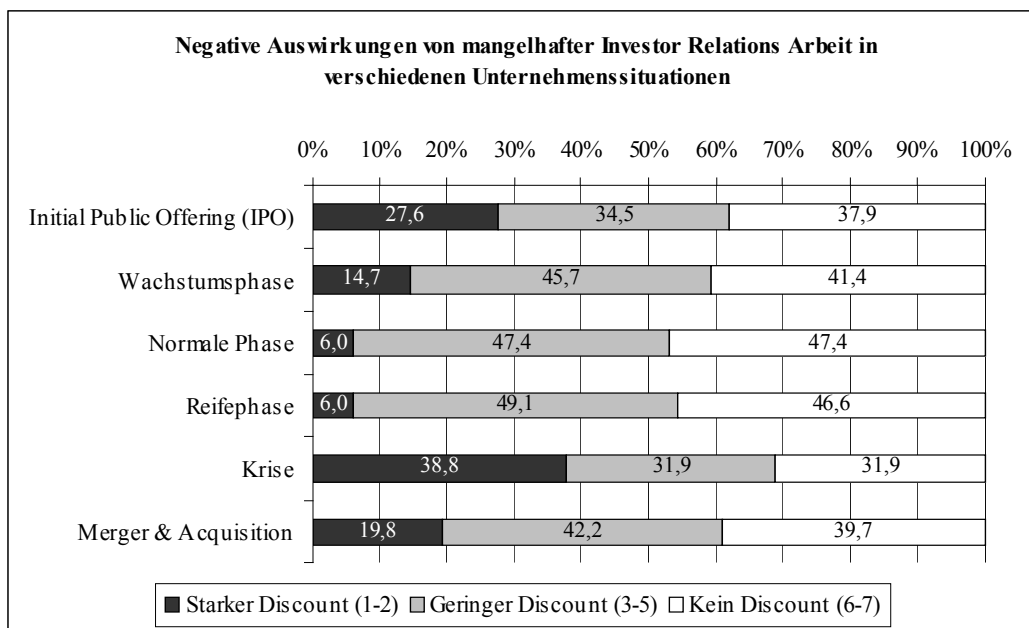
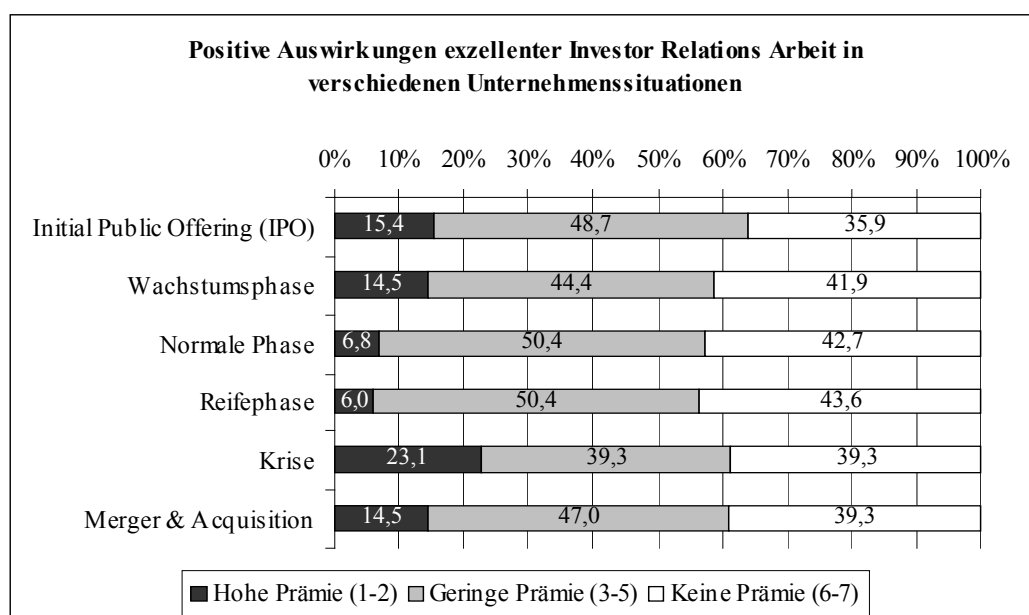


Abb. 17: Auswirkungen von exzellenter Investor Relations-Arbeit in verschiedenen Situationen



Tab. 5: Signifikanztest bei der Bedeutung der Investor Relations-Maßnahmen in verschiedenen Unternehmenssituationen

