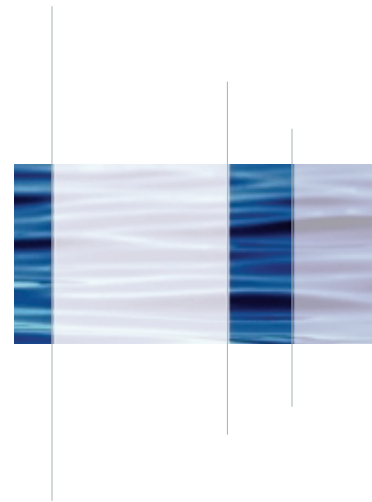


In den letzten Jahren haben die Investor Relations-Aktivitäten börsennotierter Unternehmen erheblich an Bedeutung gewonnen. Gleichzeitig sind die Erwartungen der Aktionäre und potentiellen Investoren an eine zeitnahe und fundierte Information deutlich gestiegen.

Mit seiner Dissertation „Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt“, gleichzeitig Band 6 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., bietet Autor Dr. Christopher Ridder eine Fülle von Ansatzpunkten zur direkten Anpassung der IR-Arbeit in der Praxis. Die Arbeit zeigt sehr detailliert, auf welche Bestandteile der IR-Arbeit Investoren und Analysten besonderen Wert legen und inwieweit ihr Verhalten durch IR-Arbeit beeinflussbar ist. Das Aufzeigen der Sicht der Kapitalmarktteilnehmer versetzt IR-Verantwortliche in die Lage ihre IR-Strategie an den Anforderungen des Kapitalmarkts auszurichten, eine fundiertere Ressourcenverteilung vorzunehmen und den Erfolg ihrer IR-Arbeit zu messen.



ISBN 3-937459-26-X



CHRISTOPHER RIDDER

Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen

Theoretische Konzeption mit empirischer Überprüfung
für den deutschen Kapitalmarkt

DIRK FORSCHUNGSREIHE, BAND 6

CHRISTOPHER RIDDER

**Investor Relations-Qualität:
Determinanten und Wirkungen –
Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung
für den deutschen Kapitalmarkt**

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

CHRISTOPHER RIDDER

**Investor Relations-Qualität:
Determinanten und Wirkungen –
Theoretische Konzeption und empirische
Überprüfung für den deutschen
Kapitalmarkt**

DIRK FORSCHUNGSREIHE: BAND 6

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Christopher Ridder:

Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt – Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., Band 6

Verlag: GoingPublic Media AG, Wolfratshausen, 2006
ISBN 3-937459-26-X

© 2006, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.,
Baumwall 7, 20459 Hamburg,
Tel. 040-4136396-0, Fax 040-4136396-9, www.dirk.org

Verlag: GoingPublic Media AG, Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen,
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656, www.goingpublic.de

Titel, Satz: Projektbüro Jürgenliemk, 82377 Penzberg
Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Photokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

1. Auflage Mai 2006

ISBN 3--37459-26-X

Links:

Der große GoingPublic-Bookshop

www.goingpublic.de/bookshop

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

www.dirk.org

Geleitwort

EINE umfassende wissenschaftliche Untersuchung der Investor Relations (IR)-Arbeit von Unternehmen fand bislang kaum statt. Dies gilt sowohl für den deutschsprachigen als auch für den angloamerikanischen Raum. Ein solches Forschungsdefizit verwundert, bedenkt man die stark wachsende Bedeutung der IR-Arbeit. Vor allem die Globalisierung der Kapitalmärkte und die damit verbundene reduzierte Bindung der Kapitalmarktteilnehmer an einzelne Unternehmen sind ausschlaggebend für die rasanten Bedeutungszunahme.

Die vorliegende Arbeit, die am Herbert-Quandt-Stiftungslehrstuhl der WHU – Otto Beisheim School of Management verfasst wurde, nimmt diese Forschungslücke zum Anlass, die Beziehungsarbeit von Unternehmen mit den verschiedenen Teilnehmergruppen des Kapitalmarktes durch eine auf den deutschen Kapitalmarkt bezogene empirische Studie zu untersuchen. Die Arbeit hat zwei Schwerpunkte: Zum einen wird analysiert, welche Anforderungen die in die durchgeführte Studie einbezogenen Kapitalmarktteilnehmergruppen (Privatanleger, institutionelle Investoren und Analysten) an die IR-Arbeit von Unternehmen haben. Diese Anforderungen überführt der Autor in ein IR-Qualitätsmodell. Das Modell zeigt auf, welche Bestandteile beziehungsweise Aspekte der IR-Arbeit auf die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer wirken. Basierend auf der Annahme, dass sich die Anforderungen von Analysten von den Anforderungen anderer Kapitalmarktteilnehmergruppen unterscheiden, werden in der Arbeit differenzierte Auswertungen durchgeführt.

Der zweite Schwerpunkt der Analyse widmet sich der Frage, welche IR-Ziele und in welchem Maße IR-Ziele mit IR-Arbeit überhaupt erreicht werden können. Auch hinsichtlich dieser Frage weisen die bislang durchgeführten wissenschaftlichen Studien große Schwächen auf. So wird eine Zielwirkung entweder implizit angenommen oder es werden nur einzelne IR-Ziele untersucht. Eine solche isolierte Betrachtung einzelner Zielgrößen wird aber der komplexen Wirkungsweise des Kapitalmarkts nicht gerecht, denn Wirkungsbeziehungen zwischen den verschiedenen Kapitalmarktgrößen können auf diese Weise nicht erfasst werden. Dies hat zur Folge, dass eine Beurteilung indirekter Wirkungen der IR-Arbeit nicht möglich ist. Die vorliegende Arbeit bezieht daher eine Vielzahl kapitalmarktorientierter Zielgrößen in die Untersuchung ein – der Autor spricht hier von einem IR-Wirkungsmodell.

Der Autor nutzt im Rahmen seiner Untersuchungen sehr intensiv erkenntnisfördernde Ergebnisse und Modelle der Marketingforschung. Die zur Legitimierung dieser

Vorgehensweise erforderliche Analogiebildung beruht auf der Aussage, dass IR-Arbeit eine Dienstleistung des Unternehmens und der Kapitalmarktteilnehmer ein Kunde des Unternehmens ist.

Die Studie kann von Unternehmen unter anderem genutzt werden, um Ansatzpunkte für eine kapitalmarktorientierte Anpassung ihrer IR-Strategie abzuleiten. So zeigt die Arbeit sehr detailliert, auf welche Bestandteile der IR-Arbeit Investoren und Analysten besonderen Wert legen. Entsprechend werden Unternehmen in die Lage versetzt, ihre Ressourcen in solche Bereiche der Kapitalmarktarbeit zu lenken, die aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer auch von hoher Relevanz sind. Die Ergebnisse der Untersuchung signalisieren die hohe Bedeutung der Motivation der IR-Mitarbeiter: Diese Motivation wurde von allen Kapitalmarktteilnehmern als bedeutendster Faktor in der Interaktion zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt eingeschätzt. Hingegen sollten den weiteren Ergebnissen der Arbeit zu Folge umfangreiche Bewirtungen auf Hauptversammlungen ebenso der Vergangenheit angehören wie Geschäftsberichte, die eher einem Hochglanzbildband als einer fundierten Entscheidungsgrundlage ähneln.

Über diesen der Praxis verpflichteten Teil hinaus trägt die Arbeit zur seit langem geführten Diskussion über die Angemessenheit der deutschen Rechnungslegungsstandards bei. Hier weisen die Ergebnisse darauf hin, dass insbesondere Angaben zu Informationsbereichen, die nicht gesetzlich geregelt sind, für Kapitalmarktteilnehmer von besonderer Relevanz sind. Auch dass eine vorsichtige Darstellung des Geschäftsverlaufs negative Auswirkungen auf die wahrgenommene Verlässlichkeit der bereitgestellten Informationen haben kann, bekräftigt die Kritik an der deutschen Rechnungslegung.

Insgesamt bietet die Arbeit wertvolle, bislang nicht existente Einblicke in die IR-Arbeit, sie schließt damit bestehende Wissensdefizite. Der Autor arbeitet mit aktuellsten methodischen Instrumenten und Forschungsergebnissen, auch aus benachbarten Forschungsdisziplinen. Die gewonnenen Erkenntnisse sind für die Praxis und für die Wissenschaft gleichermaßen bedeutend. In diesem Sinne ist der Arbeit eine der Qualität entsprechende weite Verbreitung und gebührende Anerkennung zu wünschen. Alle Voraussetzungen hierzu sind erfüllt.

Vallender, im Mai 2006

*Professor Dr. Lutz Kaufmann
Lehrstuhl für Internationales Management,
Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU) -
Otto Beisheim School of Management*

Vorwort des Präsidenten des DIRK

DIE Investor Relations-Aktivitäten börsennotierter Unternehmen haben in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen. Diese Entwicklung geht einher mit gestiegenen Ansprüchen der Aktionäre und der potenziellen Investoren, die eine umfassende und zeitnahe Information über ihre Investments erwarten. Der Aufbruch der Deutschland AG bei gleichzeitig stark rückläufiger Aktionärspräsenz auf den Hauptversammlungen ermöglicht es neuen, aktiven und teils recht aggressiven Investorengruppen maßgeblichen Einfluss auf die Emittenten auszuüben.

Die Arbeit von Dr. Christopher Ridder trägt in vielerlei Hinsicht dazu bei, diesen aktuellen Herausforderungen in Zukunft besser begegnen zu können. Mit Hilfe einer Befragung der wichtigsten IR-Zielgruppen werden die wesentlichen Anforderungen an die IR-Arbeit erhoben. Hierbei wird nicht, wie sonst üblich, lediglich der Informationsbedarf der Kapitalmarktteilnehmer betrachtet. Vielmehr wird neben der Frage nach dem „was“ auch diskutiert, „wie“ die Kapitalmarktkommunikation zu erfolgen hat. Damit wird erstmals in der wissenschaftlichen IR-Forschung die Interaktionskomponente angemessen berücksichtigt. Die Notwendigkeit der Einbeziehung dieser prozessorientierten Sichtweise wird auch durch die Ergebnisse der Arbeit gestützt. So weisen diese u.a. darauf hin, dass die Interaktionsqualität aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer ungefähr die gleiche Relevanz im Rahmen ihrer Beurteilung der IR-Arbeit hat wie die Qualität der bereitgestellten Informationen selbst.

Die Arbeit von Ridder bietet eine Fülle von Ansatzpunkten zur direkten Anpassung der IR-Arbeit in der Praxis. Durch das Aufzeigen der aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer relevanten Aspekte der IR-Arbeit wird eine wesentlich fundiertere Ressourcenverteilung möglich. Basierte die Aufteilung des häufig knappen IR-Budgets in der Vergangenheit eher auf Erfahrungswerten des einzelnen IR-Managers können nun die Mittel auf Basis einer objektiven Erhebung in die Bereiche gelenkt werden, wo sie den höchsten Nutzen für die Empfänger der IR-Arbeit, also insbesondere die Investoren, stiften.

Ein besonderer Mehrwert ergibt sich ferner aus der separaten Untersuchung der Bedürfnisse der Analysten. Aufgrund ihrer zentralen Funktion als meinungsbildende Multiplikatoren am Kapitalmarkt kommt diesen eine besondere Bedeutung zu. Die vorliegende Arbeit ermöglicht nun eine gezielte, an den Anforderungen dieser speziellen Kapitalmarktteilnehmergruppe ausgerichtete Kommunikation.

Weiterhin untersucht der Autor, inwieweit die mit der IR-Arbeit verfolgten Ziele realistischere Weise überhaupt erreicht werden können. Mit Hilfe der Studie konnte eine Wirkung auf die verschiedenen in die Untersuchung einbezogenen Kapitalmarktgrößen nachgewiesen werden. Damit konnte wissenschaftlich der in der Praxis beobachtbare Aus- und Aufbau der IR-Abteilungen erklärt und auch gerechtfertigt werden.

Insgesamt kann die Arbeit aus Sicht der IR-Schaffenden als hochgradig praxisrelevant eingestuft werden. Sie endet nicht, wie für wissenschaftliche Arbeiten häufig üblich, mit der rein akademischen Diskussion. Ridder vergisst vielmehr nie die IR-Mitarbeiter als eine „Stakeholdergruppe“ der Arbeit und leitet stets aus den empirischen Erkenntnissen Aussagen für die praktische Anwendung ab. Nicht zuletzt dies hat den DIRK bewogen, diese Arbeit in seiner Forschungsreihe zu veröffentlichen. Ich empfehle allen im IR-Bereich Aktiven die Lektüre und wünsche dem Buch eine große Verbreitung.

Frankfurt am Main, im Mai 2006

*Dr. Wolfram Schmitt,
Präsident des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.*

Vorwort des Autors

DIE vorliegende Dissertation wurde von der WHU – Otto Beisheim School of Management als Promotionsschrift angenommen. Eine Fertigstellung der Arbeit wäre jedoch ohne die Unterstützung durch eine Vielzahl an Personen nicht möglich gewesen.

Mein Dank gilt insbesondere meinem akademischen Lehrer und Doktorvater Univ.-Prof. Dr. Lutz Kaufmann. Seine wertvollen Hinweise und vor allem seine jederzeitige Hilfsbereitschaft ermöglichten erst die zügige Bearbeitung. Die Anmerkungen und kreativen Ideen, die wissenschaftliche Förderung und Führung bei Beibehaltung eines weitreichenden akademischen Freiraums wirkten nicht nur positiv auf die Qualität der Arbeit, sondern in ebenso hohem Maße motivierend. Der gewährte Freiraum ist Ausdruck entgegengebrachten Vertrauens. Dafür meinen aufrichtigen Dank. Ich möchte betonen, dass die Zeit am Lehrstuhl von Universitäts-Professor Dr. Lutz Kaufmann damit nicht nur in inhaltlich fachlicher, sondern auch in persönlicher Hinsicht ein Gewinn war und auf Grund der andauernden Verbundenheit auch weiterhin sein wird. Ferner danke ich Univ.-Prof. Jürgen Weber für die spontane Übernahme der Aufgaben eines Zweitbetreuers. Seine kritischen Fragen und Anmerkungen, die Ausdruck seiner großen Erfahrung sind, haben entscheidend zum Gelingen der Arbeit beigetragen. Auch den vielen Mitarbeitern der Hochschule gilt für ihre stetige Hilfsbereitschaft und der Herbert-Quandt-Stiftung der ALTANA AG für ihre finanzielle Unterstützung des Lehrstuhls mein Dank.

Weiterhin möchte ich mich bei allen externen Unterstützern der Arbeit bedanken, deren Hilfe überwältigend war. Besonders herausstellen möchte ich Herrn Ralf Frank von der DVFA, dessen persönlicher Einsatz beim Generieren von Rückläufen im Rahmen der Analystenbefragung schier unermüdlich war. Danke auch an Herrn Wolfgang Raab vom BVI für seine Unterstützung bei der Ansprache institutioneller Investoren und Herrn Marc Tüngler von der DSW für seine Hilfe im Rahmen der Befragung von Privatanlegern. Herrn Dr. Franz-Josef Leven vom DAI, Herrn Andreas Walter vom FINANZ BETRIEB sowie Herrn Frank Pöpsel von FocusMoney sei dafür gedankt, dass sie durch Platzierung von Artikeln in einschlägigen Zeitschriften auf die Studie aufmerksam gemacht und so die Anzahl der Studienteilnehmer signifikant erhöht haben. Auch Herrn Kay Bommer sowie Herrn Achim Schreck vom DIRK gilt für ihre Unterstützung sowie für die Möglichkeit, über den DIRK diese Arbeit verlegen zu lassen besonderer Dank. Nicht zuletzt möchte ich mich bei allen Teilnehmern an Expertengesprächen und an der Studie selbst bedanken. Ohne sie hätte ich die Arbeit nicht durchführen können.

Meine Zeit an der WUH und vor allem am Lehrstuhl von Univ.-Prof. Dr. Lutz Kaufmann möchte und werde ich nicht vergessen. Die Zeit, die ich dort mit meinen Kollegen ver-

bringen durfte, war einfach unbeschreiblich. Hervorgehoben seien stellvertretend für viele andere Daniel Schmidt, Claus Thiel, Alexander Becker, Fabian Hedderich, Alex Michel, Dirk Panhans und Thomas Germer sowie Simone Görden. Die zahlreichen Diskussionen, gemeinsamen Feiern und Ausflüge werden in dauerhafter und besonders guter Erinnerung bleiben. Danke Euch allen hierfür!

Ein wichtiges Anliegen ist es mir meinem privaten Umfeld zu danken. An erster Stelle möchte ich meiner Familie Dank aussprechen. Ihre Unterstützung und ihr Rückhalt haben dazu geführt, dass ich die Zeit und Ruhe finden konnte, mich voll auf mein Studium und meine Promotion zu konzentrieren. Eine solche Familie haben zu dürfen ist von unschätzbarem Wert. In diesem Zusammenhang möchte ich mich bei Melanie Döring bedanken, die mir in einer sehr schwierigen Phase meines Lebens völlig selbstlos geholfen und so die ununterbrochene Fortsetzung meiner Promotion ermöglicht hat. Abschließend danke ich allen meinen lieben Freunden, die es stets vermochten, mich in auch noch so stressigen Phasen der Promotion abzulenken und mir so die für die Fertigstellung der Arbeit erforderliche Energie zu geben.

Dr. Christopher Ridder

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort von Professor Dr. Lutz Kaufmann	.5
Vorwort des Präsidenten des DIRK	.7
Vorwort des Autors	.9
Abbildungsverzeichnis	.15
Tabellenverzeichnis	.17
Abkürzungsverzeichnis	.21
I Einführung	.23
1.1 Ausgangspunkt	.23
1.2 Zielsetzung	.25
1.3 Aufbau der Arbeit	.26
2 Grundlegendes zur Investor Relations-Arbeit	.30
2.1 Begriffliche Abgrenzung	.30
2.2 Umfang und Freiwilligkeit der Investor Relations-Aktivitäten	.31
2.3 Zielgruppen	.32
2.3.1 Eigenkapitalgeber	.34
2.3.2 Fremdkapitalgeber und Rating-Agenturen	.36
2.3.3 Informationsintermediäre	.37
2.3.4 Interne Zielgruppen	.39
2.4 Ziele	.39
2.4.1 Vor-ökonomische Ziele	.40
2.4.1.1 Investor Relations-Zufriedenheit als primäres vor-ökonomisches Ziel	.41
2.4.1.2 Weitere vor-ökonomische Ziele	.42
2.4.2 Ökonomische Ziele	.45
2.5 Investoren als Kunden von Unternehmensdienstleistungen	.46
2.5.1 Der Investor als Kunde	.46
2.5.2 Investor Relations-Arbeit als Dienstleistung	.47
2.5.3 Zwischenfazit	.49
3 Stand der Forschung und Grundzüge des Forschungsmodells	.52
3.1 Praktische Forschungsrelevanz	.52
3.2 Wissenschaftliche Forschungsrelevanz – Entwicklungsstand der Investor Relations-Forschung und Identifikation von Forschungsbedarf	.53
3.2.1 Selektionskriterien im Rahmen der Literatursichtung	.53
3.2.2 Darstellung ausgewählter empirischer Arbeiten und Positionierung der eigenen Arbeit	.55
3.2.2.1 Empirische Arbeiten zu den Determinanten der Investor Relations-Qualität	.55
3.2.2.2 Empirische Arbeiten zur Wirkung der Investor Relations-Qualität	.60
3.3 Ableitung der Forschungsfragen und des Forschungsmodells	.63
3.4 Vorgehen zur Beantwortung der Forschungsfragen	.65
4 Theoretische Einbindung – Erklärungsansätze zur Existenz von Investor Relations-Aktivitäten	.68
4.1 Property Rights-Ansatz	.69
4.1.1 Grundlagen	.69
4.1.2 Anwendungsbezug	.70

4.2	Principal Agent-Theorie	.72
4.2.1	Grundlagen	.72
4.2.2	Anwendungsbezug	.73
4.3	Hypothesen zur Informationseffizienz des Marktes	.78
4.3.1	Grundlagen	.78
4.3.2	Anwendungsbezug	.79
4.4	Transaktionskostentheorie	.80
4.4.1	Grundlagen	.80
4.4.2	Anwendungsbezug	.81
4.5	Theorie der Behavioral Finance	.85
4.5.1	Grundlagen	.85
4.5.2	Anwendungsbezug	.86
5	Konzeptionelle Ableitung der Determinanten der Investor Relations-Qualität – Erarbeitung des Investor Relations-Qualitätsmodells	.88
5.1	Der Qualitätsbegriff und die Unterschiede zur wahrgenommenen Qualität	.88
5.2	Grundsätzliches zur Konzeptualisierung komplexer Konstrukte	.90
5.3	Ausgewählte Qualitätsmodelle	.91
5.3.1	Modell von Grönroos	.92
5.3.2	Modell von Parasuraman/Zeithaml/Berry	.93
5.3.3	Modell von Cronin/Taylor	.94
5.3.4	Modell von Dabholkar/Shepherd/Thorpe	.95
5.3.5	Modell von Brady/Cronin	.97
5.4	Ableitung des Investor Relations-Qualitätsmodells	.99
5.4.1	Konzeptualisierung der Dimension „wahrgenommene Interaktionsqualität“	.99
5.4.2	Konzeptualisierung der Dimension „wahrgenommene Informationsqualität“	.101
5.4.3	Zusammenfassende Darstellung des Investor Relations-Qualitätsmodells	.103
6	Konzeptionelle Ableitung der Wirkungen der Investor Relations-Qualität – Erarbeitung des Investor Relations-Wirkungsmodells	.106
6.1	Wirkung auf das vor-ökonomische Ziel „Investor Relations-Zufriedenheit“	.106
6.1.1	Grundlegendes zur Zufriedenheit	.106
6.1.2	Erklärungsansätze zur Entstehung von Zufriedenheit	.107
6.1.2.1	CD-Paradigma	.107
6.1.2.2	Equity-Theorie	.108
6.1.2.3	Attributionstheorie	.109
6.1.3	Theoretische Fundierung	.110
6.1.4	Empirische Fundierung	.111
6.1.5	Hypothesenformulierung	.112
6.2	Wirkung auf ökonomische, kapitalmarktorientierte Ziele	.113
6.2.1	Wirkung auf die Liquidität	.115
6.2.1.1	Theoretische Fundierung	.115
6.2.1.2	Empirische Fundierung	.116
6.2.1.3	Hypothesenformulierung und Operationalisierung	.117
6.2.2	Wirkung auf die Volatilität	.121
6.2.2.1	Theoretische Fundierung	.121
6.2.2.2	Empirische Fundierung	.122