T-Test

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
IPO	122	2,1475	1,48085	0,13407
Wachstumsphase	119	2,7731	1,44643	0,13259
normale Phase	119	3,4118	1,27832	0,11718
Reifephase	120	3,5417	1,39565	0,12740
Krise	121	1,8843	1,35518	0,12320
M&A	121	2,0248	1,39321	0,12666

One-Sample Test							
	Test Value = 3.411						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
IPO	-9,424	121	0,000	-1,26346	-1,5289	-0,9980	
Wachstumsphase	-4,811	118	0,000	-0,63789	-0,9005	-0,3753	
normale Phase	0,007	118	0,995	0,00076	-0,2313	0,2328	
Reifephase	1,026	119	0,307	0,13067	-0,1216	0,3829	
Krise	-12,392	120	0,000	-1,52670	-1,7706	-1,2828	
M&A	-10,945	120	0,000	-1,38621	-1,6370	-1,1354	

Tab. 6: Signifikanztest bei der Zufriedenheit mit den Investor Relations-Aktivitäten in verschiedenen Unternehmenssituationen

T-Test

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
IPO	114	3,0789	1,45216	0,13601
Wachstumsphase	114	2,9123	1,18666	0,11114
normale Phase	114	2,9211	1,01445	0,09501
Reifephase	113	2,9469	1,03372	0,09724
Krise	116	3,8707	1,57993	0,14669
M&A	118	3,3390	1,34749	0,12405

One-Sample Test							
	Test Value = 2.9211						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
IPO	1,161	113	0,248	0,15785	-0,1116	0,4273	
Wachstumsphase	-0,079	113	0,937	-0,00882	-0,2290	0,2114	
normale Phase	0,000	113	1,000	-0,00005	-0,1883	0,1882	
Reifephase	0,265	112	0,791	0,02580	-0,1669	0,2185	
Krise	6,473	115	0,000	0,94959	0,6590	1,2402	
M&A	3,369	117	0,001	0,41788	0,1722	0,6636	

Tab. 7: Signifikanztest bei schlecht empfundener Investor Relations in verschiedenen Unternehmenssituationen

T-Test

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
IPO	94	3,9681	2,21166	0,22812
Wachstumsphase	97	4,5876	1,99349	0,20241
normale Phase	92	4,9022	1,86382	0,19432
Reifephase	94	4,9149	1,85298	0,19112
Krise	107	3,6542	2,27000	0,21945
M&A	98	4,1122	2,16287	0,21848

One-Sample Test						
	Test Value = 4.9022					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
IPO	-4,095	93	0,000	-0,93411	-1,3871	-0,4811
Wachstumsphase	-1,554	96	0,123	-0,31457	-0,7163	0,0872
normale Phase	0,000	91	1,000	-0,00003	-0,3860	0,3860
Reifephase	0,066	93	0,947	0,01269	-0,3668	0,3922
Krise	-5,687	106	0,000	-1,24799	-1,6831	-0,8129
M&A	-3,616	97	0,000	-0,78996	-1,2236	-0,3563