6.2.2.3	Hypothesenformulierung und Operationalisierung	.122
6.2.3	Wirkung auf die Handelsintensität	.128
6.2.3.1	Theoretische Fundierung	.128
6.2.3.2	Empirische Fundierung	.130
6.2.3.3	Hypothesenformulierung und Operationalisierung	.130
6.2.4	Wirkung auf den Anteil institutioneller Investoren	.133
6.2.4.1	Theoretische Fundierung	.133
6.2.4.2	Empirische Fundierung	.134
6.2.4.3	Hypothesenformulierung und Operationalisierung	.135
6.2.5	Wirkung auf die Intensität der Analystenbeobachtung	.137
6.2.5.1	Theoretische Fundierung	.137
6.2.5.2	Empirische Fundierung	.138
6.2.5.3	Hypothesenformulierung und Operationalisierung	.139
6.3	Zusammenfassende Darstellung der Wirkungszusammenhänge im Grundmodell	.141
7	Datenbasis und Methodik der empirischen Untersuchung	.144
7.1	Datenerhebung und Datengrundlage	.144
7.1.1	Definition des Untersuchungsgegenstandes	.144
7.1.2	Auswahl der Erhebungsmethodik	.146
7.1.3	Konzeption des Fragebogens	.152
7.1.4	Auswahl der Informanten	.153
7.2	Methodik der empirischen Untersuchung	.159
7.2.1	Grundlagen zur Messung von Konstrukten und Strukturgleichungsmodellen	.159
7.2.2	Begründung der Wahl von PLS als Analyseverfahren	.162
7.2.3	Grundlagen zur Beurteilung der Schätzergebnisse	.163
7.2.3.1	Abstrakte Gütekriterien	.163
7.2.3.2	Überprüfung der Güte reflektiver Messmodelle	.166
7.2.3.3	Überprüfung der Güte formativer Messmodelle	.171
7.2.3.4	Überprüfung der Güte von Strukturmodellen	.176
8	Empirische Überprüfung der Determinanten der Investor Relations-Qualität – Validierung des Investor Relations-Qualitätsmodells	.180
8.1	Grundlegendes	.180
8.2	Überprüfung der gesamten wahrgenommenen Investor Relations-Qualität	.182
8.2.1	Operationalisierung des Konstrukts 2. Ordnung	.182
8.2.1.1	Operationalisierung der Konstrukte 1. Ordnung	.182
8.2.1.2	Gütebeurteilung der Messmodelle der Konstrukte 1. Ordnung	.183
8.2.2	Gütebeurteilung des Messmodells des Konstrukts 2. Ordnung	.185
8.2.3	Diskussion der Ergebnisse	.186
8.3	Überprüfung der Sub-Dimensionen der wahrgenommenen Interaktionsqualität	.188
8.3.1	Messmodelle	.188
8.3.1.1	Operationalisierung	.188
8.3.1.2	Gütebeurteilung	.190
8.3.2	Strukturmodell	.193
8.3.3	Diskussion der Ergebnisse	.195

8.4	Überprüfung der Sub-Dimensionen der wahrgenommenen Informationsqualität	198
8.4.1	Messmodelle	198
8.4.1.1	Operationalisierung	198
8.4.1.2	Gütebeurteilung	200
8.4.2	Strukturmodell	204
8.4.3	Diskussion der Ergebnisse	205
8.5	Zusammenfassende Darstellung des IR-Qualitätsmodells	208
9	Empirische Überprüfung der Wirkungen der Investor Relations-Qualität – Validierung des Investor Relations-Wirkungsmodells	210
9.1	Direkte Relevanzeinschätzungen einzelner Ziele durch die Kapitalmarktteilnehmer	210
9.2	Analyse der direkten Wirkungen auf einzelne Ziele	212
9.2.1	Wirkungen auf das vor-ökonomische Ziel „Investor Relations-Zufriedenheit“	213
9.2.2	Wirkungen auf ökonomische, kapitalmarktorientierte Ziele	215
9.2.2.1	Wirkung auf die Liquidität	215
9.2.2.2	Wirkung auf die Volatilität	217
9.2.2.3	Wirkung auf die Handelsintensität	219
9.2.2.4	Wirkung auf den Anteil institutioneller Investoren	221
9.2.2.5	Wirkung auf die Intensität der Analystenbeobachtung	223
9.3	Modellvalidierung mit Hilfe eines Methodenvergleichs	225
9.4	Analyse des finalen Wirkungsmodells	229
9.4.1	Zusammenfassende Ergebnisdarstellung	229
9.4.2	Diskussion der Determinanten von Investorenentscheidungen	231
9.4.2.1	Relevanz der Investor Relations-Zufriedenheit	231
9.4.2.2	Relevanz der wahrgenommenen Interaktionsqualität	233
9.4.2.3	Relevanz der wahrgenommenen Informationsqualität	235
10	Zusammenfassende Darstellung und Implikationen für Forschung und Praxis	238
10.1	Zusammenfassende Darstellung der Forschungsrelevanz und -methodik sowie der zentralen Erkenntnisse	238
10.2	Implikationen für die Unternehmenspraxis	243
10.3	Grenzen der Arbeit und sich daraus ergebende Implikationen für die weitergehende Forschung	246
	Literaturverzeichnis	252
	Anhang	282
	Anhang I: Informanten im Rahmen der Experteninterviews	282
	Anhang II: Abdruck des Gesprächsleitfadens für die Experteninterviews	283
	Anhang III: Abdruck des Fragebogens der großzahligen empirischen Erhebung	286
	Zum Autor	293
	DIRK-Profil	294
	CIRO-Profil	297

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.1:	Aufbau der Arbeit	27
Abbildung 2.1:	Definition von IR-Arbeit	30
Abbildung 2.2:	Kreislauf der IR-Arbeit	39
Abbildung 2.3:	Ebenen der Informationsasymmetrie	42
Abbildung 2.4:	Investor als Kunde eines Unternehmens	50
Abbildung 3.1:	Zusammenhang zwischen den in die Literatursichtung einbezogenen Studien	55
Abbildung 3.2:	Forschungsmodell mit Forschungsfragen	65
Abbildung 3.3:	Vorgehensmodell und Bezugspunkte zur Beantwortung der Forschungsfragen	65
Abbildung 4.1:	Agency-Beziehungen in einer Kapitalgesellschaft	73
Abbildung 4.2:	Zusammenhang zwischen Informationsversorgung und Eigenkapitalkosten	77
Abbildung 4.3:	Phasen des Anteilskaufs, zugehörige Transaktionskosten und beeinflussende Institutionen	82
Abbildung 4.4:	Niveau der optimalen Informationsversorgung aus transaktionskostentheoretischer Sicht	83
Abbildung 5.1:	Zusammenhang zwischen Qualität und wahrgenommener Qualität	89
Abbildung 5.2:	Mögliche Konzeptualisierung von Konstrukten	91
Abbildung 5.3:	Qualitätsmodell nach Grönroos	92
Abbildung 5.4:	SERVQUAL-Skala von Parasuraman et al.	94
Abbildung 5.5:	Modellierung als Komponenten vs. Antezedenzien	96
Abbildung 5.6:	Qualitätsmodell von Dabholkar/Shepherd/Thorpe	97
Abbildung 5.7:	Qualitätsmodell von Brady/Cronin	98
Abbildung 5.8:	Vollständiges IR-Qualitätsmodell	103
Abbildung 6.1:	Darstellung des CD-Paradigmas	108
Abbildung 6.2:	Hypothetischer Zusammenhang zwischen wahrgenommener IR-Qualität und IR-Zufriedenheit	112
Abbildung 6.3:	Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der IR-Zufriedenheit	113
Abbildung 6.4:	Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Liquidität sowie weitere Einflussgrößen der Liquidität	121
Abbildung 6.5:	Formen der IR-Arbeit in Abhängigkeit von der Schwerpunktsetzung	124
Abbildung 6.6:	Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Volatilität sowie weitere Einflussgrößen der Volatilität	127

Abbildung 6.7:	Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Handelsintensität sowie weitere Einflussgrößen der Handelsintensität	132
Abbildung 6.8:	Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und dem Anteil institutioneller Investoren sowie weitere Einflussgrößen auf den Anteil institutioneller Investoren	136
Abbildung 6.9:	Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Intensität der Analystenbeobachtung sowie weitere Einflussgrößen der Intensität der Analystenbeobachtung.	141
Abbildung 6.10:	Vollständiges IR-Wirkungsmodell	142
Abbildung 7.1:	Ansätze zur Messung der Qualitätswahrnehmung	150
Abbildung 7.2:	Reflektive versus formative Messmodelle	160
Abbildung 7.3:	Vollständiges Strukturgleichungsmodell	161
Abbildung 7.4:	Angewandetes Prüfschema zur Gütebeurteilung reflektiver Messmodelle	167
Abbildung 7.5:	Angewandetes Prüfschema zur Gütebeurteilung formativer Messmodelle	173
Abbildung 7.6:	Zwei-Konstrukt-Modell mit formativen und reflektiven Indikatoren.	176
Abbildung 7.7:	Angewandetes Prüfschema zur Gütebeurteilung von PLS-Strukturmodellen	177
Abbildung 8.1:	Aufbau der Operationalisierung und Gütebeurteilung des IR-Qualitätsmodells	181
Abbildung 8.2:	Operationalisierung der Relevanz von Informationen	199
Abbildung 8.3:	Vollständiges IR-Qualitätsmodell bei Angabe der PLS-Pfadgewichte und Signifikanzen	209
Abbildung 9.1:	Einschätzung der Beeinflussbarkeit der IR-Ziele aus Sicht der IR-Zielgruppen	211
Abbildung 9.2:	Grafische Darstellung des finalen Wirkungsmodells bei Angabe der Pfadgewichte und Signifikanzen	228
Abbildung 9.3:	Relative Bedeutung der Qualitätsfacetten für die Entstehung von IR-Zufriedenheit aus Sicht der Analysten und der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer	234

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2.1:	Verteilung des Aktienbestandes in Deutschland	34
Tabelle 3.1:	Selektionskriterien für die Literatursichtung	53
Tabelle 3.2:	Wissenschaftliche empirische Studien zu IR-Anforderungen von Kapitalmarktteilnehmern	58
Tabelle 3.3:	Praktikerorientierte empirische Studien von PWC zu IR-Anforderungen von Kapitalmarktteilnehmern	59
Tabelle 4.1:	Theoriegebäude zur Erklärung von IR-Aktivitäten	69
Tabelle 4.2:	Wesentliche Unterschiede zwischen der neoklassischen Finanzierungstheorie und der Behavioral Finance	86
Tabelle 5.1:	Entwicklungsstufen in der Marketingforschung zur Servicequalität und Einordnung des eigenen IR-Qualitätsmodells	105
Tabelle 6.1:	Hypothesen über die abgeleiteten direkten Wirkungszusammenhänge	142
Tabelle 7.1:	Kriterien für die Wahl zwischen großzähliger Befragung und Fallstudienanalyse	147
Tabelle 7.2:	Charakteristika der Methodik im Fall der großzähligen empirischen Erhebung	152
Tabelle 7.3:	Charakteristika der Stichprobe der institutionellen Investoren	155
Tabelle 7.4:	Charakteristika der Analysten-Stichprobe	156
Tabelle 7.5:	Zusammensetzung der Stichprobe in Abhängigkeit vom Auswertungsbereich	158
Tabelle 7.6:	Übersicht über die relevanten Gütemaße und Schwellenwerte zur Beurteilung reflektiver Messmodelle	171
Tabelle 7.7:	Übersicht über die relevanten Gütemaße und Schwellenwerte zur Beurteilung formativer Messmodelle	177
Tabelle 7.8:	Übersicht über die relevanten Gütemaße und Schwellenwerte zur Beurteilung von PLS-Strukturmodellen	179
Tabelle 8.1:	Skalen der primären Dimensionen des IR-Qualitätsmodells	183
Tabelle 8.2:	Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse für die Indikatoren der Messmodelle der primären Dimensionen des IR-Qualitätsmodells	184
Tabelle 8.3:	Ergebnisse der Prüfung auf Indikatorreliabilität und Konvergenzvalidität der reflektiven Messmodelle der primären Dimensionen des IR-Qualitätsmodells	184
Tabelle 8.4:	Ergebnisse der Prüfung auf Diskriminanzvalidität der primären Dimensionen des IR-Qualitätsmodells	184
Tabelle 8.5:	Prüfung der primären Dimensionen als formative Indikatoren des Konstrukts 2. Ordnung „gesamte wahrgenommene IR-Qualität“ auf Indikatorrelevanz	185

Tabelle 8.6:	Prüfung der primären Dimensionen als formative Indikatoren des Konstrukts 2. Ordnung „wahrgenommene IR-Qualität“ auf Multikollinearität	186
Tabelle 8.7:	Prüfung des Konstrukts 2. Ordnung „wahrgenommene IR-Qualität“ auf nomologische Validität	187
Tabelle 8.8:	Unbereinigte Skalen der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“	189
Tabelle 8.9:	Höhe und Signifikanz der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ vor und nach Bereinigung der Skalen	190
Tabelle 8.10:	Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ auf paarweise Multikollinearität für die Gesamtauswertung	191
Tabelle 8.11:	Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ auf paarweise Multikollinearität für die Analystenauswertung	192
Tabelle 8.12:	Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ auf Multikollinearität mit Hilfe des Variance Inflation Factors	193
Tabelle 8.13:	Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ auf nomologische Validität	193
Tabelle 8.14:	Ergebnisse der Gütebeurteilung des Strukturmodells zwischen Sub-Dimensionen und „wahrgenommener Interaktionsqualität“ als primäre Dimension	194
Tabelle 8.15:	Übersicht über die aus Sicht aller Kapitalmarktteilnehmer relevanten Determinanten der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“	195
Tabelle 8.16:	Übersicht über die aus Sicht der Analysten relevanten Determinanten der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“	195
Tabelle 8.17:	Unbereinigte Skalen der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“	200
Tabelle 8.18:	Höhe und Signifikanz der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ vor und nach Bereinigung der Skalen	201
Tabelle 8.19:	Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ auf paarweise Multikollinearität für die Gesamtauswertung	202
Tabelle 8.20:	Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ auf paarweise Multikollinearität für die Analystenauswertung	202

Tabelle 8.21:	Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ auf Multikollinearität mit Hilfe des Variance Inflation Factors	203
Tabelle 8.22:	Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ auf nomologische Validität	204
Tabelle 8.23:	Ergebnisse der Gütebeurteilung des Strukturmodells zwischen Sub-Dimensionen und „wahrgenommener Informationsqualität“ als primäre Dimension	205
Tabelle 8.24:	Übersicht über die aus Sicht aller Kapitalmarktteilnehmer relevanten Determinanten der „wahrgenommenen Informationsqualität“	205
Tabelle 8.25:	Übersicht über die aus Sicht der Analysten relevanten Determinanten der „wahrgenommenen Informationsqualität“	206
Tabelle 9.1:	Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der IR-Zufriedenheit bei Verwendung der gesamten wahrgenommenen IR-Qualität (Modell A)	214
Tabelle 9.2:	Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der IR-Zufriedenheit bei Verwendung der einzelnen Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität (Modell B)	214
Tabelle 9.3:	Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der Liquidität	215
Tabelle 9.4:	Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der Volatilität	218
Tabelle 9.5:	Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der Handelsintensität	220
Tabelle 9.6:	Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung des Anteils institutioneller Investoren (Institutional Ownership)	222
Tabelle 9.7:	Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following)	224
Tabelle 9.8:	Relevante statistische Kriterien zur Beurteilung der Gesamtanpassungsgüte des Modells bei Anwendung eines kovarianzbasierten Auswertungsverfahrens	226
Tabelle 9.9:	Vergleich der Pfadkoeffizienten bei Auswertung des vollständig bereinigten Finalmodells und Anwendung von PLS versus kovarianzbasierter Auswertung	227
Tabelle 9.10:	Ergebnisse der kovarianzbasierten Überprüfung der Güte des Grund- sowie des Finalmodells	228
Tabelle 9.11:	Übersicht über angenommene und verworfene Hypothesen	229
Tabelle 9.12:	Totale, direkte und indirekte Wirkungen im finalen Wirkungsmodell	230
Tabelle 9.13:	Anpassungsgüte des Finalmodells bei Elimination der IR-Zufriedenheit und der wahrgenommenen Interaktionsqualität	233

Tabelle 9.14:	Gesamte, direkte und indirekte Effekte der wahrgenommenen Informationsqualität auf die untersuchten IR-Zielgrößen	236
---------------	---	-----

Abkürzungsverzeichnis

AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AGFI	Adjusted –Goodness –of Fit-Index
AIMR	Association for Investment Management and Research
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CFI	Comparative Fit-Index
CFO	Chief Financial Officer
CIC	Corporate Information Committee
CR	Creditor Relations
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DEV	durchschnittlich erfasste Varianz
DSW	Deutsche Schutzgemeinschaft für Wertpapierbesitz e.V
DVEA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBSCO	Elton B. Stephens Company
EFA	exploratorische Faktorenanalyse
EPS	Earning per Share
F	Forschungsfrage
FASB	Financial Accounting Standards Board
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GFI	Goodness of Fit-Index
GRI	Global Reporting Initiative
H	Hypothesen
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
IR	Investor Relations
KMT	Kapitalmarktteilnehmer
LISREL	Linear Structural Relationships
MCAR	Missing Completely at Random
MD&A	Management Discussion and Analysis
MIMIC	Multiple Indicators and Multiple Causes
MSA	Measure of Sampling Adequacy
n.a.	nicht anwendbar
NFI	Normed Fit-Index

PA	Principal Agent
PLS	Partial Least Squares
PWC	PriceWaterhouseCoopers
RMSEA	Root Mean Square Error of Approximation
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAC	Statements of Financial Accounting Concepts
SIC	Standard Industrial Classification
TAK-Theorie	Transaktionskostentheorie
TLI	Tucker/Lewis-Index
URL	Uniform Resource Locator
VIF	Variance Inflation Factor

I. Einführung

I.1 Ausgangspunkt

„Customer Satisfaction Management has become a strategic imperative for most firms.“
(Anderson/Mittal, 2000, S. 107).

Der Leser mag wegen dieser einleitenden Aussage verwundert sein, bezieht sich diese doch auf Kunden im traditionellen Sinn und nicht auf Investoren. Zudem widmet sich die vorliegende Arbeit den Qualitätsdeterminanten und Wirkungen der Investor Relations (IR)-Arbeit und nicht dem klassischen Marketing.

Doch warum sollte Kunden, die als Käufer der vom Unternehmen angebotenen Produkte oder Dienstleistungen (= Primärleistung des Unternehmens) auftreten, eine andere Bedeutung beigemessen werden als Kapitalmarktteilnehmern, die als aktuelle oder potenzielle Kapitalgeber/Bezieher der Unternehmensdienstleistung IR-Arbeit (= Sekundärleistung des Unternehmens) sind? Sollte nicht vielmehr die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer wie die Kundenzufriedenheit auch explizit als weitere strategisch relevante Zielgröße fester Bestandteil der Zielfunktion des Unternehmens sein?

Diese Überlegungen bilden den Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit. Die bislang übliche Unterscheidung zwischen Kunden auf der einen und Kapitalmarktteilnehmer auf der anderen Seite wird in weiten Teilen aufgehoben. Es wird gezeigt, dass Investoren – oder allgemeiner Kapitalmarktteilnehmer – letztlich nichts anderes sind als Kunden einer bestimmten Unternehmensdienstleistung, der IR-Arbeit. Diese Analogiebildung ermöglicht eine Übertragung der Erkenntnisse aus dem Bereich der traditionellen Marketingforschung und hier insb. der Kundenzufriedenheits- und Kundenbindungsforschung auf die für die vorliegende Arbeit relevanten, die IR-Arbeit betreffenden Fragestellungen.

Die hohe Bedeutung der IR-Arbeit für den Unternehmenserfolg kann unmittelbar an stark steigenden IR-Budgets abgelesen werden: So wurden im Jahr 2002 über 80 % mehr finanzielle Mittel für IR-Aktivitäten zur Verfügung gestellt, als noch zwei Jahre zuvor (IRES/Handelsblatt, 2001, S. 13; IRES/Handelsblatt, 2002, S. 10). Hierbei ist zu beachten, dass Opportunitätskosten, wie insb. die von der Unternehmensführung aufgewendete Zeit für IR-Auftritte, zumeist im Rahmen solcher Berechnungen nicht berücksichtigt werden – und dies, obwohl mitunter bis zu einem Fünftel des gesamten Zeitbudgets eines Vorstandsvorsitzenden hierfür aufgewendet wird (vgl. Schweickart, 2002, S. 151).

Die starke Ausweitung der IR-Budgets kann allerdings nicht ausschließlich damit begründet werden, dass die tatsächliche Bedeutung der IR-Arbeit in der Vergangenheit verkannt wurde. Vielmehr führen aktuelle Entwicklungen auf den globalen Kapitalmärkten zu einer Bedeutungszunahme der Kapitalmarkt-kommunikation. Schon die Formulierung „globale Kapitalmärkte“ deutet auf die entscheidende Entwicklung, die mittlerweile weit fortgeschrittene internationale Verflechtung der Kapitalmärkte, hin. Anlegern ist es heute aufgrund abgebauter Handelsbeschränkungen und geeigneter Informationssysteme möglich, weltweit aus einer fast unbegrenzten Menge an Anlagealternativen diejenigen auszuwählen, die ihren individuellen Bedürfnissen am ehesten entsprechen. Dass diese Wahlmöglichkeiten von Investoren auch genutzt werden, zeigen die weltweiten Kapitalströme. So ist beispielsweise der Kapitalverkehr Deutschlands mit dem Ausland bezogen auf Wertpapieranlagen (ohne Direktinvestitionen) und Finanzderivate von knapp 630 Mrd. Euro im Jahr 1994 auf über 5,6 Bio. Euro im Jahr 2004 angestiegen. Dies entspricht einem Wachstum von knapp 800 % (vgl. Deutsche Bundesbank, 2005, S. 50). Diese Entwicklung weist darauf hin, dass der Wettbewerb der Unternehmen um knappes Kapital, vergleichbar der Wettbewerbszunahme auf den Gütermärkten in den 1980er Jahren, stark an Intensität gewonnen hat, wobei zukünftig von einer weiteren Zunahme ausgegangen werden kann.

Daher stellt sich die Frage, wie sich ein Unternehmen von seinen „Wettbewerbern“ in Bezug auf die Kapitalbeschaffung positiv abgrenzen kann. So wird ein Investor eine Vielzahl an Unternehmen identifizieren können, deren Rendite-Risiko-Verhältnis seinen Anforderungen entspricht. Zwischen diesen Unternehmen ist er hinsichtlich der tatsächlichen leistungswirtschaftlichen (= fundamentalen) Unternehmensleistung indifferent. Eine Beeinflussung seiner Investitions- bzw., in Anlehnung an das „traditionelle“ Marketing, seiner Kaufentscheidung (von Unternehmensanteilen) muss folglich auf anderen, noch genauer zu spezifizierenden Wegen erfolgen. Die Kapitalmarkt-kommunikation von Unternehmen, die IR-Arbeit, ist einer dieser Wege. Entsprechend kann die *IR-Arbeit als Marketing für Unternehmensanteile* bezeichnet werden.

In der vorliegenden Arbeit wird davon ausgegangen, dass die IR-Arbeit von Unternehmen durch die Kapitalmarktakteure anhand von zwei Facetten beurteilt wird: Zum einen ist die Beschaffenheit des Ergebnisses, also die *Qualität der bereitgestellten Information*, für die Qualitätseinschätzung relevant (Frage nach dem *Was* der Bereitstellung). Zum anderen beurteilen die Inanspruchnehmer der IR-Arbeit, also die Kapitalmarktteilnehmer, auch die *Qualität des Bereitstellungsprozesses* der Information (Frage nach dem *Wie* der Bereitstellung). Einen ersten Hinweis darauf, dass tatsächlich beide Facetten für die Qualitätsbeurteilung und damit für die Entscheidungsfindung auf Seiten der Kapitalmarktteilnehmer relevant sind, liefern die Ergebnisse einer im Rahmen der vorliegenden Arbeit durchgeführten direkten Befragung der Kapitalmarktteilnehmer zu dieser Zweiteilung (vgl. zur Datenbasis sowie zur Methodik der empirischen Erhebung insbesondere Abschnitt 7). So wird der Aussage: „Meine Kauf- oder Verkaufsempfehlung mache ich nicht nur von der tatsächlichen Unternehmens-

leistung, sondern auch von der Qualität der bereitgestellten Informationen abhängig“ mit einem Wert von 2,1 zugestimmt (bei einer Skala von 1 für „stimme voll zu“ bis 5 für „stimme überhaupt nicht zu“). Wird diese Aussage auf die Qualität des Bereitstellungsprozesses bezogen, lässt sich immer noch anhand eines Wertes von 2,7 die Zustimmung der Befragten ablesen.

Vor dem Hintergrund der genannten Entwicklung und der sich daraus ergebenden hohen Bedeutung der IR-Arbeit für den langfristigen Unternehmenserfolg erstaunt die bislang geringe wissenschaftliche Beachtung dieses Forschungsbereichs (vgl. Marston/ Straker, 2001, S. 82). Während die Kundenzufriedenheit in der Vergangenheit bereits Gegenstand intensiver Forschungsbemühungen war – allein in den USA erschienen bis Mitte der 1990er Jahre weit über 15.000 Studien zu diesem Thema (vgl. Peterson/Wilson, 1992) –, lassen sich zur Investorenzufriedenheit kaum wissenschaftlich fundierte Arbeiten identifizieren.

1.2 Zielsetzung

An diesem Forschungsdefizit setzt die vorliegende Arbeit an. Ziel ist, diese Lücke mit Hilfe konzeptioneller Überlegungen und einer empirischen Überprüfung zu schließen. Hierzu werden drei nachfolgend kurz umrissene Forschungsfragen formuliert (eine detaillierte Ableitung dieser Fragen findet sich in Abschnitt 3.3).

In einem ersten Schritt gilt es die Determinanten zu identifizieren, die die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich der IR-Arbeit von Unternehmen beeinflussen. Hierzu wird, basierend auf konzeptionellen Überlegungen und Gesprächen mit IR-Experten, ein IR-Qualitätsmodell abgeleitet, das auf verschiedenen Aggregationsstufen die einzelnen Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität zeigt. Dieses Modell wird im weiteren Verlauf der Arbeit anhand der mittels Befragung erhobenen Daten auf seine Gültigkeit überprüft. Ein solches Vorgehen ermöglicht die Identifikation der aus Sicht der IR-Adressaten bedeutenden Faktoren und die Quantifizierung der jeweiligen Relevanz. An dieser Stelle kann die erste Forschungsfrage umrissen werden:

- *Welche Determinanten bestimmen die wahrgenommene IR-Qualität und wie ist deren jeweilige Relevanz?*

Wie bereits dargestellt wurde, kann davon ausgegangen werden, dass IR-Arbeit zur Beeinflussung von Entscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer geeignet ist. Neben der Frage nach der grundsätzlichen Beeinflussbarkeit des Entscheidungsprozesses ist auch von Interesse, auf welchem Weg Einfluss auf die Investitionsentscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer genommen werden kann. Demnach müssen die Wirkungszusammenhänge zwischen der IR-Qualität und weiteren IR-Zielgrößen sowie die Interdependenzen, die zwischen diesen Zielgrößen bestehen, analysiert werden. Hierbei ist die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer als vor-ökonomisches Ziel ebenso relevant wie ökonomi-

sche (= kapitalmarktorientierte) Zielgrößen (z.B. Handelsintensität oder auch Liquidität der Aktie). Eine so verstandene integrative Untersuchung ist bislang nicht erfolgt. Der bestehende Forschungsbedarf kommt in der Forschungsfrage 2 zum Ausdruck:

• *Welche Wirkung geht von der IR-Qualität auf die verschiedenen IR-Zielgrößen aus?*

Im vorgelegten Kontext kann nicht von einer Gleichheit der Bedürfnisse innerhalb der heterogenen Gruppe der Kapitalmarktteilnehmer ausgegangen werden. In die durchgeführte Befragung wurden sowohl Privatanleger und institutionelle Investoren wie auch Analysten als Informationsintermediäre einbezogen. Untersucht wurden die oben formulierten Fragestellungen nicht nur für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer. Vielmehr wurden zusätzlich separate Auswertungen nur für Analysten als relevante IR-Zielgruppe durchgeführt. Die Annahme der Heterogenität der Bedürfnisse spiegelt sich in der dritten Forschungsfrage wider:

• *Inwiefern unterscheiden sich die Qualitätsdeterminanten sowie die Qualitätswirkungen in Abhängigkeit von der betrachteten IR-Zielgruppe?*

Somit besteht die primäre Zielsetzung der Untersuchung darin, einen Beitrag zur wissenschaftlichen IR-Forschung zu leisten. Darüber hinaus wird mit Hilfe von Verallgemeinerungen und Analogien auch ein Erkenntnisfortschritt in Bezug auf die wirtschaftswissenschaftliche Marketingforschung insgesamt angestrebt.

1.3 Aufbau der Arbeit

Die Arbeit setzt sich aus zehn Abschnitten zusammen und beginnt mit der Einführung. Die verbleibenden neun Abschnitte werden nachfolgend kurz skizziert.

In *Abschnitt 2* werden die für das weitere Verständnis der Arbeit erforderlichen elementaren IR-Grundlagen dargestellt.

Im anschließenden *Abschnitt 3* erfolgt in einem ersten Schritt die Motivation der Arbeit, indem zum einen die grundlegende praktische Relevanz dargestellt wird. Zum anderen wird die wissenschaftliche Relevanz abgeleitet, indem der Stand der aktuellen Forschung und die entsprechenden Forschungslücken aufgezeigt werden. Hierbei wird, wie in der gesamten Arbeit, unterschieden zwischen Literatur, die sich auf die Anforderung der Kapitalmarktteilnehmer an die IR-Arbeit bezieht (entspricht den Determinanten der IR-Qualität) und Literatur, die sich den Wirkungen der IR-Arbeit widmet. Das Kapitel schließt mit der Ableitung der Forschungsfragen und einer kurzen Vorstellung der weiteren Vorgehensweise.

Abschnitt 4 dient der theoretischen Einbindung der Arbeit. Mit Hilfe geeigneter Theorien wird die grundsätzliche Existenz von IR begründet, die Informationsverarbeitung durch

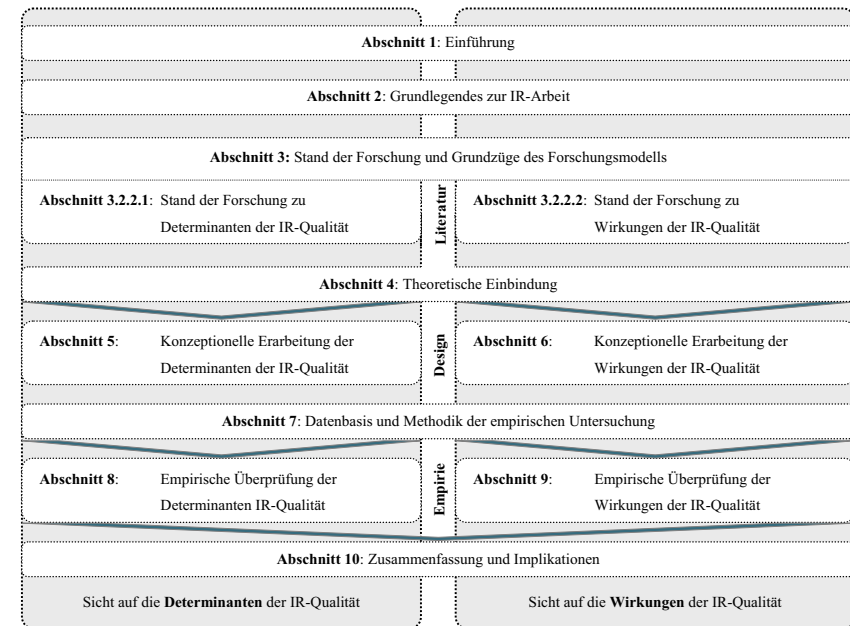


Abbildung 1.1: Aufbau der Arbeit

den Kapitalmarkt dargestellt, ein Ansatz zur theoretischen Bestimmung des optimalen IR-Umfangs erläutert sowie ein Ansatz zur Erklärung von beobachtbaren Irrationalitäten am Kapitalmarkt vorgestellt.

Basierend auf den aus der theoretischen Einbindung gewonnenen Erkenntnissen erfolgt in den *Abschnitten 5 und 6* die konzeptionelle Erarbeitung des Forschungsmodells. Hierbei widmet sich Abschnitt 5 der Frage nach den Einflussgrößen der wahrgenommenen IR-Qualität (Ableitung des IR-Qualitätsmodells), während in Abschnitt 6 das IR-Wirkungsmodell hergeleitet wird.

In *Abschnitt 7* werden die für die empirische Überprüfung erforderlichen Grundlagen erarbeitet. Einführend wird die Datenbasis beschrieben. Darauf aufbauend erfolgt die Darstellung der im Rahmen der Auswertung der empirischen Erhebung angewendeten Methodik. Der große Umfang dieser Erläuterungen liegt darin begründet, dass bislang kaum standardisierte Gütebeurteilungsprozesse entwickelt wurden, die im Fall der Nutzung von Partial Least Squares (PLS) als Analyseverfahren von Strukturgleichungs- bzw. Pfadmodellen angewendet werden können. Daher musste eine eigene Vorgehensweise entwickelt werden, anhand derer die Beurteilung der Modellgüte erfolgen kann.

Die *Abschnitte 8 und 9* zeigen die Ergebnisse der empirischen Überprüfung. Auch hier wird, wie in den vorherigen Abschnitten, in zwei Stufen vorgegangen: Abschnitt 8 veranschaulicht die Ergebnisse zu den relevanten Qualitätsdeterminanten, wohingegen Abschnitt 9 die mit Hilfe der empirischen Überprüfung gewonnenen Erkenntnisse zu den IR-Wirkungen darstellt.

Eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse sowie Implikationen der Arbeit für Wissenschaft und Praxis können *Abschnitt 10* entnommen werden.

Zur leichteren Orientierung ist der Aufbau der Arbeit in *Abbildung 1.1* grafisch dargestellt.

2. Grundlegendes zur Investor Relations-Arbeit

2.1 Begriffliche Abgrenzung

In der Literatur findet sich eine Vielzahl von Definitionsversuchen zum Begriff „Investor Relations“. Der Begriff wird oft synonym zu „Corporate Communications“, „Financial Public Relations“ oder „Financial Relations“ verwendet (vgl. Wilson, 1980, S. 9). Weiterhin wird in der Literatur im Kontext der Begriffsverwendung meist nicht deutlich gemacht, ob die betreffenden Erläuterungen auf die IR-Arbeit bzw. die IR-Aktivitäten (diese Begriffe werden in der vorliegenden Arbeit synonym verwendet), die IR-Mitarbeiter bzw. -Akteure oder auf die IR als Institution oder Bereich bezogen sind. In der vorliegenden Arbeit wird daher durch einen entsprechenden Zusatz dahingehend unterschieden. Sollte kein Zusatz verwendet werden (so z.B. bei Begriffen wie IR-Qualität oder IR-Anforderungen), betreffen die jeweiligen Ausführungen die IR-Arbeit als Tätigkeit.

Als erste Annäherung kann IR-Arbeit als die Kommunikation zwischen Unternehmen und der „Financial Community“ als Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer gekennzeichnet werden (vgl. Wichels, 2002, S. 7). Hank identifiziert fünf Dimensionen, durch die sich die

IR-Arbeit i.e.S. umfasst alle nachhaltigen kommunikativen Maßnahmen eines Emittenten, die der positiven Zufriedenheits- und Entscheidungsbeeinflussung von Kapitalmarktteilnehmern und damit der Steigerung des Unternehmenswertes als oberstes Unternehmensziel dienen. Neben diesen auf externe Gruppen bezogenen Zielen übernehmen IR-Mitarbeiter Informationsverantwortung auch gegenüber unternehmensinternen Zielgruppen, insbesondere der Unternehmensführung. Als Schnittstelle zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensführung unterstützt die IR-Arbeit bei der Ausrichtung der Unternehmensstrategie an den Anforderungen des Kapitalmarktes im Sinne einer kapitalmarktorientierten Unternehmensführung.

Abbildung 2.1: Definition von IR-Arbeit

sehr heterogenen Begriffsabgrenzungen unterscheiden: Erstens besteht keine Einigkeit darüber, welche Aktivitäten der IR-Arbeit zuzuordnen sind (Dimension 1: Umfang der Aktivitäten; vgl. Abschnitt 2.2), zweitens stellt sich die Frage, ob nur freiwillige Maßnahmen oder auch alle gesetzlich geregelten Veröffentlichungen Bestandteil der IR-Arbeit sind (Dimension 2: Freiwilligkeit der Maßnahmen; vgl. Abschnitt 2.2). Ob beispielsweise auch Fremdkapitalgeber zu den IR-Zielgruppen gehören (Dimension 3: relevante IR-Zielgruppen; vgl. Abschnitt 2.3) ist ebenso strittig wie die Frage nach dem für die IR-Aktivitäten relevanten Zielsystem (Dimension 4: IR-Ziele; vgl. Abschnitt 2.4). Weiterhin wird diskutiert, ob IR-Aktivitäten nur für Aktiengesellschaften oder auch für andere Rechtsformen von Bedeutung sind (Dimension 5: Rechtsform der Gesellschaft; vgl. Hank, 1999, S. 25). Der vorliegenden Arbeit wird die in *Abbildung 2.1* dargestellte Definition zugrunde gelegt, deren Dimensionen in den folgenden Abschnitten diskutiert werden.

2.2 Umfang und Freiwilligkeit der Investor Relations-Aktivitäten

IR-Arbeit i.e.S. umfasst alle *kommunikativen*, auf den Kapitalmarkt bezogenen Aktivitäten, die nachhaltig und zielorientiert sind. IR-Aktivitäten müssen folglich in die Gesamtstrategie des Unternehmens eingebunden sein, die kommunizierten Informationen müssen auch auf lange Sicht Gültigkeit besitzen. Nur so kann Vertrauen bei den Kapitalmarktteilnehmern aufgebaut werden. IR-Arbeit i.w.S. beinhaltet neben kommunikativen Aktivitäten auch die Dividenden-, Titel-, Emissions- und Börsenpolitik (vgl. Achleitner/Bassen, 2001, S. 7). Dementsprechend setzt IR-Arbeit i.w.S. die Rahmenbedingungen für IR-Arbeit i.e.S. Der Untersuchung liegt dieses enge Verständnis der IR-Arbeit zugrunde, da die genannten Facetten der IR-Arbeit i.w.S. im Allgemeinen dem Finanzbereich zugeordnet werden, wobei von einer Mitarbeit durch die IR-Mitarbeiter im Sinne einer Übernahme und Durchführung der kommunikationsbezogenen Aspekte auszugehen ist.

In der vorliegenden Arbeit werden sowohl freiwillige wie auch gesetzlich geregelte Kommunikationsanforderungen zum Aufgabengebiet der IR-Arbeit gezählt (vgl. Achleitner et al., 2002, S. 29). In der Literatur werden hierzu unterschiedliche Auffassungen vertreten. So zählt beispielsweise Hartmann nur freiwillige Kommunikationsaktivitäten zu den IR-Aktivitäten: Sie umfassen „die freiwilligen Bemühungen der obersten Geschäftsleitung, durch ein geplantes, langfristiges und kontinuierliches Programm von nach innen gerichteter Politik und nach außen zielenden Handlungen das dauernde Vertrauen der Investor-Öffentlichkeit zu gewinnen und zu vermehren und den Beliebtheits- und Bekanntheitsgrad des Unternehmens zu erhöhen“ (Hartmann, 1968, S. 70). Eine solch freiwillige, gesetzlich nicht geregelte Berichterstattung wird heute mitunter auch als „Voluntary Reporting“ bzw. „Voluntary Disclosure“ bezeichnet. Dem Financial Accounting Standards Board (FASB) zufolge umfasst Voluntary Disclosure Veröffentlichungen „primarily outside the financial statements, that are not explicitly required by GAAP or an

SEC rule“ (Financial Accounting Standards Board (FASB), 2001, S. V). Allerdings sei darauf hingewiesen, dass eine klare Trennung in Pflichtbestandteile auf der einen und freiwillige Bestandteile auf der anderen Seite oftmals schwierig ist. Daher das FASB weiter: „However, the Steering Committee recognizes that many of these ‚voluntary disclosures‘ are made to comply with the SEC’s requirements concerning description of a business and management’s discussion and analysis of financial condition and results of operations (MD&A)“ (Financial Accounting Standards Board (FASB), 2001, S. V).