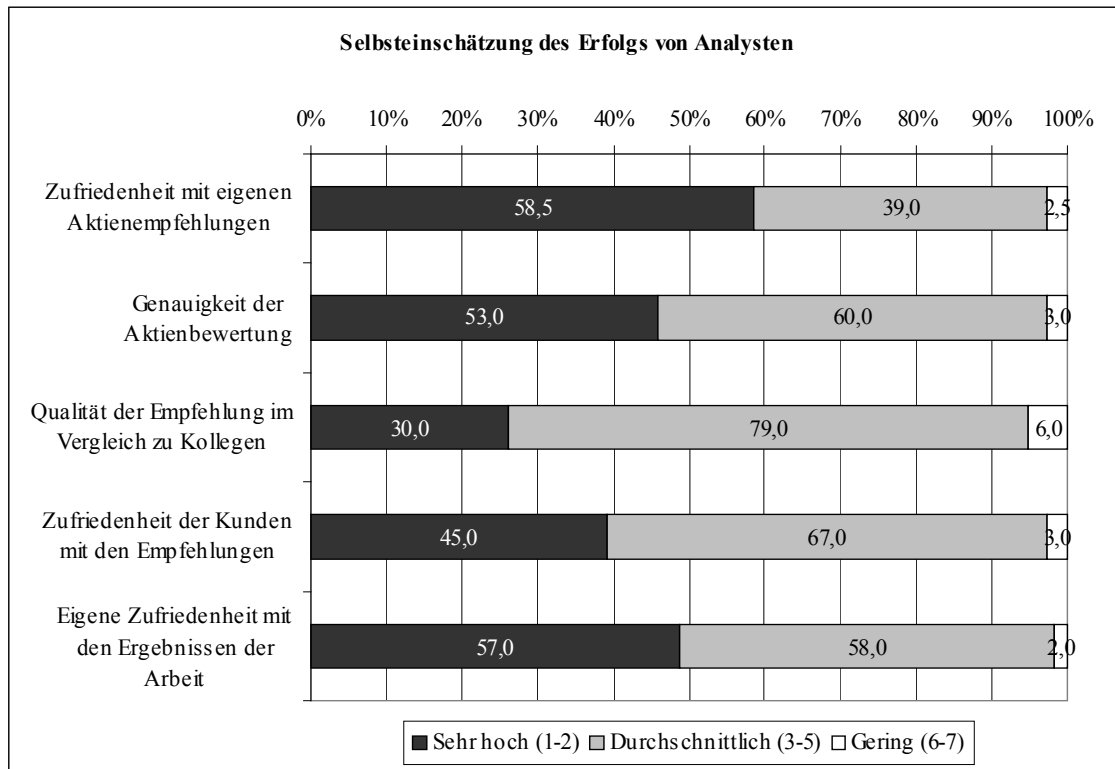
Tab. 8: Signifikanztest bei gut empfundener Investor Relations in verschiedenen Unternehmenssituationen

T-Test

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
IPO	86	4,3953	1,84250	0,19868
Wachstumsphase	83	4,5783	1,86835	0,20508
normale Phase	80	4,8500	1,69959	0,19002
Reifephase	80	4,9250	1,66707	0,18638
Krise	83	3,9880	2,00301	0,21986
M&A	84	4,4048	1,86999	0,20403

One-Sample Test						
	Test Value = 4.85					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
IPO	-2,288	85	0,025	-0,45465	-0,8497	-0,0596
Wachstumsphase	-1,325	82	0,189	-0,27169	-0,6797	0,1363
normale Phase	0,000	79	1,000	0,00000	-0,3782	0,3782
Reifephase	0,402	79	0,688	0,07500	-0,2960	0,4460
Krise	-3,921	82	0,000	-0,86205	-1,2994	-0,4247
M&A	-2,182	83	0,032	-0,44524	-0,8510	-0,0394

Abb. 18: Selbsteinschätzung des Erfolgs der Bewertungstätigkeit



Tab. 9: Regressionsanalyse der Einstellung zu Investor Relations und dem Erfolg der Analysten

Regression

Deskriptive Statistiken

	Mittelwert	Standardabweichung	N
Leistung	2,6000	1,15723	124
Einstellung	3,7177	1,29334	124

Korrelationen

		Leistung	Einstellung
Korrelation nach	Leistung	1,000	0,173
Pearson	Einstellung	0,173	1,000
Signifikanz	Leistung	.	0,027
(einseitig)	Einstellung	0,027	.
N	Leistung	124	124
	Einstellung	124	124

Aufgenommene/Entfernte Variablen(b)

Modell	Aufgenommene Variablen	Entfernte Variablen	Methode
1	Einfluss(a)	.	Eingeben

a. Alle gewünschten Variablen wurden aufgenommen.

b. Abhängige Variable: Leistung

Modellzusammenfassung

Modell	R	R-Quadrat	Korrigiertes R-Quadrat	Standardfehler des Schätzers	Änderungsstatistiken				
					Änderung in R-Quadrat	Änderung in F	df1	df2	Änderung in Signifikanz von F
1	,173(a)	0,030	0,022	1,14439	0,030	3,777	1	122	0,054

a. Einflußvariablen : (Konstante), Einfluss

ANOVA(b)

Modell		Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Signifikanz
1	Regression	4,946	1	4,946	3,777	,054(a)
	Residuen	159,774	122	1,310		
	Gesamt	164,720	123			

a. Einflußvariablen : (Konstante), Einfluss

b. Abhängige Variable: Leistung

Koeffizienten(a)