Die Gesamtheit aus traditionellen Berichtsbestandteilen zur Erfüllung der „Accounting Standards“, auch als „Standard Reporting“ bezeichnet, und Voluntary Disclosure wird in der jüngeren Vergangenheit auch als „Value Reporting“ oder „Business Reporting“ bezeichnet, wobei unter Value Reporting die Vermittlung marktwertrelevanter Informationen verstanden wird (vgl. Bracklo/Bilstein, 2002, S. 221; Kötzle/Niggemann, 2001, S. 634). Labhart betont speziell die Einbindung des Value Reporting in die wertorientierte Unternehmensführung: „Value Reporting ist die offizielle, externe Berichterstattung eines Unternehmens, die geeignet ist, die Informationsasymmetrie zwischen interner und externer Sicht des Value Based Managements zu reduzieren und selbst Teil des Value Based Managements ist“ (Labhart, 1999, S. 30f.). Das American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) orientiert sich bei seiner Definition des Business Reporting primär an den Bedürfnissen der Kapitalmarktteilnehmer: Business Reporting umfasst „the information a company provides to help users with capital-allocation decisions about a company. It includes a number of different elements, with financial statements as one of those elements“ (American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 1994, 1.2). Entsprechend dieser Begriffsabgrenzung kann festgestellt werden, dass zwischen dem so verstandenen Business oder Value Reporting auf der einen und der „traditionellen“ IR-Arbeit auf der anderen Seite keine Unterschiede bestehen.

2.3 Zielgruppen

IR-Mitarbeiter übernehmen sowohl gegenüber externen wie auch internen Zielgruppen Verantwortung für die Informationsversorgung. Um effektiv zu sein, sollte die Informationsversorgung auf die spezifischen Bedürfnisse der jeweiligen Zielgruppe abgestimmt sein, da sowohl die Anforderungen wie auch das Reaktionsverhalten abhängig sind von den Charakteristika des Leistungsempfängers und damit von der Gruppenzugehörigkeit (vgl. Mittal/Kamakura, 2001). Hierfür bedarf es jedoch zunächst einer Segmentierung der Informationsadressaten. Die folgenden Ausführungen dienen der näheren Beschreibung der externen Zielgruppen und damit der Abgrenzung des Begriffs Kapitalmarktteilnehmer, wie er in der Arbeit verwendet wird. Auf interne Zielgruppen wird in Abschnitt 2.3.4 eingegangen. Zudem sei bereits an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass nicht alle nachfolgend dargestellten (externen) IR-Zielgruppen bzw. Kapital-

marktteilnehmer auch in die empirische Erhebung einbezogen werden. Daher wird im empirischen Teil der Arbeit der Begriff der Kapitalmarktteilnehmer in einer von den nachfolgenden Abgrenzungen abweichenden Weise verwendet (vgl. dazu auch Abschnitt 7.1.4).

Externe Zielgruppen umfassen

- aktuelle und potenzielle Eigenkapitalgeber (Abschnitt 2.3.1),
- aktuelle und potenzielle Fremdkapitalgeber und Rating-Agenturen (Abschnitt 2.3.2) sowie
- Informationsintermediäre wie Analysten und Wirtschaftsjournalisten (Abschnitt 2.3.3).

Die Arbeit weicht damit bewusst von der Auffassung ab, IR-Arbeit diene ausschließlich der Beziehungspflege zu aktuellen und potenziellen Anteilseignern, also Eigenkapitalgebern (so z.B. Freidank, 2000, S. 16; Drill, 1995, S. 53; Rao/Sivakumar, 1999, S. 29). Die Notwendigkeit einer Trennung in Creditor Relations (CR)-Arbeit auf der einen und IR-Arbeit auf der anderen Seite ist nicht erkennbar. Sinnvoll wäre eine solche Unterscheidung nur dann, wenn sich die Interessen und Bedürfnisse der Obligationäre maßgeblich von denen der Aktionäre unterscheiden würden (vgl. Bittner, 1996, S. 7). Beide haben jedoch ein Interesse an einer dem Risiko entsprechenden Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals. Um das Risiko beurteilen zu können, benötigen beide Kapitalgebergruppen die gleichen oder doch zumindest ähnliche Informationen über das Unternehmen. Zwar kann aufgrund der Verschwiegenheitsverpflichtung der Obligationäre diesen mehr Information zur Verfügung gestellt werden, doch rechtfertigt dieser Unterschied keine separate CR-Arbeit. Stattdessen sollte die Kommunikation mit dem gesamten Kapitalmarkt, unabhängig davon, ob Eigen- oder Fremdkapitalgeber, nach dem Prinzip „One Company, One Voice“ aus einer Hand erfolgen, um auf diesem Weg eine höchstmögliche Konsistenz der nach außen getragenen Informationen zu erreichen. Es gilt festzuhalten, dass die Pflege der Beziehungen zu Fremdkapitalgebern ein integraler Bestandteil der IR-Arbeit ist (vgl. dazu Bittner, 1996, S. 7; Schulz, 1999, S. 27).

Die Ausführungen der gesamten Arbeit beziehen sich auf den privaten Sektor. Von einer Einbeziehung des öffentlichen Sektors als Kapitalgeber oder als Kapitalnehmer wird im Rahmen der konzeptionellen wie auch der empirischen Analyse bewusst abgesehen. Beim öffentlichen Sektor kann von einer zumindest teilweisen Abweichung hinsichtlich der Anforderungen an die IR-Arbeit ausgegangen werden, da im Gegensatz zum privaten Sektor nicht grundsätzlich von einer Gewinnerzielungsabsicht ausgegangen werden kann. Vielmehr können Kapitalanlage- und -aufnahmeentscheidungen des öffentlichen Sektors auch politisch motiviert sein. Beispielsweise werden Beteiligungen des Staates an Energie- oder Entsorgungsunternehmen weniger mit Gewinnerzielungsaussichten als vielmehr mit der Versorgungssicherheit der Bevölkerung begründet. Eine Übertragung der Erkenntnisse der Arbeit auf den öffentlichen Sektor erscheint daher nur bedingt möglich.

2.3.1 Eigenkapitalgeber

Eigenkapitalgeber sind in Bezug auf den Professionalitätsgrad und den daraus resultierenden Informationsbedarf eine sehr heterogene IR-Zielgruppe. Daher muss hier differenziert werden in institutionelle Investoren und Privatanleger.

Das Spektrum und die Bedeutung *institutioneller Investoren* unterscheiden sich in verschiedenen Ländern sehr voneinander, sie sind u.a. abhängig vom regulatorischen Umfeld, historischen Entwicklungen und strukturellen Besonderheiten (vgl. Behrenwald, 2001, S. 422). Institutionelle Anleger investieren nicht ihr eigenes Kapital, sondern das ihrer Kunden. Zu ihnen zählen im klassischen Sinn Pensionsfonds, Investmentfonds, Versicherungen sowie Banken (vgl. Bassen, 2002, S. 14ff.). Sie zeichnen sich dadurch aus, dass sie ihre Investitionsentscheidungen professionell bzw. rational und stark renditeorientiert treffen. Hierfür benötigen sie detaillierte Informationen, woraus sich ein hoher Informationsbedarf ableitet (vgl. Süchting, 1991, S. 12; Diehl et al., 1998, S. 7).

Aufgrund der ihnen zur Verfügung stehenden hohen Anlagevolumina können institutionelle Investoren einen bedeutenden Einfluss auf Aktienkurse ausüben, weshalb sie in der Literatur häufig als die wichtigste Investorengruppe angesehen werden (vgl. Günther/Otterbein, 1996, S. 400; Paul, 1993, S. 142; Ellis, 1985, S. 34). So hielten im Jahr 2003 institutionelle Investoren (die hier vereinfachend mit dem finanziellen Sektor gleichgesetzt werden) bei ansteigender Tendenz ca. 35 % des gesamten deutschen Aktienbestandes (vgl. *Tabelle 2.1*). International liegt dieser Anteil noch höher. In Großbritannien oder den USA liegt er bei über 40 % (vgl. Behrenwald, 2001, S. 423).

Sektor	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Private Haushalte	18,1	17,5	16,9	16,5	14,4	13	13,9
Nichtfinanz. Kapitalgesellschaften	40,0	40,1	34,9	36,2	36,8	32,9	32,5
Staat	2,0	1,3	0,7	0,6	0,6	0,8	0,9
Nichtfinanzielle Sektoren	60,2	58,9	52,5	53,4	51,8	46,7	47,2
Monetäre Finanzinstitute	13,0	12,0	13,0	11,5	11,5	10,9	9,0
Sonstige Finanzinstitute	8,9	10,1	12,7	14,4	13,3	14,3	13,5
Versicherungen	7,7	7,2	7,8	8,2	9,3	13,3	13,2
Finanzielle Sektoren	29,7	29,3	33,5	34,1	34,1	38,5	35,7
Übrige Welt	10,1	11,8	14	12,5	14,1	14,8	17,1
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Angaben in % Abweichungen in den Summen sind durch Rundungen bedingt							

Tabelle 2.1: Verteilung des Aktienbestandes in Deutschland
(Quelle: Deutsche Bundesbank, 2004, S. 99)

Solch hohe Anlagevolumina verleihen dieser IR-Zielgruppe weitreichende Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Unternehmensführung. Bereits 1968 schreibt Hartmann, „dass die Institutionen in nicht allzu ferner Zukunft in der Lage sein könnten, gemeinsam auf die Verwaltung ihrer Portefeuillegesellschaften Druck auszuüben, um deren Geschäftsführung in ihrem Sinn zu beeinflussen“ (Hartmann, 1968, S. 31). Dieser Druck wird heute tatsächlich ausgeübt. Sind Großinvestoren mit den Leistungen des Managements unzufrieden, wird nicht unbedingt der Anteil abgestoßen, sondern vielmehr der Versuch unternommen, Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen (vgl. Günther/Otterbein, 1996, S. 401). Trotz dieses „Risikos“ einer starken Einflussnahme sind institutionelle Investoren für die langfristige Unternehmensentwicklung von entscheidender Bedeutung. So führt eine Beteiligung durch einen institutionellen Investor nicht nur zu einem Prestigegewinn (vgl. Günther/Otterbein, 1996, S. 401). Zusätzlich hält sich das Unternehmen durch intensive Beziehungspflege den Zugang zu einer äußerst wichtigen Kapitalquelle offen.

In Deutschland ist die Anlage in Aktien weiterhin relativ unpopulär (vgl. Nix, 2000, S. 41), so dass *Privatanleger* bislang hinsichtlich des Anlagevolumens eher eine untergeordnete Rolle spielen. Zwar haben Volksaktien wie die der Deutschen Telekom AG oder der Deutschen Post AG dazu geführt, dass mehr Menschen in Aktien investieren. Allerdings wurde diese Entwicklung durch die starke Kurskorrektur an den Aktienmärkten ab dem Jahr 2000 wieder gebremst. So betrug der Anteil der Aktienbesitzer (als Summe aus direkten Aktionären und Fondsbesitzern) an der deutschen Bevölkerung über 14 Jahre im Jahr 2001 noch ca. 21 %, bevor dieser bis zum zweiten Halbjahr 2004 wieder auf ca. 16 % zurückging (Deutsches Aktieninstitut (DAI), 2004, Abschnitt 8.3; Deutsches Aktieninstitut (DAI), 2005, S. 1). Von diesen 16 respektive 21 % sind für die IR-Arbeit insb. die direkten Aktionäre von Interesse, da diese auf Informationen über das spezifische Unternehmen und damit auf IR-Arbeit angewiesen sind. Der Anteil dieser Gruppe lag im Jahr 2001 bei ca. 15 % und im Jahr 2004 bei gerade einmal ca. 12 % (vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI), 2004, Abschnitt 8.3; die Anteile am deutschen Aktienbestand, die von privaten Haushalten gehalten werden, zeigt *Tabelle 2.1*). Fondsanleger hingegen haben nur ein begrenztes Informationsbedürfnis hinsichtlich einzelner Unternehmen, da sie die für eine Anlageentscheidung erforderliche Informationsversorgung auf das Fondsmanagement übertragen haben. Fondsanleger sind für die IR-Aktivitäten von Unternehmen daher nur von nachrangiger Bedeutung.

Bislang war für den Großteil der Aktiengesellschaften in Deutschland eine direkte Ansprache privater Anleger aufgrund der – international unüblichen – weiten Verbreitung von Inhaberaktien nur schwer möglich (vgl. Diehl et al., 1998, S. 7). Seit Mitte der 1990er Jahre kann jedoch eine Abkehr von Inhaberaktien zu Gunsten von Namensaktien beobachtet werden (vgl. Merkt, 2000, S. 86; Blitz, 2000, S. 384f.). So lautete Mitte 2005 bereits ein Drittel der Aktien der 30 DAX-Unternehmen auf die Namen ihrer Eigentümer (Quelle: eigene

Erhebung; Stand 25.04.2005). Die Umstellung lässt sich nicht allein mit gesetzlichen Vorgaben erklären (wie beispielsweise im Fall der Lufthansa mit den Vorgaben des Luftverkehrsnachweissicherungsgesetzes). Vielmehr sind bessere Möglichkeiten der direkten Ansprache im Rahmen der IR-Arbeit ausschlaggebend für die Umstellung (vgl. Merkt, 2000, S. 88; Brammer, 2000; Blitz, 2000, S. 375f.). Die Namensaktie eröffnet der IR-Abteilung die Möglichkeit der direkten Kontaktpflege zu allen Aktionären durch Nutzung des Aktienregisters, in dem die Kontaktdaten der Investoren enthalten sind (vgl. Harrer/Mölling, 2001, S. 388).

Die mit der Ansprache von Privatanlegern verbundenen Probleme sollten jedoch nicht zu einer Vernachlässigung dieser Gruppe durch die Unternehmen führen, da Privatanleger aus zweierlei Gründen als stabilisierendes Element an den Kapitalmärkten fungieren: Zum einen unterliegen sie nicht dem gleichen Renditedruck wie institutionelle Investoren (vgl. Nix, 2000, S. 42; Diehl et al., 1998, S. 7; Becker, 1994, S. 300). Zum anderen ist die große Gruppe der privaten Aktionäre im Gegensatz zu institutionellen Investoren in sich nicht homogen. Private Aktionäre vertreten vielmehr die unterschiedlichsten Meinungen und Erwartungen, die nicht nur das Ergebnis einer Analyse objektiver Risikomaßstäbe sind (vgl. Stüfe, 1999, S. 25). Diese teilweise gegensätzlichen Erwartungen heben sich dann in ihrer Wirkung durch gegenläufige Kauf- und Verkaufstransaktionen gegenseitig auf, was eine Stabilisierung des Kurses zur Folge hat (vgl. Hocker, 2001, S. 456). Für die Zukunft ist zu erwarten, dass die gezielte Ansprache von Privatanlegern besser möglich sein wird. Dies ist vor allem auf die zunehmende Verbreitung von Namensaktien (vgl. Reuter/Tebroke, 2000, S. 721 sowie die Ausführungen weiter oben in diesem Abschnitt) und die starke Nutzung des Internets als Kommunikationskanal zurückzuführen (vgl. Sonntag/Mindermann, 2000, S. 98; vgl. zu IR-Aktivitäten im Internet allgemein z.B. Säger, 2001; Freter/Säger, 2000). Zusätzlich ist in den kommenden Jahren mit einer stärkeren Aktienverbreitung in der deutschen Bevölkerung zu rechnen, da die neue Erbgeneration eine geringere Risikoaversion aufweist und zusätzlich die Notwendigkeit der privaten Altersvorsorge immer weiter zunehmen wird (vgl. Nix, 2000, S. 43).

2.3.2 Fremdkapitalgeber und Rating-Agenturen

Die Finanzierung mit Fremdkapital ist eine wichtige Form der Unternehmensfinanzierung und wird künftig weiter an Bedeutung gewinnen (zu den Gründen vgl. Klein/Claussen, 2000, S. 143). Die von *Fremdkapitalgebern* geforderte Verzinsung wird an dem mit der Kreditvergabe verbundenen Risiko festgemacht. Für eine solche Risikoeinschätzung, das Rating, ist das Bonitätsrisiko entscheidend. Im Rahmen der Bonitätsanalyse wird durch spezialisierte Analysen festgestellt, inwieweit das Unternehmen künftig in der Lage sein wird, seinen zwingend fälligen Zahlungsverpflichtungen (Zinszahlungs- und Schuldentilgungsverpflichtungen) stets vollständig und rechtzeitig nachzukommen (vgl. Everling, 2001, S. 466; Perrión/Steiner, 1999, S. 191f.). Hierfür bedarf es einer tiefgehenden Analyse des zu beurteilenden Unternehmens. Oftmals gehen die erforderlichen Informationen sogar über die öf-

fentlich durch die IR-Abteilung bereitgestellten Informationen hinaus. Festgestellt wird dieses Bonitätsrisiko durch sog. „Rating-Agenturen“, die als Schnittstelle zwischen Fremdkapitalgebern und Unternehmen fungieren (vgl. Wichels, 2002, S. 19; eine Zuordnung der Rating-Agenturen zu den Fremdkapitalgebern erscheint nicht eindeutig, da sie, den Analysten in Bezug auf Aktionäre vergleichbar, Informationen für Fremdkapitalgeber darstellen und damit auch als Informationsintermediäre bezeichnet werden könnten). Solche Ratings beeinflussen die Rendite von Anleihen (vgl. Everling, 2001, S. 473). Die Stärke des Zusammenhangs konnte Heinke in einer empirischen Studie zum Primär-Euromarkt zeigen. So wurden die Credit Spreads neuemittierter DM-Anleihen im Untersuchungszeitraum zu über 80 % durch Credit Ratings erklärt (vgl. Heinke, 1998, S. 363). Dies zeigt die Relevanz der Rating-Agenturen für die Risikoeinschätzung durch die Obligationäre und damit für die Kapitalkosten und die Marktbewertung des Unternehmens. Es bleibt festzuhalten, dass mit IR-Aktivitäten die Fremdkapitalkosten als Bestandteil der Gesamtkapitalkosten beeinflusst werden können, da den IR-Mitarbeitern die Versorgung der Fremdkapitalgeber und der Rating-Agenturen mit den erforderlichen Informationen obliegt (vgl. Johnson, 1989, S. 24f.; Günther/Otterbein, 1996, S. 403). Allerdings wird die Bedeutung der Obligationäre und Rating-Agenturen von den Unternehmen als IR-Zielgruppe eher gering eingeschätzt (vgl. Günther/Otterbein, 1996, S. 403), wobei dies weniger auf die tatsächliche Relevanz dieser Kapitalmarktteilnehmer zurückzuführen ist als vielmehr darauf, dass Fremdkapitalgeber über andere Informationsquellen verfügen.

2.3.3 Informationsintermediäre

Informationsintermediäre sind Kapitalmarktteilnehmer, die durch das Unternehmen bereitgestellte Informationen nutzen und verarbeiten und diese dann weitergeben, um andere Gruppen von Kapitalmarktteilnehmern zu informieren (vgl. Healy/Palepu, 2001, S. 416). Auch eine indirekte Informationsversorgung der Kapitalmarktteilnehmer mit Hilfe von Informationsintermediären dient der Senkung der Informationsasymmetrien zwischen Management und Investoren (vgl. Francis et al., 1997, S. 391) sowie der Effizienzsteigerung des Kapitalmarktes. So konnten Barth und Hutton (2000) zeigen, dass Aktienkurse solcher Unternehmen, die von einer größeren Anzahl von Analysten beobachtet werden, schneller auf Neuigkeiten reagieren als die anderer Unternehmen (vgl. Barth/Hutton, 2000). Innerhalb dieser Gruppe kann in einem ersten Schritt weiter unterschieden werden in (Finanz-)Analysten und Wirtschaftsjournalisten.

Analysten stellen zweifelsohne eine der wichtigsten IR-Zielgruppen dar (vgl. Diehl, 2001, S. 398; Günther/Otterbein, 1996, S. 403). Dies ist auf den starken Einfluss zurückzuführen, den sie auf Investitionsentscheidungen eines Großteils der Anleger haben. Bereits Mitte der 1970er Jahre konnte Chatlos zeigen, dass in den USA ca. 80 % der Transaktionen aufgrund von Analystenempfehlungen zustande kommen (vgl. Chatlos, 1974, S. 4). Diese IR-Zielgruppe wird weiter unterschieden in *Sell Side*- und *Buy Side*-Analysten. *Sell Side*-

Analysten sind Mitarbeiter von Brokerhäusern oder anderen unabhängigen Institutionen und betreiben Research. Die Ergebnisse werden zumeist von professionellen Investoren zur Fundierung ihrer Anlageentscheidungen genutzt. Damit fungieren sie als Multiplikatoren im Wertpapiergeschäft und haben, wie in verschiedenen empirischen Studien gezeigt wurde, Einfluss auf die Verfügbarkeit von Informationen über ein Unternehmen und damit auf die Kaufentscheidungen institutioneller Investoren und die Aktienbewertung (vgl. Lys/Sohn, 1990; Francis/Soffer, 1997; Givoly/Lakonishok, 1979; O'Brien/Bhushan, 1990; vgl. zu den Auswirkungen auf die Kapitalmarkteffizienz Barth/Hutton, 2000 und die Ausführungen in Abschnitt 6.2). Hierdurch wird ihr hoher Stellenwert im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation unmittelbar erkennbar. Nach Siemel „basieren die meisten Investmententscheidungen [in Deutschland; Anm. d. Verf.] bei institutionellen Anlegern wie Banken oder Versicherungen auf Bewertungen der DVFA“ (Siemel, 1995, S. 78f.; zu Auswirkungen von Änderungen von Analystenschätzungen auf Investitionsentscheidungen von Investoren vgl. z.B. Clement/Tse, 2003). Die DVFA ist die 1960 gegründete „Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management“ und hat 1200 persönliche Mitglieder, die in über 400 Investmenthäusern, Banken und Fondsgesellschaften tätig sind.