Modell		Nicht standardisierte Koeffizienten		Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	95%-Konfidenzintervalle	
		B	Standardfehler	Beta			Untergrenze	Obergrenze
1	(Konstante)	2,024	0,314		6,446	0,000	1,402	2,645
	Einstellung	0,155	0,080	0,173	1,943	0,054	-0,003	0,313

a. Abhängige Variable: Leistung

Literatur

- Achleitner, Ann-Kristin / Bassen, Alexander (2001): Investor Relations von Wachstumsunternehmen und etablierten Unternehmen im Vergleich, in: Knüppel, Hartmut / Lindner, Christian (Hrsg.): Die Aktie als Marke, Frankfurt am Main, S. 24-47
- Ahlers, Sabine (2000): Die organisatorische Einbindung von Investor Relations in das Unternehmen, in: DIRK (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 29-34
- Amir, Eli / Lev, Baruch I., Sougiannis, Theodore (1999): What Value Analysts?, November 1999, Working Paper Series elektronisch veröffentlicht unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=193428 abgerufen am 09.04.07
- Asquith, Paul / Mikhail, Michael B. / Au, Andrea S. (2004): Information Content of Equity Analyst Reports, Working Paper No. 4264-02, MIT Sloan School of Management, Cambridge
- Auer von, Ludwig (2003): Ökonometrie, 2. Aufl., Berlin
- Barber, Brad et al. (2001): Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns, in: Journal of Finance, Vol. 56 (2001), No. 2, S. 531-563
- Bassen, Alexander / Frank, Ralf / Levermann, Susan / Plümer, Markus (2006): Messung des Erfolgs von Finanzkommunikation mit Perception Profiles der DVFA, in: Finanz Betrieb, Jg. 8 (2006), S. 689-695
- Bickhoff, Nils / Blatz, Michael / Eilenberger, Guido (2004): Die Unternehmenskrise als Chance: Innovative Ansätze zur Sanierung und Restrukturierung, Berlin / Heidelberg / New York
- Binder, Bettina C. (2003): Prozessorientiertes Performance Measurement in der Telekommunikationsbranche, Wiesbaden
- Bittner, Thomas (1996): Die Wirkung von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, Opladen
- Brammer, Ralf P. / Lauer, Friedrich (2000): Investor Relations und der Zusammenschluss von Daimler-Benz und Chrysler, in: DIRK (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 211-226
- Brav, Alon / Lehavy, Reuven (2003): An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics, in: Journal of Finance, Vol. 58 (2003), No. 5, S. 1933-1967
- Chen, Carl R. / Chan, Kam C. / Steiner, Thomas L. (2002): Are All Security Analysts Equal?, in: Journal of Financial Research, Vol. 25 (2002), No. 3, S. 415-430
- Chung, Kee H. / Chen-Chin, Chu (1994): The Supply of Information and Corporate Value in Incomplete Capital Markets: Empirical Evidence, in: Journal of Finance, Vol. 49 (1994), No. 3, S. 1061-1093

- Citigate Dewe Rogerson (Hrsg.) (2002): Benchmarking zur Kommunikation mit den IR-Zielgruppen - Vergleich zwischen DAX-, MDAX-, SDAX- und NEMAX50-Unternehmen, Frankfurt am Main
- Diehl, Ulrike / Loistl, Otto / Rehkugler, Heinz (1998): Effiziente Kapitalmarktkommunikation, Stuttgart
- DIRK (Hrsg.) (2005): DIRK Stimmungsbarometer, Nr. 2, 10/2005, Hamburg / Nürnberg
- Doukas, John A. / Kim, Chansog F. / Pantzalis, Christos (2005): The Two Faces of Analyst Coverage, in: Financial Management, Vol. 34 (2005), No. 2, S. 99-125
- Ebel, Bernhard / Hofer, Markus B. (2002): Investor Marketing - Strategien und Instrumente für höhere Börsenbewertungen, in: Unternehmensberater, Nr. 1 (2002), S. 22-25
- Ernst, Edgar / Gassen, Joachim / Pellens, Bernhard (2005): Verhalten und Präferenzen Deutscher Aktionäre, Studie des Deutschen Aktieninstituts (Hrsg.), Heft 29, Frankfurt am Main
- Fockenbrock, Dieter / Hussla, Gertrud (2005): Transparent geführte Konzerne bieten bessere Kurschancen, in: Handelsblatt, Nr. 165, vom 29.08.2005, S. 29
- Frazier, Kenneth (2005): Statement by Kenneth C. Frazier, in: Pressemitteilung Merck and Co. Inc., vom 22.08.2005, elektronisch veröffentlicht unter URL: http://www.merck.com/newsroom/press_releases/corporate/2005_0822.html, abgerufen am 18.02.2006.
- Gehring, Eva (2000): IR-Kommunikation im Vorfeld eines Börsengangs, in: DIRK (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 173-180
- Gleason, Cristi A. / Lee, Charles M. (2003): Analyst Forecast Revision and Market Price Discovery, in: Accounting Review, Vol. 78 (2003), No. 1, S. 193-226
- Graß, Rolf-Dieter (2000): Der Erfolg von Investor Relations – auf der Suche nach einem Maßstab, in: DIRK (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 181-186
- Grönroos, Christian (1982): Strategic Management and Marketing in the Service Sector, Research Report No. 8, Swedish School of Economics and Business Administration, Helsinki
- Günther, Thomas / Otterbein, Simone (1996): Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften, in: ZfB, Jg. 66 (1996), Nr. 4, S. 389-417
- Hauser, Stefanie (2004):
- 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 (1999), No. 3, S. 485-520
- Holdijk, Gerhard (2001): Die Story muß stimmen – Erfolgsfaktoren einer Börseneinführung aus Sicht des Unternehmens, in: Knüppel, Hartmut / Lindner, Christian (Hrsg.): Die Aktie als Marke, Frankfurt am Main, S. 113-135