Buy Side-Analysten arbeiten für einen bestimmten institutionellen Investor und betreiben in dessen Auftrag Research. Sie nutzen ebenfalls Studien von Analysten der *Sell Side*.

Auch *Wirtschaftsjournalisten* zählen zur Gruppe der Informationsintermediäre, denn sie sind meinungsbildend tätig. Wegen ihrer großen Reichweite sollten sie unbedingt mit aussagekräftigen Informationen versorgt werden. Nutzer der durch sie bereitgestellten Informationen sind vor allem Privatanleger, wobei auch institutionelle Anleger diese in ihre Anlageentscheidungen einbeziehen (vgl. Schweer, 2001, S. 173). So weisen aktuelle empirische Ergebnisse darauf hin, dass Zeitungen, Zeitschriften und Wirtschaftsendungen im Fernsehen für Privatanleger die bevorzugte Informationsquelle darstellen (vgl. Ernst et al., 2005, S. 21). Wirtschaftsjournalisten werden anhand ihres Spezialisierungsgrades unterschieden in solche, die ausschließlich Kapitalmarktberichterstattung betreiben und in entsprechenden Zeitungen/Zeitschriften veröffentlichen (z.B. Focus Money, Börsenzeitung u.Ä.), und solche, deren Artikel in eher allgemeinen Zeitschriften/Zeitungen erscheinen. Erstere haben einen Informationsbedarf, der dem der Finanzanalysten sehr ähnlich ist und sollten daher durch die IR-Mitarbeiter betreut werden. Günther und Otterbein konnten 1996 feststellen, dass bei den befragten Unternehmen große Uneinigkeit über die Relevanz der Wirtschaftsjournalisten als Zielgruppe von IR-Aktivitäten besteht. Die Autoren begründen die Einschätzung als unbedeutend wie folgt: „Eine Beurteilung als unbedeutend dürfte demzufolge nicht als Geringschätzung der Journalisten interpretiert werden, sondern lediglich dahingehend, dass Journalisten als Zielgruppe für IR-Aktivitäten keine Rolle spielen [da deren Betreuung nach Auffassung der Autoren in diesen Fällen Aufgabe der Public Relations (PR)-Abteilung ist; Anm. d.

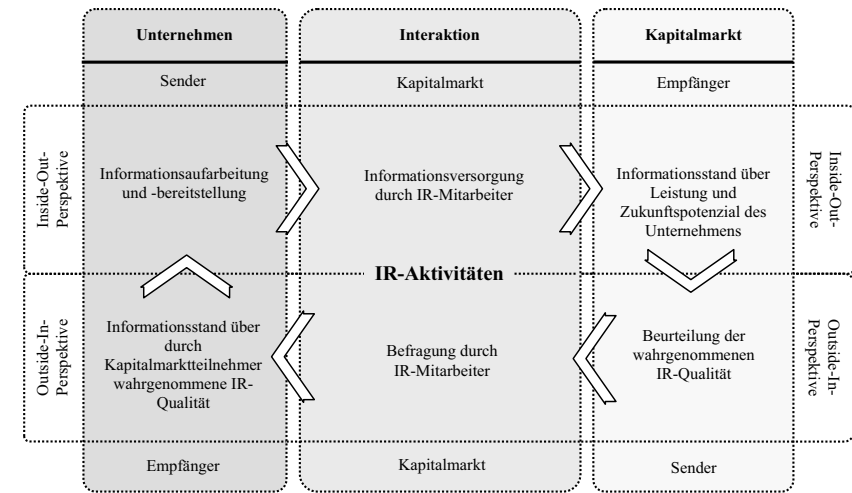


Abbildung 2.2: Kreislauf der IR-Arbeit

Verf.]“ (Günther/Otterbein, 1996, S. 402). Eine Betreuung durch die IR-Mitarbeiter ist aber besonders im Fall spezialisierter Wirtschaftsjournalisten aufgrund ihres hohen Informationsbedarfs sinnvoll (vgl. zum Umgang mit Journalisten auch Wolcott Jr., 2004).

2.3.4 Interne Zielgruppen

Neben einer Versorgung externer Zielgruppen mit Unternehmensinformationen unterrichten IR-Mitarbeiter interne Zielgruppen über die Bedürfnisse sowie die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer, also der externen Zielgruppen (vgl. Abbildung 2.2). Beispielhaft können als relevante unternehmensinterne IR-Zielgruppen die Unternehmensführung, das Management der Geschäftsbereiche oder auch das Finanz- und Rechnungswesen genannt werden (ähnlich Wichels, 2002, S. 20). Die Einbeziehung interner Zielgruppen dient einer stärkeren Orientierung an den Bedürfnissen des Kapitalmarkts. Durch eine solche Rückkopplung können sowohl besser auf die Bedürfnisse der Kapitalmarktteilnehmer zugeschnittene Informationen bereitgestellt wie auch stärker am Kapitalmarkt orientierte fundamentale Entscheidungen getroffen werden.

2.4 Ziele

Das oberste Ziel von IR-Aktivitäten ist in Übereinstimmung mit dem obersten Ziel des Unternehmens die Steigerung des Unternehmenswertes (vgl. Drill, 1995, S. 57). Aus diesem stark aggregierten Ziel werden verschiedene, zum Teil ökonomische, eher quanti-

tative, und zum Teil vor-ökonomische, eher qualitative Ziele abgeleitet (vgl. Cornelsen, 1996; Sieben, 2003, S. 343). Hinsichtlich der IR-Ziele werden in der vorliegenden Arbeit zwei Fragenkomplexe analysiert (vgl. Abschnitt 9):

- *Relevanz einzelner IR-Ziele*

Anhand einer großzahligen Erhebung wird untersucht, inwieweit mit Hilfe von IR-Aktivitäten die in der Literatur genannten Ziele auch tatsächlich erreicht werden können. Hierfür wird zum einen analysiert, inwieweit die durch die Kapitalmarktteilnehmer wahrgenommene IR-Qualität Auswirkungen auf das vor-ökonomische Ziel „Erhöhung der Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten“ hat. Zum anderen werden die Auswirkungen der Qualitätswahrnehmung auf mehrere ökonomische, noch vorzustellende Zielgrößen empirisch untersucht.

- *Interdependenzen zwischen einzelnen IR-Zielen*

Die einzelnen IR-Ziele sind nicht autonom, sondern voneinander abhängig. Mit Hilfe eines Strukturmodells werden diese Zusammenhänge genauer untersucht. Hierzu werden aus der Literatur Hypothesen zu einzelnen Wirkungszusammenhängen abgeleitet und in ein Gesamtmodell überführt (vgl. Abschnitt 6). Dieses komplexe Modell wird mit aktuellen statistischen Verfahren analysiert und sukzessive durch Elimination nicht relevanter Zusammenhänge vereinfacht.

Im Folgenden werden im Sinne einer Vorausschau und zur Vermeidung von Redundanzen die relevanten ökonomischen IR-Ziele nur kurz genannt. Nähere Erläuterungen sowie Hinweise auf die relevante wissenschaftliche Literatur finden sich in Abschnitt 6 im Rahmen der Ableitung der Hypothesen zu den Wirkungszusammenhängen. Einzelne vor-ökonomische IR-Ziele werden im Folgenden dezidiert vorgestellt, da sie mit Ausnahme des Faktors „Zufriedenheit“ nicht weiter im Fokus dieser Arbeit stehen.

2.4.1 Vor-ökonomische Ziele

Vor-ökonomische Ziele, die auch als kommunikationspolitische Ziele bezeichnet werden (vgl. Achleitner/Bassen, 2001, S. 8), sind, wie aus der Bezeichnung unmittelbar ersichtlich, Antezedenzien der ökonomischen Ziele. Sie dienen als Grundlage für die Erreichung ökonomischer Ziele. Wesentliche vor-ökonomische Ziele sind die (vgl. z.B. Achleitner/Bassen, 2001, S. 7f.; Günther/Otterbein, 1996, S. 397ff.; Labhart, 1999, S. 225):

1. Erhöhung der Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer
2. Verringerung der Informationsasymmetrie
3. Verbesserung des Unternehmensimages
4. Erhöhung der Glaubwürdigkeit (insb. des Managements)
5. Stärkung des Vertrauens der Kapitalmarktteilnehmer in die Unternehmensführung.

Diese Aufzählung vor-ökonomischer Ziele enthält nicht alle möglichen vor-ökonomischen IR-Ziele. Zudem sind die einzelnen Ziele nicht in allen Fällen klar voneinander abgrenzbar und damit nicht überschneidungsfrei. Die Aufzählung ist vielmehr als Sammlung der in der einschlägigen IR-Literatur genannten vor-ökonomischen Ziele zu verstehen. Diese Einschränkung hat allerdings keine negativen Auswirkungen auf den weiteren Verlauf der Arbeit, da sowohl im Rahmen der Modellkonzeption wie auch in der anschließenden empirischen Überprüfung lediglich das vor-ökonomische IR-Ziel „Erhöhung der Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer“ berücksichtigt wird.

2.4.1.1 Investor Relations-Zufriedenheit als primäres vor-ökonomisches Ziel

Aus nicht nachvollziehbaren Gründen lässt sich das Ziel „Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer“ in der IR-Literatur nicht finden. In dieser Arbeit wird hingegen in Analogie zur Kundenzufriedenheit im traditionellen Güter- und Dienstleistungsmarketing die Auffassung vertreten, dass gerade eine Erreichung dieses Ziels die Grundlage für das Erreichen der ökonomischen Ziele darstellt und daher im Mittelpunkt der IR-Arbeit stehen sollte. Nachfolgend werden die für die Analyse relevante Zufriedenheit näher spezifiziert und die Relevanzeinschätzung begründet.

Die Gesamtzufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer wird sowohl durch IR-Aktivitäten wie auch durch diverse andere Faktoren beeinflusst. Hauptsächlich die tatsächliche leistungswirtschaftliche (= fundamentale) Unternehmensleistung hat Einfluss darauf, ob Kapitalmarktteilnehmer mit einem Unternehmen zufrieden sind. Da diese Faktoren jedoch nicht im Einflussbereich der IR-Mitarbeiter liegen, sie also für die IR-Mitarbeiter Kontextvariablen und keine Gestaltungsvariablen sind (vgl. zu den Begriffen z.B. Wolf, 2003, S. 30ff.), werden sie im Folgenden nicht weiter betrachtet. Gegenstand dieser Arbeit ist die *Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten* (im Folgenden als IR-Zufriedenheit bezeichnet) als ein Bestandteil der Gesamtzufriedenheit.

Die hohe Relevanzeinschätzung ergibt sich aus einer Übertragung der Erkenntnisse der traditionellen Marketingforschung auf die IR-Aktivitäten als Unternehmensdienstleistung (vgl. zur Kennzeichnung der IR-Arbeit als Dienstleistung Abschnitt 2.5.2). So wie Kundenzufriedenheit auf Kundenloyalität wirkt, kann davon ausgegangen werden, dass IR-Zufriedenheit auf die Loyalität der Kapitalmarktteilnehmer Einfluss hat. Ein Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit und Kundenloyalität konnte durch umfangreiche empirische Untersuchungen in der Vergangenheit nachgewiesen werden (vgl. für eine umfassende Literaturübersicht hierzu Homburg/Bucerius, 2003, S. 57ff.). Im Folgenden wird davon ausgegangen, dass eine vergleichbare Verknüpfung auch für den Zusammenhang zwischen IR-Zufriedenheit und Loyalität der Kapitalmarktteilnehmer existiert. Die Übertragung der Erkenntnisse aus dem Kundenbereich auf den Bereich der Kapitalmarktteilnehmer erscheint zulässig. Zu dieser Erkenntnis kommen auch Link

(1991) und Schulz (1999), die diese Frage intensiv untersuchen, um zu klären, ob für den Aktienabsatz bzw. das Aktienmarketing ein eigenständiges Marketingkonzept entwickelt werden muss, und inwieweit Übertragungen aus anderen Ansätzen legitim sind (vgl. Link, 1991, S. 27ff.; Schulz, 1999, S. 39ff. sowie die dort angegebene Literatur). Die Frage, inwieweit eine Analogiebildung legitim ist, wird in Abschnitt 2.5. der vorliegenden Arbeit diskutiert. In Vorgriff auf diese Ausführungen kann bereits hier festgehalten werden, dass Kapitalmarktteilnehmer als Kunden und IR-Arbeit als Dienstleistung des Unternehmens gekennzeichnet werden können. Daher werden auf konzeptioneller Ebene im Rahmen der Modellbildung Analogien angewendet und Konzeptkomponenten aus dem Produkt- und Dienstleistungsmarketing sowie dem Kundenmanagement übernommen.

2.4.1.2 Weitere vor-ökonomische Ziele

IR-Aktivitäten dienen der Informationsversorgung und damit dem Abbau bestehender Informationsasymmetrien (vgl. Leuz/Verrecchia, 2000, S. 91). Aufgabe der IR-Mitarbeiter ist es, den IR-Zielgruppen – unabhängig davon, ob unternehmensintern oder unternehmensextern – solche Informationen zur Verfügung zu stellen, die sie für ihre spezifischen Entscheidungen benötigen. Informationsasymmetrien können hierbei auf verschiedenen Ebenen auftreten (vgl. *Abbildung 2.3*): Informationsasymmetrien der Ebene 1 signalisieren die nicht vollständige Informationsversorgung des Managements, da auch die Unternehmensführung selbst nicht jederzeit alle Informationen besitzt. Zwar ist diese

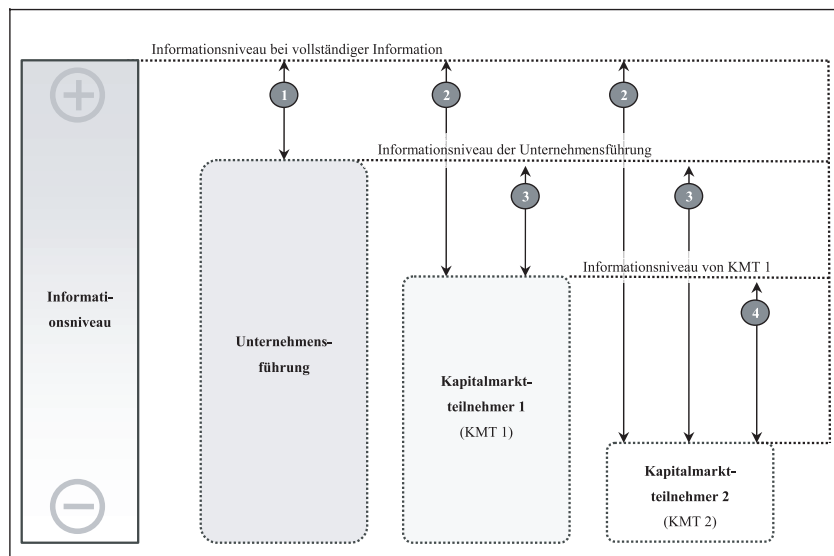


Abbildung 2.3: Ebenen der Informationsasymmetrie

legitimiert, stets die für sie relevanten Informationen abzurufen. Dennoch ist die Erreichung eines Niveaus, das sich durch vollständige Information auszeichnet, schon allein aufgrund begrenzter Informationsverarbeitungskapazitäten ausgeschlossen.

Informationsasymmetrien der Ebene 2 sind zwar faktisch existent, für die IR-Arbeit jedoch von nachrangiger Bedeutung, denn es ist unwahrscheinlich, dass das Ziel der IR-Arbeit in der Vermittlung von Informationen liegt, die noch nicht einmal der Unternehmensführung bekannt sind. Von besonderer Bedeutung für die IR-Arbeit sind die Informationsasymmetrien der Ebenen 3 und 4.

Eine Verringerung der Informationsasymmetrien der Ebene 3 ist die zentrale kommunikationspolitische Herausforderung. Alle bekannten IR-Instrumente, egal ob Hauptversammlung oder One-On-One, zielen auf eine Verkleinerung dieser Informationslücke. Allerdings führen IR-Maßnahmen – in unterschiedlichem Ausmaß, jedoch zwangsläufig – zu Informationsasymmetrien der Ebene 4. Diese liegen immer dann vor, wenn die Informationsasymmetrien zwischen dem Management des berichtenden Unternehmens und einzelnen Kapitalmarktteilnehmern unterschiedlich stark ausgeprägt sind. Anders formuliert: Befinden sich nicht alle Kapitalmarktteilnehmer auf einem identischen Informationsniveau, liegen Informationsasymmetrien der Ebene 4 vor.

Grundsätzlich muss von einer ungleichen Verteilung der Informationen ausgegangen werden, obwohl dies im Grunde eine Verletzung des Fair Disclosure-Grundsatzes bzw. des Gleichbehandlungs- und Gleichzeitigkeitsgrundsatzes impliziert (zu den Grundsätzen der Kapitalmarktcommunication vgl. z.B. Global Reporting Initiative (GRI), 2002, S. 22ff.; Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft, 2002; zu deren empirischer Relevanz vgl. PriceWaterhouseCoopers (PWC)/Günther, 2003, S. 31; vgl. zu den rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland z.B. Schneider/Burgard, 2001). Dieser Punkt sei anhand des IR-Instruments „One-On-One-Meeting“ veranschaulicht: One-On-Ones bieten einzelnen oder einer kleinen Gruppe von Kapitalmarktteilnehmern die Gelegenheit intensiv mit IR-Mitarbeitern, meist sogar dem Vorstand, zu sprechen (für eine vertiefende Darstellung der One-On-Ones vgl. z.B. Janßen, 2001, S. 572; Link, 1991, S. 337; Peters, 2000, S. 69). Hiermit wird zwar eine partielle Verringerung der Informationsasymmetrien der Ebene 3 erreicht, die der Ebene 4 nehmen jedoch im gleichen Moment zu, da nur die in das Meeting einbezogenen Kapitalmarktteilnehmer Zugang zu den dort bereitgestellten Informationen erhalten. Auf diese Situation der bevorzugten Informationsverteilung an Analysten und institutionelle Investoren zu Lasten der Privatanleger hat die Securities and Exchange Commission (SEC) im August 2000 reagiert und die Regelungen, die das Verhältnis zwischen Unternehmen und den genannten IR-Zielgruppen bestimmen, verschärft. So sind Unternehmen, auf die die SEC-Regelungen zutreffen, dazu verpflichtet, die gesamte Öffentlichkeit zeitgleich zu informieren.

Festzuhalten bleibt: Es kann nicht grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass IR-Maßnahmen dazu geeignet sind, Unterschiede in den Informationsständen zu beseitigen. Für alle IR-Instrumente bzw. für IR-Maßnahmen trifft dies lediglich auf Informationsasymmetrien des Typs 3 zu (zumindest für die angesprochenen Kapitalmarktteilnehmer). Ob gleichzeitig auch die Informationsstände zwischen den einzelnen Kapitalmarktteilnehmern angeglichen werden, hängt davon ab, ob die vermittelten Informationen allen IR-Adressaten gleichzeitig zugehen oder ob bestimmte Kapitalmarktakteure (z.B. Analysten in One-On-One-Meetings) früher mit Informationen versorgt werden als andere. Die Verringerung der Informationsasymmetrien, im Sinne einer Versorgung der Kapitalmarktteilnehmer mit relevanten Unternehmensinformationen, ist die Basis für die Erreichung aller weiteren IR-Ziele.

Als weiteres kommunikationspolitisches Ziel wird die *Verbesserung des Unternehmensimages* genannt (vgl. Kühner, 1971, S. 78; Schirmacher, 1991, S. 56; Paul, 1993, S. 140f.; Freter/Sänger, 2000, S. 779; Schulz, 1999, S. 103). Inwieweit ein Unternehmen als glaubwürdig eingeschätzt wird, ist letztendlich eine Frage des Unternehmensimages. Dieses Unternehmensimage stellt die ganzheitliche Betrachtung eines Unternehmens dar und umfasst damit alle als relevant erachteten Einstellungsdimensionen (vgl. hierzu und zum Imagebegriff insgesamt Täubert, 1998, S. 43ff.). Daher wird die Glaubwürdigkeit in dieser Arbeit als ein Bestandteil des Unternehmensimages diskutiert. Image ist das Bild, das die Öffentlichkeit von einer Sache (z.B. einem Unternehmen) hat. Es bezeichnet, so die in der Literatur vorherrschende Meinung, „die Gesamtheit aller Einstellungen, Kenntnisse, Erfahrungen, Wünsche, Gefühle etc., die mit einem bestimmten Objekt [...] verbunden sind“ (Täubert, 1998, S. 43). So umschrieben wird erkennbar, dass ein solches Bild von den tatsächlichen Eigenschaften abweichen kann. Aufgabe der IR- wie auch der PR-Arbeit ist es also, dieses Image im Sinne des Unternehmens zu gestalten.