- IR.on AG (Hrsg.) (2002): Mergers & Acquisitions, in: Untersuchungsreihe Financial Community Deutschland der IR.on AG, Jg. 2 (2002), Nr. 2, Köln
- Jacob, John / Lys, Thomas Z. / Neale, Margaret A. (1999): Expertise in Forecasting Performance of Security Analysts, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 28 (1999), S. 51-82
- Janik, Achim (2002): Investor Relations in der Unternehmenskommunikation, Wiesbaden
- Juchem, Nikolai / Mathée, Lucia (2005): IR spielt entscheidende Rolle bei Unternehmensübernahmen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 68, vom 09.04.2005, S. b4
- Klewes, Joachim / Güttler, Alexander (2001): Aktienmarketing: Würfelspiel oder strukturierter Prozess? Mehr Wert durch effiziente Vernetzung der Instrumente, in: Knüppel, Hartmut / Lindner, Christian (Hrsg.): Die Aktie als Marke, Frankfurt am Main, S. 194-222
- Königs, Anke / Schiereck, Dirk (2006): Controlling der Finanzkommunikation in deutschen Großunternehmen, in: Zeitschrift für Controlling & Management, Jg. 50 (2006), S. 376-380
- Lublin, Joann S. (2004): Experts Praise how Merck broke the News, in: The Wall Street Journal, vom 01.10.2004, S. B1
- Lütje, Torben / Menkhoff, Lukas (2007): What Drives Home Bias? Evidence from Funds Managers' Views, in: International Journal of Finance & Economics, Jg. 12 (2007), S. 21-35
- Lys, Thomas / Sohn, Sungkyu (1990): The Association between Revisions of Financial Analysts' Forecast Revisions and Security Price Changes, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 13 (1990), No. 4, S. 341-363
- Martinez, Barbara et al. (2004): Expiration Date: Merck Pulls Vioxx From Market After Link to Heart Problems, in: The Wall Street Journal, vom 01.10.2004, S. A1
- Mattes, Erik (2002): Investor Relations während Unternehmenskrisen, in: Diegelmann, Michael / Giesel, Franz / Jugel, Stefan (Hrsg.): Moderne Investor Relations - Instrument der strategischen Unternehmensführung, Frankfurt am Main, S. 169-203
- Mei-Pochtler, Antonella (2001): Sharebranding, in: Knüppel, Hartmut / Lindner, Christian (Hrsg.): Die Aktie als Marke, Frankfurt am Main, S. 11-23
- Meschke, Felix (2003): CEO Interviews on CNBC, Working Paper, University of Minnesota
- Nietsch von, Rüdiger / Stotz, Olaf (2003): Warum sich Analysten überschätzen, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Jg. 15 (2003), S. 106-113
- Oerke, Marc (1999): Ad-hoc-Mitteilungen und deutscher Aktienmarkt: Marktreaktionen auf Informationen, Wiesbaden
- o.V. (2005): Rankings dienen als Entscheidungshilfe, in: Handelsblatt, Nr. 204, vom 21.10.2005, S. 41

Potschka, Stefan / May, Doris (2000): Investor Relations im Neuen Markt, in: DIRK (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 81-93

PricewaterhouseCoopers / Kirchhoff Consult AG (Hrsg.) (2005): Kapitalmarktkommunikation in Deutschland – Investor Relations und Corporate Reporting, Frankfurt am Main / München

PricewaterhouseCoopers (Hrsg.) (2002): Communicating Value in the Telecommunications Industry, New York

Roselieb, Frank (1999): Frühwarnsysteme in der Unternehmenskommunikation, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, Nr. 512, Kiel

Röder, Klaus (1999): Kurswirkungen von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften, Lohmar

Schlienkamp, Christoph (2007): Wie möchte ein Analyst Abwehrmaßnahmen kommuniziert bekommen? – Erwartungen der Finanzanalysten und Investoren an die Kommunikationspolitik der Unternehmen zur Abwehr nicht-freundlicher Übernahmen, in: DIRK e.V. (Hrsg.): Defense Kommunikation – Kapitalmarktkommunikation bei der Abwehr nicht-freundlicher Übernahmen, Weinheim, S. 79-89.

Schneider, Sabine (2001): Unternehmen ziehen aus der Krise offenbar die richtigen Schlüsse, in: Handelsblatt, Nr. 180, vom 18.09.2001, S. b1

Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing – Eine empirische Erhebung zu den Informationsbedürfnissen deutscher institutioneller Investoren und Analysten, Berlin

Simon, Herrmann / Ebel, Bernhard / Pohl, Alexander (2002): Investor Marketing, in ZfB, Nr. 2 (2002), S. 114-140

Stickel, Scott E. (1992): Reputation and Performance Among Security Analysts, in: Journal of Finance, Vol. 47 (1992), No. 5, S. 1811-1836

Täubert, Anne (1998): Unternehmenspublizität und Investor Relations: Analyse und Auswirkungen der Medienberichterstattung auf Aktienkurse, Münster

Wagner, Till (2003): Der Bulle, der Bär und das Trojanische Pferd, in: Ebel, Bernhard / Hofer, Markus B. (Hrsg.): Investor Marketing, Wiesbaden, S. 193-205

Wendling, Margit (2005): Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments, München

Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, Wiesbaden

Wilde, Marisa / Wilding, Benjamin (2006): Krisenmanagement Merck – Reputationsmanagement während und nach der Krise – Wie reagiert die Börse?, Universität Zürich Working Paper zu Krisenmanagement, Nr. 9 (2006)

Wollschläger, Joachim (2002): Nur wer seine Kommunikation gut vorbereitet, kann schwierige Phasen ohne großen Schaden überstehen, in: Handelsblatt, Nr. 18, vom 25.01.02, S. k1

Womack, Kent L. (1996): Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? in: Journal of Finance, Vol. 51 (1996), No. 1, S. 137-167

Forschungsgruppe Finanzkommunikation – Working Paper Series

Nr.	Autoren	Titel
01-2006	Anke Königs / Dirk Schiereck	Controlling der Finanzkommunikation in deutschen Großunternehmen
02-2006	Anke Königs / Dirk Schiereck	Zur Organisation der Finanzkommunikation in deutschen Großunternehmen
03-2006	Anke Königs / Dirk Schiereck	Herausforderungen und rechtliche Qualifikationen für die Finanzkommunikation
04-2006	Felicia Gohlke / Dirk Schiereck / Ralph Tunder	Durch Finanzanalysten wahrgenommene Qualität der Investor Relations deutscher Unternehmen
05-2006	Alexander Bassen / Maximilian Keisers / Philipp Schäfer / Dirk Schiereck	Anfälligkeitsanalysen zur Beurteilung der Gefahr feindlicher Übernahmeveruche
01-2007	Alexander Bassen / Dirk Schiereck / Christine Zöllner	Anti-Takeover-Maßnahmen aus Corporate Governance-Sicht
02-2007	Lucia Mathée, / Dirk Schiereck	Erste Studie der Forschungsgruppe Finanzkommunikation – Fest etabliert und deutlich ausbaufähig

Die Working Papers können gegen eine Schutzgebühr von 10,-- € bestellt werden unter:

European Business School
Stiftungslehrstuhl Bank- und Finanzmanagement
z. Hd. Frau Gudrun Würdemann
65375 Oestrich-Winkel