Ein Unternehmensimage ergibt sich aus einer ganzen Fülle einzelner Charakteristika: So bestimmen Zuverlässigkeit, Seriosität und Ehrlichkeit ebenso das Unternehmensimage wie eben auch die Glaubwürdigkeit. Anhand des Zirkelschlusses hinsichtlich der Beeinflussungsrichtung zwischen Unternehmensimage und Glaubwürdigkeit (die Glaubwürdigkeit ist abhängig vom Unternehmensimage und das Unternehmensimage von der Glaubwürdigkeit; vgl. hierzu auch den vorherigen Absatz) ist, wie bereits in Abschnitt 2.4.1 erläutert wurde, erkennbar, dass eine klare Trennung dieser vor-ökonomischen Ziele kaum möglich ist. Eine Verbesserung des Unternehmensimages ist mit zwei Effekten verbunden, die beide einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert ausüben. Auf der einen Seite führen ein verbessertes Unternehmensimage und ein höherer Bekanntheitsgrad zu einem höheren Vertrauen bei den Kapitalmarktteilnehmern. Dies wiederum hat, wie bereits dargestellt wurde, Auswirkungen auf den Kapitalmarkt – den Absatzmarkt für Finanztitel. Auf der anderen Seite sind realwirtschaftliche Effekte zu erwarten. Diese beeinflussen die fundamentale Unternehmensentwicklung. Damit über-

nehmen die IR-Mitarbeiter „traditionelle“ Marketing-Aufgaben. Positive Effekte können ebenfalls für den Arbeits- und den Gütermarkt erwartet werden (vgl. Achleitner, 2000, S. 242f.). Als besonders wirksames Instrument zur Steigerung des Images, insb. im internationalen Kontext, nennt Paul das Cross-Listing an einem oder mehreren internationalen Finanzplätzen (vgl. Paul, 1993, S. 140).

Eine *Erhöhung der Glaubwürdigkeit* als Bestandteil des Unternehmensimages wird als eines der wichtigsten, wenn nicht gar als das wichtigste IR-Ziel sowohl von Investoren wie auch von Analysten genannt (vgl. Eccles et al., 2001, S. 190f.). Dies erscheint nachvollziehbar, da Glaubwürdigkeit wiederum die Grundlage für die *Vertrauensbildung* darstellt. Die Glaubwürdigkeit der Unternehmensvertreter kann durch qualitativ hochwertige IR-Arbeit gefördert werden, die nicht nur ein Instrument der Informationsversorgung darstellt. Vielmehr kann das Management Vertrauen in seine eigenen Fähigkeiten signalisieren, indem es Informationen bereitstellt, anhand derer die Kapitalmarktteilnehmer eine Beurteilung dieser Fähigkeiten vornehmen können (vgl. Eccles et al., 2002, S. 234f.). Glaubwürdigkeit und daraus resultierendes Vertrauen dem Management gegenüber verschafft diesem zusätzlichen Handlungsspielraum, da so Kapitalmarktteilnehmer leichter von den Vorteilen verfolgter oder geplanter Strategien überzeugt werden können.

2.4.2 Ökonomische Ziele

Die wichtigsten ökonomischen Ziele, gelegentlich auch als finanzwirtschaftliche oder kapitalmarktorientierte Ziele bezeichnet (vgl. Achleitner/Bassen, 2001, S. 8), umfassen folgende Aspekte:

1. Maximierung des Unternehmenswertes
2. Senkung der Kapitalkosten
3. Erhöhung der Liquidität des Wertpapiers
4. Verringerung der Volatilität des Wertpapiers (Verstetigung des Aktienkurses)
5. Erhöhung der Handelsintensität des Wertpapiers
6. Erhöhung des Anteils institutioneller Investoren
7. Erhöhung der Intensität der Analystenbeobachtung.

Eine eindeutige Klassifizierung einzelner Ziele als vor-ökonomisch bzw. ökonomisch erscheint allerdings problematisch. So wäre durchaus eine Zuordnung der Ziele 6 und 7 zu der Gruppe der vor-ökonomischen Ziele denkbar. In der vorliegenden Arbeit werden sie jedoch, in Einklang mit der bestehenden Literatur zu IR-Zielen, zu den ökonomischen Zielen gezählt, da sie den als vor-ökonomisch bezeichneten nachgelagert, also eine Folge dieser sind (vgl. hierzu insb. die Ausführungen zum IR-Wirkungsmodell in Abschnitt 6).

In die empirische Untersuchung werden die Ziele 3 bis 7 einbezogen. Aus Gründen des Forschungsfokus konnte auf die durchaus komplexe Frage der Operationalisierung der Kapitalkosten nicht näher eingegangen und folglich das Ziel „Senkung der Kapitalkosten“ nicht näher analysiert werden (für eine Darstellung möglicher Ansätze zur Operationalisierung der Eigenkapitalkosten vgl. Botosan, 1997, S. 336ff.; Gebhardt et al., 2001). Da jedoch gerade die Kapitalkosten zusammen mit der fundamentalen Unternehmensleistung (vgl. hierzu beispielsweise die Einflussgrößen im Rahmen der Unternehmenswertberechnung mit Hilfe des Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahrens) einen entscheidenden Einfluss auf die Höhe des Unternehmenswertes haben, verbietet sich auch eine Untersuchung der Wirkung der IR-Qualität auf die Unternehmensbewertung. Der aufgrund der Vielzahl weiterer Determinanten anzunehmende eher geringe Einfluss der IR-Qualität auf die Kapitalkosten und auf die Unternehmensbewertung ist ein weiterer Grund für die Ausblendung dieses Ziels aus der empirischen Überprüfung. Verwiesen sei an dieser Stelle auf die in Abschnitt 3.2.2.2. dargestellten grundlegenden Arbeiten zum Thema.

2.5 Investoren als Kunden von Unternehmensdienstleistungen

In diesem Abschnitt wird auf die Analogie zwischen Kunden von Dienstleistungen im traditionellen Sinn und Investoren (bzw. Kapitalmarktteilnehmern im Allgemeinen) eingegangen. Die Überprüfung der Zulässigkeit der Analogiebildung ist erforderlich, da im Folgenden häufiger auf Konzepte aus der traditionellen Kundenbindungsforschung und der Marketingtheorie, primär aus dem Dienstleistungsbereich, zurückgegriffen wird.

Folgenden Fragen wird nachgegangen: Welche Liefer- und Leistungsbeziehungen bestehen zwischen Aktiengesellschaft und Kapitalmarktteilnehmern und sind diese vergleichbar mit den üblichen Kunden-Lieferantenbeziehungen (Abschnitt 2.5.1)? Inwieweit können IR-Aktivitäten als Dienstleistung gekennzeichnet werden (Abschnitt 2.5.2)? Sollte sich zeigen, dass die zwischen Aktiengesellschaften und Kapitalmarktteilnehmern existierenden Beziehungen vergleichbar sind mit denen zwischen Aktiengesellschaft und „traditionellen“ Kunden und dass IR-Aktivitäten Dienstleistungen darstellen, so ist die Einstufung von Kapitalmarktteilnehmern als Kunden von Unternehmensdienstleistungen und mithin die Übertragung von Konzepten aus der auf Kunden im ursprünglichen Sinn bezogenen Marketingforschung legitim. Kapitalmarktteilnehmer könnten dann als Kunden von Dienstleistungen von Aktiengesellschaften bezeichnet werden.

2.5.1 Der Investor als Kunde

Unter einem Kunden bzw. einem Käufer (die Begriffe werden in der Literatur häufig synonym verwendet) wird ein „Erwerber eines Produktes oder einer Dienstleistung, der

beim Kauf eine finanzielle Verpflichtung eingeht“ (Bruhn/Homburg, 2001, S. 376) verstanden. Ein Kunde ist folglich ein Abnehmer, der bei einem Anbieter seinen (wie auch immer gearteten) Bedarf deckt (vgl. Nieschlag et al., 2002, S. 88). Der Definition von Bruhn/Homburg liegt damit ein recht enges Begriffsverständnis zugrunde, da beispielsweise potenzielle Kunden keine finanziellen Verpflichtungen eingehen und damit gemäß dieser Definition keine Kunden sind. Hilfreich ist hier eine weitere Definition, die von finanziellen Aspekten sowie der Art des Bezugsgegenstandes abstrahiert:

Unter einem Kunden wird unabhängig von der Art des Bezugsgegenstandes eine tatsächliche oder potenzielle Marktpartei auf der Nachfragerseite eines Marktes verstanden, die in einem Abnehmerverhältnis zum Unternehmen steht und aus Einzelpersonen, Institutionen oder Organisationen mit mehreren Entscheidungsträgern bestehen kann (in Anlehnung an Diller, 2001, S. 845).

Damit ist zunächst nichts über den Gegenstand des Kaufs ausgesagt. Nach dieser Definition ist auch ein Informationsbezieher ein Kunde des Unternehmens, und zwar unabhängig davon, ob er letztlich Beteiligungstitel erwirbt. Entsprechend sind auch Finanzanalysten, die zwar Informationen beziehen und diese auf dem „sekundären Informationsmarkt“ an Investoren weitergeben, nicht aber selbst als Käufer von Beteiligungstiteln auftreten, so wie alle anderen Informationsbezieher Kunden des Unternehmens. Sie nehmen eine (zumeist) unentgeltliche Leistung des Unternehmens in Anspruch. Gleiches gilt für potenzielle Investoren. Auch diese sind, folgt man der Definition, Kunden des Unternehmens. Zwischen Unternehmen und Kapitalmarktteilnehmern existieren folglich zweierlei Beziehungen: Zum einen treten Kapitalmarktteilnehmer als Informationsbezieher bzw. als Nutzer von IR-Aktivitäten auf, zum anderen als Investoren beim Kauf von Wertpapieren des Unternehmens. Der triviale Fall, dass Kapitalmarktteilnehmer auch als Abnehmer im leistungswirtschaftlichen Bereich auftreten, wird hier bewusst nicht weiter betrachtet, da er für die hier angestellten Überlegungen irrelevant ist.

2.5.2 Investor Relations-Arbeit als Dienstleistung

Eine Abgrenzung der Dienstleistungen (der Begriff Service wird in dieser Arbeit synonym verstanden) von anderen Wirtschaftsbereichen fällt aufgrund der Heterogenität der verschiedenen Dienstleistungen nicht leicht. Eindeutige Abgrenzungsmerkmale sind schwer zu finden (vgl. Bruhn, 1995, S. 21). So verwundert es nicht, dass sich in der Literatur eine Vielzahl von Definitionsversuchen identifizieren lässt. Insgesamt sind drei Gruppen von Definitionsansätzen zu finden (vgl. Corsten, 1985, S. 173 sowie die dort angegebene Literatur): Eine Gruppe geht enumerationsorientiert vor (vgl. z.B. Decker, 1975, S. 217; Langeard, 1981, S. 233). Ob jedoch eine Definition des Begriffs Dienstleistungen über eine Aufzählung von Beispielen vor dem Hintergrund der Heterogenität der Dienstleistungen umfassend bzw. vollständig sein kann, erscheint äußerst fraglich.

Eine zweite Gruppe definiert den Dienstleistungsbegriff negativ in Abgrenzung zum Sachgut (vgl. z.B. Altenburger, 1981, S. 73ff.), wohingegen sich die dritte Gruppe auf die spezifischen konstitutiven Merkmale der Dienstleistungen bezieht (vgl. Corsten, 1985, S. 174; Nieschlag et al., 2002, S. 82f.; Haller, 1995, S. 50ff.). Eine solche Betrachtungsweise, die die charakteristischen Besonderheiten von Dienstleistungen in den Vordergrund stellt, wird auch dieser Arbeit zugrunde gelegt.

Konstitutive Merkmale für eine Dienstleistung sind die 1. Immaterialität und die 2. Synchronität der Leistungserbringung und -inanspruchnahme sowie 3. die Integration eines externen Faktors (vgl. z.B. Nieschlag et al., 2002, S. 82f.; Haller, 1995, S. 50ff.; Bhat, 2005, S. 77f.; für eine Übersicht über die in der Service-Literatur verwendeten konstitutiven Merkmale vgl. Zeithaml et al., 1985, S. 34). Diese Merkmale werden nachfolgend näher erläutert und auf den Untersuchungsgegenstand IR-Arbeit angewendet.

Als wesentliches Abgrenzungsmerkmal einer Dienstleistung wird regelmäßig die *Immaterialität der Leistungserbringung* genannt (vgl. z.B. Zeithaml et al., 1985, S. 33 sowie die dort angegebene Literatur; Rück, 1995, S. 8). Immaterialität hat zur Folge, dass die erbrachte Leistung nicht gesehen, gefühlt oder geschmeckt werden kann (vgl. Zeithaml et al., 1985, S. 33). Da ein Großteil der IR-Arbeit als Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern erbracht wird, z.B. im Rahmen von One-On-Ones, Roadshows oder Hauptversammlungen, ist unmittelbar ersichtlich, dass das Kriterium der Immaterialität weitgehend zutrifft. Allerdings erscheint die Immaterialität als konstitutives Merkmal einer Dienstleistung nicht in jedem Fall nachvollziehbar. Viele Dienstleistungen bestehen zumindest partiell auch aus materiellen Komponenten. Man denke hier nur an den Geschäftsbericht für den Bereich der IR-Arbeit. Es kann folglich festgehalten werden, dass sich Dienstleistungen – wie im Übrigen auch Sachleistungen – in den meisten Fällen aus immateriellen wie auch materiellen Bestandteilen zusammensetzen (vgl. Hilke, 1989, S. 8f., Shostack, 1977, S. 74). Dennoch ist ein wesentlicher Teil der IR-Arbeit immaterieller Natur. Dazu zählen insb. persönliche IR-Instrumente, also solche, die auf direkter Interaktion zwischen Unternehmen und Kapitalmarktteilnehmern basieren und nur über einen sehr geringen materiellen Anteil verfügen.

Diese Dominanz der Immaterialität hat wiederum zur Folge, dass die Leistungs-inanspruchnahme vom Nutzer als risikoreich empfunden wird, da sich immaterielle Leistungsbestandteile einer Qualitätsbeurteilung oftmals entziehen bzw. eine solche erheblich erschweren (vgl. McDougall/Snetsinger, 1990, S. 28). Dieser Zusammenhang zeigt unmittelbar die Relevanz einer qualitativ hochwertigen IR-Arbeit für das Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer: Vertrauen kann nur durch eine Kombination aus qualitativ hochwertigen bereitgestellten Informationen und einem exzellenten Interaktionsverhalten der IR-Verantwortlichen gewonnen werden. Welche Faktoren darüber entscheiden, ob die gelieferten Informationen und das Interaktionsverhalten von den

Kapitalmarktteilnehmern als qualitativ hochwertig empfunden werden, ist Gegenstand des empirischen Teils dieser Arbeit.

Ein weiteres Abgrenzungsmerkmal von Dienstleistungen gegenüber Sachleistungen ist die *Synchronität der Leistungserbringung und -inanspruchnahme* (auch als „uno-actu“-Prinzip bezeichnet und oftmals im Zusammenhang mit der Nichtlagerfähigkeit genannt; vgl. Haller, 1995, S. 51; Nieschlag et al., 2002, S. 82). Eine Produktion von Dienstleistungen auf Vorrat ist demnach nicht möglich (vgl. Pepels, 1995, S. 23; Bessom/Jackson, 1975, S. 76). Erneut festgemacht an der Kommunikationsintensität der meisten IR-Instrumente, scheint auch dieses Abgrenzungsmerkmal auf einen Großteil der IR-Arbeit zuzutreffen. Doch lassen sich wiederum Ausnahmen identifizieren. Greift man erneut das Beispiel des Geschäftsberichts als Bestandteil der IR-Leistung auf, so ist ersichtlich, dass hier eine Lagerung sowie ein Auseinanderfallen der Leistungserbringung und -inanspruchnahme sehr wohl möglich sind. Dies ist regelmäßig dann der Fall, wenn die Dienstleistung auf materiellen Trägermedien auf den Empfänger übergeht (vgl. Haller, 1995, S. 51). Die eigentliche Dienstleistung wird in diesem Fall bereits im Vorfeld der Übergabe, also bei der Erstellung des Geschäftsberichts, erbracht. Es findet folglich eine Materialisierung der Dienstleistung statt, die dieser zur Lagerfähigkeit und asynchronen Bereitstellbarkeit verhilft.

Ferner zeichnen sich Dienstleistungen durch die *Integration eines externen Faktors* – zu meist des Empfängers der Dienstleistung – aus (vgl. Haller, 1995, S. 51ff.; Pepels, 1995, S. 26ff.). Der Dienstleistungsnachfrager wirkt hierbei meist prozessauslösend wie auch prozessbegleitend (vgl. Meffert/Bruhn, 1997, S. 25). Für die IR-Arbeit liegt eine solche interaktive Komponente in zweierlei Hinsicht vor (vgl. hierzu auch *Abbildung 2.2*): Es findet sowohl eine Integration externer IR-Zielgruppen bei Anwendung der (persönlichen) IR-Instrumente (z.B. bei One-On-Ones) statt wie auch eine Einbindung interner IR-Zielgruppen wie der Unternehmensführung.

2.5.3 Zwischenfazit

Es kann festgehalten werden, dass IR-Arbeit eine Dienstleistung darstellt, da gezeigt werden konnte, dass alle für Dienstleistungen konstitutiven Merkmale auf die IR-Arbeit zutreffen. Dies gilt in besonderem Maß für persönliche IR-Instrumente wie beispielsweise One-On-Ones oder Road-Shows. Aber auch unpersönliche IR-Instrumente wie Geschäftsberichte sind Dienstleistungsbestandteile. Hier wird lediglich die eigentliche Dienstleistung bereits erbracht, bevor das Ergebnis an den Dienstleistungsnutzer übergeben wird. Unter Einbeziehung der Erkenntnisse aus dem vorherigen Abschnitt kann also der *Kapitalmarktteilnehmer als Kunde* von Dienstleistungen bezeichnet werden, die von Aktiengesellschaften erbracht werden. Ein Rückgriff auf Forschungsergebnisse aus dem Bereich des Dienstleistungsmarketing ist folglich legitim und erkenntnisfördernd.

In *Abbildung 2.4* werden die Ergebnisse in Form eines Schaubilds zusammengefasst. Wie im Text dargestellt verkauft ein (börsennotiertes) Unternehmen auf den Gütermärkten seine produzierten Güter oder Dienstleistungen. Diese Unternehmensleistung wird als Primärleistung bezeichnet. Die Abnehmer dieser Primärleistung entsprechen den Kunden im traditionellen Sinn. In Abhängigkeit davon, ob diese erworbenen Güter/ Dienstleistungen den Erwartungen der Kunden hinsichtlich Qualität, Preis sowie weiteren Charakteristika entsprechen, wird sich bei diesen (Un-)Zufriedenheit einstellen. Diese ist, wie in zahlreichen Studien gezeigt wurde, wiederum (mit-)ursächlich für die Loyalität der Kunden (vgl. für empirische Ergebnisse z.B. Homburg et al., 2003a, S. 91ff.; Anderson/Sullivan, 1993; Bitner, 1990; Szymanski/Henard, 2001; Olsen, 2002) und damit letztlich für die leistungswirtschaftliche Profitabilität des Unternehmens (vgl. für empirische Ergebnisse z.B. Anderson et al., 1994; Hallowell, 1996). Dieser leistungswirtschaftliche Erfolg determiniert seinerseits den anstehenden Finanzierungsbedarf und ist Kommunikationsobjekt der IR-Arbeit. Die leistungswirtschaftliche Situation des Un-

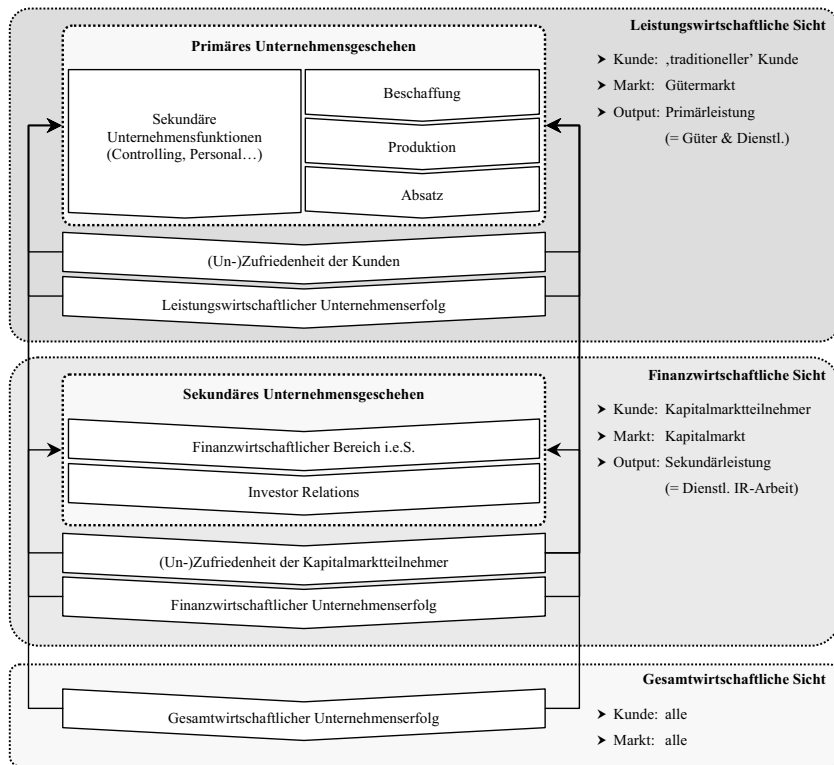


Abbildung 2.4: Investor als Kunde eines Unternehmens

ternehmens sowie die daraus abgeleiteten Finanzierungsaktivitäten stellen die reale Grundlage für die Kapitalmarktkommunikation dar, die ihrerseits wiederum, so die Annahme, die es im empirischen Teil der Arbeit zu testen gilt, die Basis für die Zufriedenheitsbildung auf Seiten der Kapitalmarktteilnehmer ist. Ob sich Zufriedenheit beim IR-Adressat einstellt, ist primär von der fundamentalen, also primärleistungsbezogenen Situation des Unternehmens sowie der Qualität der IR-Arbeit abhängig. Vergleichbar der Kundenzufriedenheit, die über die Kundenloyalität auf die Unternehmensleistung wirkt, beeinflusst die Investorenzufriedenheit die Investorenbindung und damit letztlich den finanzwirtschaftlichen Unternehmenserfolg. Finanzwirtschaftlicher und leistungswirtschaftlicher Unternehmenserfolg determinieren hier zu großen Teilen den gesamtwirtschaftlichen Unternehmenserfolg. In dem dargestellten Prozess tritt der Investor als Bezieher der Sekundärleistung und damit als Unternehmenskunde in Bezug auf die Dienstleistung IR-Arbeit auf dem Kapitalmarkt auf.

3. Stand der Forschung und Grundzüge des Forschungsmodells

3.1 Praktische Forschungsrelevanz

Neben zunehmenden Ansprüchen der Kapitalgeber (vgl. Wichels, 2002, S. 1) gewinnt die Kapitalmarktkommunikation aufgrund der Globalisierung der Kapitalmärkte weiter an Relevanz. Um den Bedürfnissen der verschiedenen Gruppen von Kapitalmarktteilnehmern gerecht werden zu können, bedarf es eines systematischen und nachhaltigen Ansatzes hinsichtlich der IR-Arbeit. Dass diese Notwendigkeit erkannt wurde, kann zum einen an den steigenden IR-Ausgaben abgelesen werden – allein in den Jahren 2000 bis 2002 stiegen die IR-Ausgaben der Aktiengesellschaften in Deutschland um ca. 80 % (vgl. IRES/Handelsblatt, 2001; IRES/Handelsblatt, 2002) – und zum anderen daran, dass sich IR-Arbeit zunehmend von einer eher administrativen zu einer echten strategischen Aufgabe weiterentwickelt (vgl. Serfas, 1998, S. 7). Dieser Wandel erscheint vor dem Hintergrund der hohen Relevanz der Kapitalmarktkommunikation auch als erforderlich.

Der starke Wettbewerb um Kapital führt tendenziell zu einer reduzierten Bindungsintensität der bestehenden Aktionäre an das Unternehmen. Daher muss ein Unternehmen heute mehr denn je in den Erhalt der Beziehung zu seinen aktuellen Aktionären investieren. Ein stabiler Investorenstamm ist für ein Unternehmen ebenso wichtig wie ein treuer Kundenstamm. Er ist die Voraussetzung für eine stabile und stetige Aktienkursentwicklung und die künftige Finanzierungsfähigkeit über den Kapitalmarkt. Potenzielle Investoren (so wie die bestehenden auch) finden aufgrund des Zusammenwachsens der internationalen Kapitalmärkte immer mehr Investitionsmöglichkeiten vor, so dass es für Unternehmen zunehmend schwieriger wird, sich positiv von anderen Unternehmen abzugrenzen und sich als vorteilhafte Anlagemöglichkeit zu profilieren. Daher ist eine Neuorientierung hin zum Investor bzw. allgemein zum Kapitalmarktteilnehmer zu erwarten und bereits zu beobachten. Diese Entwicklung kann mit der Situation Ende der 1980er Jahre verglichen werden. Damals kam es aufgrund der verstärkten Wettbewerbsintensität auf den Gütermärkten zur Neuorientierung im Bereich des Kundenmanagements hin zum Kunden (vgl. Homburg/Bruhn, 2000, S. 5).

Vor diesem Hintergrund müssen sich Unternehmen verstärkt die Frage stellen, was erfolgreiche Beziehungen zu Kapitalmarktteilnehmern ausmacht und wie solche Beziehungen gepflegt und ausgebaut werden können. Folglich müssen die relevanten Determinanten

identifiziert werden, die für erfolgreiches Beziehungsmanagement ursächlich sind, um diese im Rahmen der IR-Tätigkeit entsprechend priorisieren zu können. In diesem Kontext kann, abgeleitet aus der Fachliteratur zur Kundenzufriedenheit und zum Kundenbindungsmanagement, angenommen werden, dass die Investorenzufriedenheit eine besondere Stellung einnimmt (vgl. zur Relevanz der Kundenzufriedenheit für den leistungswirtschaftlichen Bereich z.B. Scharnbacher/Kiefer, 1996, S. 1; Homburg et al., 2000, S. 83; Jones/Sasser Jr., 1995, S. 89). Für den leistungswirtschaftlichen Bereich und den dazugehörigen Umgang mit Kunden stellen Jones/Sasser fest: „Most managers realize that the more competitive the market, the more important the level of customer satisfaction“ (Jones/Sasser Jr., 1995, S. 89). Dieser Gedanke liegt, übertragen auf den Kapitalmarkt, auch dieser Arbeit zugrunde.

3.2 Wissenschaftliche Forschungsrelevanz – Entwicklungsstand der Investor Relations-Forschung und Identifikation von Forschungsbedarf

3.2.1 Selektionskriterien im Rahmen der Literatursichtung

In die Literatursichtung zum Entwicklungsstand der IR-Forschung wurden sowohl theoretische wie auch empirische Arbeiten einbezogen. Auf die theoretischen Arbeiten wird in den Abschnitten 5 und 6 im Rahmen der Ableitung des IR-Qualitätsmodells sowie des IR-Wirkungsmodells näher eingegangen.

Im Bereich der empirischen IR-Forschung wurden solche Arbeiten in die Literatursichtung einbezogen, die den in *Tabelle 3.1* aufgelisteten Kriterien entsprechen. Die wichtigsten Selektionskriterien werden nachfolgend kurz begründet.

Eingrenzungskriterium	Für Einbeziehung in Arbeit erforderliche Ausprägung
Sprache	Englisch und Deutsch
Region	Keine Eingrenzung
Inhalt	a) Determinanten der wahrgenommenen IR-Qualität b) Wirkungen der wahrgenommenen IR-Qualität
Zielgruppe	a) Institutionelle Investoren b) Analysten c) Privatanleger
Sektor / Branche	Keine Eingrenzung
Forschungsmethodik	Empirische Arbeiten
Veröffentlichungszeitpunkt	1970-2004
Verfügbarkeit	Alle öffentlich zugänglichen Arbeiten

Tabelle 3.1: Selektionskriterien für die Literatursichtung

- *Inhaltliche Eingrenzung*

In die Literatursichtung wurden entsprechend der beiden Forschungsbereiche der Untersuchung zwei Gruppen von Studien einbezogen: Die erste Gruppe umfasst Arbeiten, die die *Anforderungen* der Kapitalmarktteilnehmer und damit die *IR-Qualitätsdeterminanten* analysieren. Anforderungen und Qualitätsdeterminanten werden hier gleichgesetzt, da die Leistungsempfänger – hier die Kapitalmarktteilnehmer – ihre Qualitätseinschätzung davon abhängig machen, inwieweit ihre Anforderungen erfüllt wurden. Diese Anforderungen können sowohl auf die zu liefernden Informationen hinsichtlich Art und Qualität (im Weiteren als Informationsqualität bezeichnet) wie auch auf den Prozess der Bereitstellung (als Interaktionsqualität bezeichnet) bezogen sein.

Die zweite Gruppe besteht aus Studien, die sich mit der *Wirkung* der IR-Qualität auseinandersetzen. Hierbei wurden solche Studien einbezogen, die sich mit der Qualität der Kommunikation bzw. Informationsversorgung *insgesamt* und der daraus resultierenden Zielerreichung beschäftigen. Sog. „Value-Relevance Studies“ – Arbeiten, die mittels Erhebung von Kapitalmarktdaten die Relevanz *einzelner* Rechnungslegungsinformationen zu ermitteln versuchen – wurden nicht in die Literatursichtung einbezogen, da der Fokus der Arbeit auf der Gesamtheit der Qualität der Kapitalmarktkommunikation und deren Wirkung auf den Kapitalmarkt liegt und nicht auf der Ermittlung der Kapitalmarktrelevanz einzelner Berichtsbestandteile (in der Literatur meist als „Information Items“ bezeichnet). Für eine Übersicht über diese sog. „Value-Relevance Literatur“ sei auf die Arbeiten von Holthausen/Watts und Barth et al. verwiesen (vgl. Holthausen/Watts, 2001; Barth et al., 2001a). Aufgrund des Anspruchs der Arbeit, die Wirkung der IR-Aktivitäten insgesamt zu erfassen und nicht nur den Zusammenhang zu einem bestimmten IR-Ziel (z.B. der Volatilitätssenkung), ist ein vollständiger Literaturüberblick für diesen Bereich nicht möglich. Der Bestand an theoretisch-konzeptioneller und empirischer Literatur zum Forschungsbereich, der die Untersuchung der Wirkung der Berichterstattung auf einzelne ökonomische und vor-ökonomische Ziele zum Gegenstand hat, ist zu umfangreich. Daher werden die wegweisenden Studien zu einzelnen Teilbereichen dieser Forschungsrichtung, die für die Fragestellung relevant sind, in Abschnitt 6 zur Ableitung der Hypothesen verwendet. In Abschnitt 3.2.2.2 werden vielmehr diejenigen grundlegenden Arbeiten vorgestellt, die die Wirkung der IR-Qualität auf die Kapitalkosten und den Wert des Unternehmens untersuchen. Aus den in Abschnitt 2.4 genannten Gründen wird auf diese Ziele (Senkung der Kapitalkosten und Steigerung des Unternehmenswertes) im Rahmen der Wirkungsanalyse nicht näher eingegangen.

- *Zielgruppenspezifische Eingrenzung*

Die vorliegende Untersuchung geht auf die Bedürfnisse von Analysten, institutionellen Investoren und Privatanlegern ein. Daher werden Studien berücksichtigt, die sich den Anforderungen dieser drei IR-Zielgruppen widmen.

- *Verfügbarkeitsbezogene Eingrenzung*

Einbezogen werden Beiträge, die frei zugänglichen Quellen entnommen werden können. Genutzt wird für Bücher, Konferenzbeiträge und Herausgeberwerke der Bibliotheksbestand in Deutschland, für periodisch erscheinende Zeitschriftenartikel elektronische Zeitschriftendatenbanken (z.B. EBSCO und GENIOS).

3.2.2 Darstellung ausgewählter empirischer Arbeiten und Positionierung der eigenen Arbeit

Wie bereits dargestellt, werden Arbeiten aus zwei empirischen IR-Forschungsrichtungen in die Literatursichtung einbezogen:

- Empirische Studien zu den *Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer* (Determinanten der IR-Qualität)
- Empirische Arbeiten zu den *Zielwirkungen der IR-Qualität*.

Den strukturellen Zusammenhang zeigt *Abbildung 3.1*:

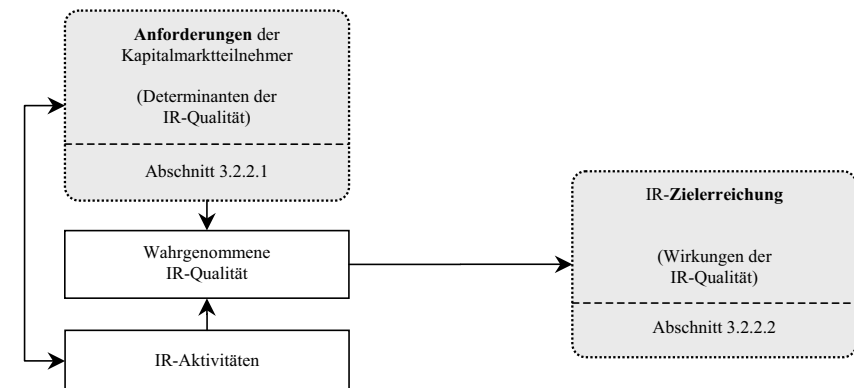


Abbildung 3.1: Zusammenhang zwischen den in die Literatursichtung einbezogenen Studien

3.2.2.1 Empirische Arbeiten zu den Determinanten der Investor Relations-Qualität

Kapitalmarktteilnehmer haben sowohl Anforderungen an die bereitgestellten Informationen hinsichtlich Art (Bedarf an bestimmten Information Items) und Qualität wie auch an den Prozess der Bereitstellung, die Interaktion. Die qualitativen Anforderungen an die bereitgestellten Informationen, die hinsichtlich des Bereichs „inhaltliche Qualitäts-

determinanten“ im Zentrum dieser Arbeit stehen, sind aus den verschiedenen Rahmenkonzepten (Frameworks) der Rechnungslegungssysteme als sog. „Qualitative Characteristics“ bekannt, wobei, wie die Literatursichtung ergab, eine empirische Überprüfung der Relevanz einzelner dieser geforderten Charakteristika bislang nicht erfolgt ist. Diese Lücke wird mit der vorliegenden Arbeit geschlossen.

Den Ergebnissen der Literatursichtung zufolge war und ist der Bedarf an einzelnen Information Items Gegenstand intensiver empirischer Überprüfung und wird folglich in der vorliegenden Arbeit nur rudimentär untersucht (als Determinanten der Relevanz der bereitgestellten Informationen, die ihrerseits eines der qualitativen Charakteristika der Rahmenkonzepte der Rechnungslegungssysteme darstellen; vgl. hierzu die Abschnitte 5.4.2 sowie 8.4.1.1). Für eine detaillierte Darstellung der Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer an bestimmte Information Items wird auf die in *Tabelle 3.2* dargestellten Studien verwiesen. Des Weiteren finden sich in *Tabelle 3.3* einige Studien des Prüfungs- und Beratungsunternehmens PriceWaterhouseCoopers (PWC), die sich der Erhebung der Anforderungen von Kapitalmarktteilnehmern an die IR-Arbeit von Unternehmen widmen. Trotz der ausgeprägten Praxisorientierung dieser Studien werden sie aufgrund ihrer Aktualität, ihrer internationalen Ausrichtung sowie ihres Branchenbezugs einbezogen. Exemplarisch für diesen die informationsbezogenen Anforderungen betreffenden Forschungsbereich werden nachfolgend die wichtigsten Ergebnisse der Studien von Dempsey/Gatti (1997) und von Beattie/Pratt (2002) vorgestellt.

Die Anforderungen an den Prozess der Bereitstellung wurden bisher kaum betrachtet. Es können lediglich drei Studien identifiziert werden, die sich – meist rudimentär – diesem Bereich widmen. Erläutert werden im Folgenden die Ergebnisse von Eccles/Mavrinac (1995).

Informationsanforderungen der Kapitalmarktteilnehmer

- *Studie von Dempsey/Gatti (1997)*

Dempsey/Gatti (1997) gehen in ihrer Arbeit, die auf den Informationsbedarf von Finanzanalysten in den USA bezogen ist, drei Forschungsfragen nach: Sie überprüfen, 1. in welchem Ausmaß strategische Leistungskennzahlen in Ergänzung zu den traditionellen finanziellen Kennzahlen von Analysten verwendet werden, 2. wie die Nutzung bestimmter Leistungskennzahlen von ihrem Vorhersagegehalt und ihrer Verfügbarkeit abhängt und 3. welche „information gaps“ bei verschiedenen Kennzahlen zwischen ihrem Vorhersagegehalt und ihrer externen Verfügbarkeit vorliegen. Für die Arbeit ist die erste Forschungsfrage von Interesse. Die befragten Analysten wurden aufgefordert, 63 Information Items entsprechend des Kriteriums „frequency of use“ zu beurteilen. Die am häufigsten verwendete Kennzahl ist mit Abstand das net income. Auch der cash flow als zweitwichtigste Kennzahl ist finanzieller Natur. Allerdings sind zwölf der wichtigsten 17

Kennzahlen nicht-finanziell. So sind insb. Messgrößen zum kompetitiven Umfeld und zu den Fähigkeiten des Managements relevant. Dempsey/Gatti kommen zu dem Ergebnis, dass Finanzanalysten, wie das Management der Unternehmen selbst auch, in großem Umfang nicht-finanzielle Kennzahlen als sog. „Leading Indicators“ nutzen, um den langfristigen finanziellen Erfolg des Unternehmens abschätzen zu können.

- *Studie von Beattie/Pratt (2002)*

Beattie/Pratt (2002) führten eine ähnliche Studie für Großbritannien durch. Befragt wurden professionelle Kapitalmarktteilnehmer (institutionelle Investoren sowie Banken als Fremdkapitalgeber), Privatanleger, Finanzierungsverantwortliche aus den Unternehmen („finance directors“) und Abschlussprüfer („audit partners“). Die Befragten wurden gebeten, 130 Information Items in elf Kategorien hinsichtlich ihrer Entscheidungsrelevanz zu beurteilen (Beattie/Pratt, 2002, S. ix). Die Ergebnisse zur Relevanz einzelner Informationskategorien fallen bei allen Gruppen ähnlich aus: Die höchste Relevanz wird finanziellen Kennzahlen beigemessen, gefolgt von Kennzahlen zu Zielen und Strategie sowie der Kategorie „management discussion and analysis“. Mit weitem Abstand auf den letzten Plätzen liegen die Kategorien „environmental“ und „social and community“. Trotz der weitgehenden Übereinstimmung bei der Relevanz verschiedener Kategorien von Information Items können zwischen den Zielgruppen Unterschiede festgestellt werden (vgl. zur Vertiefung der Gruppenvergleiche Beattie/Pratt, 2002, S. x und S. 47ff.). Überprüft wurde auch der Grad der Anforderungsgleichheit innerhalb der Zielgruppen: Am homogensten sind gemäß der Studienergebnisse die Anforderungen der Abschlussprüfer und der professionellen Nutzer. Die Gruppen der Finanzierungsverantwortlichen und der Privatanleger sind heterogener und haben daher Anforderungen, die sich stärker unterscheiden (vgl. hierzu die Ausführungen zur Stabilisierungsfunktion von Privatanlegern in Abschnitt 2.3.1).

Prozessanforderungen der Kapitalmarktteilnehmer

- *Studie von Eccles/Mavrinac (1995)*

Eccles/Mavrinac (1995) kommen in ihrer Studie, in die Analysten, institutionelle Investoren und Unternehmensvertreter einbezogen wurden, zu dem Ergebnis, dass vorzugsweise Verbesserungen des Prozesses der Kapitalmarktkommunikation die Effizienz der Kapitalmärkte erhöhen könnten, da der Kommunikationsprozess nicht optimal verläuft: „Our analysis [...] suggests that firms processes and systems for managing their communications with investors are limited at best. We speculate that improvements could yield substantial value and offer an alternative to structural reform“ (vgl. Eccles/Mavrinac, 1995, S. 20).

Die Autoren der Studie schließen mit fünf Empfehlungen, wie die Kapitalmarktkommunikation verbessert werden kann. Hierbei fordern sie u.a. die höhere organisatorische Einbindung und eine größere Entscheidungsfreiheit der IR-Mitarbeiter. Fer-

Autoren, Jahr	Info	Prozess	N	Region	Branche	Methodik
Buzby, 1974	•••	○	131 (A)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Chandra, 1974	•	○	180 (A) 318 (Acc)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen Gruppenvergleiche
Lee/Tweedie, 1975	••••	○	374 (P)	UK	übergreifend	deskriptive Analysen
Stanga, 1976	•••	○	275 (A)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Belkaoui et al., 1977	•	○	320 (A)	USA Kanada Europa	übergreifend	deskriptive Analysen Gruppenvergleiche
Firth, 1978	••••	○	46 (A) 115 (Acc) 51 (B) 90 (E)	UK	übergreifend	deskriptive Analysen Gruppenvergleiche
Chang/Most, 1981	••	○	261 (A) 312 (I) 934 (P)	USA UK Neuseeland	übergreifend	deskriptive Analysen Gruppenvergleiche
Frishkoff et al., 1984	••	○	12 (A)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Arnold et al., 1984	•	○	304 (A)	USA UK	übergreifend	deskriptive Analysen Gruppenvergleiche
Moizer/Arnold, 1984	••	○	110 (A) 92 (I)	UK	übergreifend	deskriptive Analysen Gruppenvergleiche
Gibson, 1985	••••	○	52 (A)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Chang et al., 1983	••	○	900 (A) 900 (I) 4000 (P)	USA UK Neuseeland	übergreifend	deskriptive Analysen Gruppenvergleiche
Epstein/Pava, 1993	••	○	246 (P)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Eccles/Mavrinac, 1995	•	••	k.A.	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Matsumoto et al., 1995	••••	○	220 (A)	USA	Manufacturer Retailer	deskriptive Analysen
Anderson/Epstein, 1995	•	○	436 (P)	Australien	übergreifend	deskriptive Analysen
Ernst&Young, 1997	••	○	275 (I)	k.A.	Computer Pharma Food	deskriptive Analysen Regressionsanalysen
Bartlett/Chandler, 1997	•	○	76 (P)	UK	übergreifend	deskriptive Analysen
Dempsey/Gatti, 1997	••••	○	420 (A)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen Clusteranalysen Regressionsanalysen
Epstein/Palepu, 1999	•	○	120 (A)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Schulz, 1999	•	•	39 (A) 31 (I)	D	übergreifend	deskriptive Analysen Korrelationsanalysen Faktorenanalysen
Association for Investment Management and Research (AIMR), 2000	••	○	93 (A) 42 (C) 211 (I)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Beattie/Pratt, 2002	••••	○	61 (Acc) 83 (E) 159 (LB) 235 (P)	UK	übergreifend	deskriptive Analysen
Wichels, 2002	•••	•	68 (A)	USA Europa	übergreifend	deskriptive Analysen Gruppenvergleiche
Association for Investment Management and Research (AIMR), 2003	•••	○	726 (A) 3 (C) 709 (I) 384 (Oth)	Global	übergreifend	deskriptive Analysen
Legende:						
A → Analyst	○	→ nicht behandelt		Info → informationsbezogene		
Acc → Accountant	•	→ rudimentär behandelt		Anforderungen		
B → Bank Loan Officers	••	→ behandelt		Prozess → prozessbezogene		
C → Combined Investor/Analyst	•••	→ umfangreich behandelt		Anforderungen		
E → Corporate Executives	••••	→ sehr umfangreich behandelt		N → Stichprobenumfang		
I → Institutional Investors						
P → Private Investors						

Tabelle 3.2: Wissenschaftliche empirische Studien zu IR-Anforderungen von Kapitalmarktteilnehmern

ner sehen sie die Notwendigkeit den Zugang zum Management des Unternehmens zu verbessern. Abschließend wird eine systematische Überprüfung der Anforderungen, Meinungen und Vorlieben der Kapitalmarktteilnehmer gefordert. Hervorzuheben ist ihre Schlussfolgerung, dass Kapitalmarkt-kommunikation nicht nur Informationsaustausch ist, sondern in gleichem Maße auch Interaktion (Eccles/Mavrinac, 1995, S. 22).

Tabelle 3.2 können die relevanten empirischen Studien zu den Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer an die IR-Arbeit von Unternehmen entnommen werden. Beurteilt wird hierbei, inwieweit informationsbezogene (Spalte „Info“) und prozessbezogene (Spalte „Prozess“) Anforderungen abgefragt wurden. Weiterhin werden die Studien hinsichtlich ihres Stichprobenumfangs (Spalte „N“), ihrer regionalen Ausrichtung (Spalte „Region“), ihres Branchenbezugs (Spalte „Branche“) sowie ihrer Auswertungsmethodik (Spalte „Methodik“) einander gegenübergestellt. In *Tabelle 3.3* findet sich eine Analyse der von PriceWaterhouseCoopers (PWC) veröffentlichten, eher praxisorientierten Studien zu den IR-Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer. Die Systematik ist der in *Tabelle 3.2* angeleglichen.

Autoren, Jahr	Info	Prozess	N	Region	Branche	Methodik
Coleman/Eccles, 1997	•	○	107 (A) 102 (I)	UK	übergreifend	deskriptive Analysen
Eccles et al., 1998	••	○	108 (E)	UK	übergreifend	deskriptive Analysen
Eccles/Kahn, 1998	•	○	31 (A) 50 (I)	USA	übergreifend	deskriptive Analysen
Eccles/Weibel, 1998	•	•	31 (A) 51 (I)	Schweiz	übergreifend	deskriptive Analysen
Eccles/Fletcher, 2000	•	○	39 (A) 39 (E) 51 (I)	USA Kanada Australien Europa	Banks	deskriptive Analysen
Thorbecke et al., 2000	•	•	51 (A) 160 (E) 28 (I)	k.A.	Technology	deskriptive Analysen
Eccles/Nelligan, 2000	•	○	36 (A) 26 (E) 51 (I)	USA Kanada Australien Europa	Insurance	deskriptive Analysen
Bertolini, 2001	••	○	50 (A) 20 (E) 50 (I)	USA Europa	Pharma	deskriptive Analysen
McMartin, 2001	•	○	74 (A) 98 (I)	USA Europa Asia/Pacific	Retail & Consumer Goods	deskriptive Analysen
Kaiser/Frings, 2002	••	○	30 (A) 28 (E) 52 (I)	USA Europa	Chemicals	deskriptive Analysen
Gazes et al., 2002	••	○	28 (A) 37 (E) 48 (I)	USA Süd-Amerika Europa Asia/Pacific	übergreifend	deskriptive Analysen
Legende:						
A → Analyst	○	→ nicht behandelt		Info → informationsbezogene		
E → Corporate Executives	•	→ rudimentär behandelt		Anforderungen		
I → Institutional Investors	••	→ behandelt		Prozess → prozessbezogene		
	•••	→ umfangreich behandelt		Anforderungen		
	••••	→ sehr umfangreich behandelt		N → Stichprobenumfang		

Tabelle 3.3: Praktikerorientierte empirische Studien von PWC zu IR-Anforderungen von Kapitalmarktteilnehmern

3.2.2.2 Empirische Arbeiten zur Wirkung der Investor Relations-Qualität

Die zweite Gruppe empirischer Arbeiten analysiert die Wirkung der IR-Qualität. Diese Studien versuchen mit Hilfe einer Kennzahl, die für die Qualität der Berichterstattung steht, als unabhängige Variable durch Anwendung eines multiplen Regressionsansatzes herauszufinden, ob und in welchem Ausmaß die Informationspolitik neben anderen Einflussgrößen Auswirkungen auf IR-Ziele, wie die Senkung der Eigenkapitalkosten oder auch die Erhöhung der Liquidität als abhängige Variablen, hat. Aus den in Abschnitt 3.2.1 genannten Gründen werden nur Studien vorgestellt, die als abhängige Variablen die Kapitalkosten und den Unternehmenswert berücksichtigen. Interessant sind dabei die richtungweisenden Arbeiten von Botosan (1997) und Healy et al. (1999).

- *Studie von Botosan (1997)*

Botosan (1997) analysiert in ihrer Studie den Zusammenhang zwischen der Reporting-Qualität (bzw. IR-Qualität) und den Eigenkapitalkosten. Sie formuliert zwei Arbeitshypothesen:

H₁: Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen den Eigenkapitalkosten und der Reporting-Qualität.

H₂: Der Zusammenhang zwischen Eigenkapitalkosten und Reporting-Qualität ist für Unternehmen, die von vielen Analysten beobachtet werden, geringer.

Zur theoretischen Fundierung der von ihr aufgestellten Hypothesen bezieht sich Botosan auf Studien, die den Zusammenhang zwischen Reporting-Qualität und Liquidität einer Aktie untersuchen, und auf Arbeiten, die den Fokus auf den Zusammenhang zwischen Reporting-Qualität und Schätzrisiko als Risikobestandteil eines Wertpapiers legen (vgl. Botosan, 1997, S. 324; Botosan/Plumlee, 2002, S. 23; für eine ausführlichere Darstellung vgl. z.B. Pietzsch, 2004, S. 95ff.).

Arbeiten der ersten Gruppe zeigen, dass eine hohe Reporting-Qualität dafür geeignet ist, die Liquidität der Aktie zu steigern und so die Transaktionskosten zu senken, was wiederum zu einer Reduktion der Eigenkapitalkosten führt (vgl. die Ausführungen im Rahmen der Hypothesenerarbeitung in Abschnitt 6.2.1).

Auch Arbeiten der zweiten Gruppe stellen eine Verbindung zwischen der Reporting-Qualität und den Eigenkapitalkosten her. Es wird argumentiert, dass die Kosten des Eigenkapitals nicht nur wie im Capital Asset Pricing Model (CAPM) vom risikofreien Zins und einer Marktisikoprämie für das systematische Risiko abhängen, sondern auch eine Prämie für das Schätzrisiko (auch Estimation Risk, Information Risk Premium oder Information Asymmetry Component of the Cost of Capital genannt; vgl. z.B. Ver-

recchia, 2001, S. 164f.) beinhalten, wodurch die Markt-Betas von Wertpapieren, über die nur geringe Informationen verfügbar sind (sog. „low information securities“) systematisch unterschätzt werden (vgl. Botosan, 1997, S. 325). Diesen Arbeiten zufolge steigt das Risiko, die Rendite oder andere Parameter eines Wertpapiers falsch einzuschätzen, tendenziell mit einer schlechter werdenden Informationsversorgung. Für den Teil dieses Schätzrisikos, der nicht über den Kapitalmarkt diversifiziert werden kann, fordern die Investoren eine Risikoprämie, wodurch in der Folge die Eigenkapitalkosten steigen (vgl. Ewert/Wagenhofer, 2000, S. 38f.; darüber, ob dieses Schätzrisiko überhaupt diversifizierbar ist, besteht bis heute keine Einigkeit in der Literatur; vgl. zu dieser Frage sowie zu dem gesamten Argumentationsstrang z.B. Barry/Brown, 1985; Barry/Brown, 1986; Coles/Loewenstein, 1988; Coles/Loewenstein, 1995; Merton, 1987; Clarkson et al., 1996; Elliott/Jacobson, 1994).

In ihrer Arbeit verwendet Botosan neben der Schätzgröße DSCORE für die Reporting-Qualität die Unternehmensgröße und das Markt-Beta als Regressoren für die Eigenkapitalkosten. Im Gegensatz zu den meisten anderen Studien, die den Zusammenhang zwischen der Reporting-Qualität (bzw. der IR-Qualität) und bestimmten ökonomischen IR-Zielen untersuchen, bedient sich Botosan im Rahmen der Operationalisierung der Reporting-Qualität nicht der von der Association for Investment Management and Research (AIMR) veröffentlichten Qualitätseinschätzungen (vgl. hierzu die Ausführungen später in diesem Abschnitt), sondern verwendet eine selbst konstruierte Schätzgröße. Diese bezieht sich ausschließlich auf die Qualität der von den analysierten Unternehmen veröffentlichten Geschäftsberichte. Botosan rechtfertigt die Nutzung des Geschäftsberichts als alleinige Grundlage für ihre Einschätzung mit der in der Vergangenheit bereits empirisch nachgewiesenen hohen positiven Korrelation zwischen der Qualität des Geschäftsberichts und der Qualität des gesamten Reportings eines Unternehmens (vgl. z.B. Lang/Lundholm, 1993). Trotz dieser eher kritischen Annahme (vgl. hierzu auch die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Arbeit) wird im Folgenden davon ausgegangen, dass die von Botosan vorgelegten Ergebnisse dazu geeignet sind, das Potenzial einer hohen IR-Qualität zur Senkung der Eigenkapitalkosten aufzuzeigen.

Basierend auf Empfehlungen vom American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), der SRI International sowie dem Canadian Institute of Chartered Accountants bezieht Botosan die folgenden fünf Kategorien in die Berechnung ihrer Schätzgröße für die Reporting-Qualität (DSCORE) ein: 1. background information, 2. ten- or five-year summary of historical results, 3. key non-financial statistics, 4. projected information und 5. management discussion and analysis (eine genaue Aufstellung kann Botosan, 1997, S. 332f. entnommen werden).

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung weisen auf den in der ersten Arbeitshypothese unterstellten negativen Zusammenhang zwischen Reporting-Qualität (bzw. IR-

Qualität) und Kapitalkosten hin. Einen statistisch signifikanten Zusammenhang konnte Botosan für die untersuchte Branche (Maschinenbau, SIC 3312-3599 ohne 3571-3579) jedoch nur für Unternehmen mit einem geringen „Analyst Following“ beobachten. Für Unternehmen, die bereits intensiv von Analysten beobachtet werden, konnte Botosan keinen statistisch signifikanten Zusammenhang feststellen. Dies wiederum bestätigt die zweite Arbeitshypothese.

• *Studie von Healy et al. (1999)*

Healy et al. (1999) analysieren in ihrer Längsschnittstudie zum einen den Zusammenhang zwischen IR-Qualität und Unternehmenswert („Stock Returns“) und zum anderen zwischen IR-Qualität und Kapitalmarktintermediation („Institutional Ownership“, „Analyst Following“, „Stock Liquidity“). Ihrer Arbeit legen sie die Vorhersagen verschiedener „Disclosure Models“ zugrunde. Für die Analyse der Auswirkungen auf den Unternehmenswert beziehen sie sich auf Arbeiten von Verrecchia, 1983; Verrecchia, 1990; Healy/Palepu, 1993 und Skinner, 1994. Die Untersuchung der Kapitalmarktintermediation basiert auf Hypothesen von Barry/Brown, 1985; Merton, 1987; Diamond/Verrecchia, 1991 sowie Kim/Verrecchia, 1994. Unter allen Studien, die sich auf die Wirkung der IR-Qualität beziehen, weist diese die größten Parallelen zur vorliegenden Arbeit auf.

Als Proxy für die Qualität der Informationspolitik nutzen Healy et al. vom Corporate Information Committee (CIC) des AIMR jährlich publizierte Disclosure-Ratings (die mit der Nutzung solcher Ratings potenziell verbundenen Probleme werden von Healy et al. in einem separaten Kapitel diskutiert). Hierbei werden Unternehmen von sog. „Sub-Committees“ des CIC eingestuft. Diese setzen sich aus Analysten zusammen, die auf die jeweilige Industrie spezialisiert sind. Das CIC gibt zur Wahrung der Einheitlichkeit der Einstufungen zwischen den verschiedenen Sub-Committees eine Liste von zu beurteilenden Faktoren bzw. Teilbereichen vor (die Checkliste kann Healy et al., 1999, S. 513ff. entnommen werden), anhand derer dann die verschiedenen Sub-Committees ihre Beurteilung vornehmen. Im Zentrum der Beurteilung stehen die Segmentberichterstattung, die Erläuterungen zur operativen und finanziellen Leistung des Unternehmens sowie die vorausschauenden Angaben im Geschäftsbericht und in Quartalsberichten. Ferner werden Zusatzangaben in Factbooks sowie die IR-Aktivitäten des Unternehmens beurteilt und in die Bewertung einbezogen. Aus dieser Aufzählung geht hervor, dass Healy et al. und demzufolge auch das CIC des AIMR ein recht enges Verständnis von IR-Arbeit haben. Zwar wird in der Studie keine entsprechende Definition vorgenommen, die oben stehende Abgrenzung zu anderen Informationsbereichen (die gemäß der Definition zu IR-Arbeit der vorliegenden Arbeit Teilbereiche der IR-Aktivitäten sind) zeigt dies jedoch deutlich. Fände das Verständnis von IR-Arbeit der vorliegenden Arbeit Anwendung, würden alle genannten einstufigsrelevanten Teilbereiche Bestandteile der IR-Arbeit sein. Dies wiederum bedeutet, dass die von Healy et al. beurteilte Qualität der Informationspolitik nichts anderes als eine Beurteilung der IR-Qualität darstellt.

Wie bereits angedeutet, verfolgen Healy et al. mit ihrer Arbeit zwei Ziele: Sie beabsichtigen den Zusammenhang zu bestimmen zwischen

- der Qualität der Informationspolitik und der Unternehmensbewertung sowie
- der Qualität der Informationspolitik und der Kapitalmarktintermediation.

Die Analyse zeigt auch bei Einbeziehung verschiedener Kontrollgrößen eine positive Wirkung der IR-Qualität auf die Kursentwicklung, den Anteil institutioneller Investoren, die Liquidität der Wertpapiere sowie die Intensität der Analystenbeobachtung (diese Wirkungen wurden mit Hilfe separater multivariater Regressionen ermittelt und nicht durch Anwendung eines alle Effekte integriert berücksichtigenden Strukturgleichungsmodells wie in der vorliegenden Arbeit). Nicht gezeigt werden konnte im Rahmen der multivariaten Analyse (im Gegensatz zur ebenfalls durchgeführten univariaten) der unterstellte negative Zusammenhang zwischen IR-Qualität und Streuung der Analystenschätzungen. Damit liefert die Studie von Healy et al. empirische Hinweise für die Theorien, die eine starke Wirkung der Informationspolitik auf den Kapitalmarkt prognostizieren.

3.3 Ableitung der Forschungsfragen und des Forschungsmodells

Bislang ist der Frage nach den Determinanten und Wirkungen der IR-Qualität und dem damit verbundenen Konstrukt „IR-Zufriedenheit“ im wissenschaftlichen Bereich sehr wenig Aufmerksamkeit geschenkt worden. Eine wissenschaftlich fundierte und vor allem umfassende Überprüfung hat bislang nicht stattgefunden. Hier schließt die Untersuchung eine Forschungslücke.

Um diesem Anspruch gerecht zu werden, bedarf es der Beantwortung der folgenden drei spezifizierten Forschungsfragen.

• *Ableitung der Forschungsfrage 1*

In einem ersten Schritt werden die aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer relevanten IR-Qualitätsdeterminanten ermittelt. Dabei ist zu klären, welche vom Unternehmen beeinflussbaren Faktoren auf die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich der IR-Arbeit wirken. Unterschieden wird hierbei (wie bereits im Rahmen der Literatursichtung geschehen) zwischen Einflussfaktoren, die die (wahrgenommene) Qualität der bereitgestellten Informationen bestimmen und solchen Determinanten, die auf die (wahrgenommene) Interaktionsqualität wirken. Daraus ergeben sich zwei Forschungsfragen, die sich auf die Identifikation der relevanten IR-Gestaltungsvariablen beziehen:

Fl.1: Welches sind die wesentlichen Determinanten, die auf die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich der vom Unternehmen bereitgestellten Informationen wirken (Determinanten der wahrgenommenen Informationsqualität)?

Fr.2: Welches sind die wesentlichen Determinanten, die auf die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich des Interaktionsverhaltens der Unternehmen wirken (Determinanten der wahrgenommenen Interaktionsqualität)?

• *Ableitung der Forschungsfrage 2*

Eine hohe IR-Qualität ist für sich noch kein erstrebenswertes Ziel. Vielmehr setzt dies voraus, dass eine Steigerung der IR-Qualität auch der Erreichung anderer, noch genauer zu spezifizierender IR-Ziele dient. Hinsichtlich dieser IR-Ziele wird analog der Vorgehensweise in Abschnitt 2.4 zwischen vor-ökonomischen auf der einen und ökonomischen Zielen auf der anderen Seite unterschieden. Während eine ganze Reihe ökonomischer IR-Ziele in die Untersuchung der Arbeit einbezogen wird, stellt die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit der IR-Arbeit das einzige untersuchte vor-ökonomische IR-Ziel dar. Hieraus lassen sich die beiden folgenden, auf die IR-Erfolgsvariablen bezogenen Forschungsfragen ableiten:

F2.1: Wie wirkt die wahrgenommene IR-Qualität auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten?

F2.2: Wie wirkt die wahrgenommene IR-Qualität auf verschiedene ökonomische, kapitalmarktorientierte IR-Ziele?

• *Ableitung der Forschungsfrage 3*

Die Kapitalmarktteilnehmer stellen keine in sich homogene Gruppe dar. Sie setzen sich aus Akteuren zusammen, die durch einen unterschiedlichen Professionalitätsgrad und differierende Zielsetzungen gekennzeichnet sind. Daher werden die Auswertungen der empirischen Daten zum einen für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer durchgeführt und zum anderen nur für Analysten als eine spezifische Gruppe der Kapitalmarktteilnehmer (eine Begründung für die gesonderte Überprüfung gerade dieser Zielgruppe wird in den Abschnitten 7.1.4 und 8.1 gegeben). Eine derart differenzierte Analyse ist jedoch nur im Bereich der Qualitätsdeterminanten (Forschungsfragen Fr.1 und Fr.2) und für das vor-ökonomische IR-Ziel „IR-Zufriedenheit“ sinnvoll. In Bezug auf die ökonomischen, kapitalmarktorientierten IR-Ziele hingegen kann nur eine alle Zielgruppen umfassende Auswertung erfolgen, da die auf dem Kapitalmarkt beobachtbaren Gesamteffekte nicht danach unterschieden werden können, von wem sie verursacht wurden. Hierzu kann folgende Forschungsfrage formuliert werden:

F3: Inwieweit unterscheiden sich Analysten von der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer?

In *Abbildung 3.2* sind die einzelnen Forschungsfragen und deren Zusammenhänge noch einmal dargestellt.

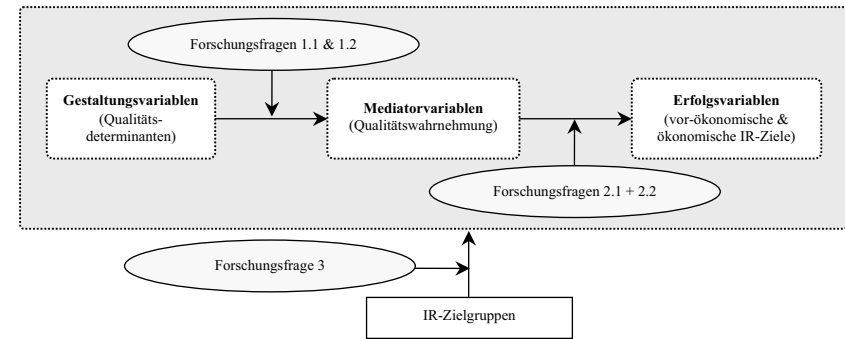


Abbildung 3.2: Forschungsmodell mit Forschungsfragen

3.4 Vorgehen zur Beantwortung der Forschungsfragen

Zur Beantwortung der Forschungsfragen wird, wie in *Abbildung 3.3* dargestellt, mehrstufig vorgegangen. In einem ersten Schritt werden IR-Qualitätsdeterminanten – also die IR-Gestaltungsvariablen – identifiziert (Ableitung eines IR-Qualitätsmodells; vgl. Abschnitt 5). Einbezogen werden dafür sowohl konzeptionell-theoretische Beiträge wie auch empirische Studien. Insb. Studien aus dem Bereich der Kundenzufriedenheits- und

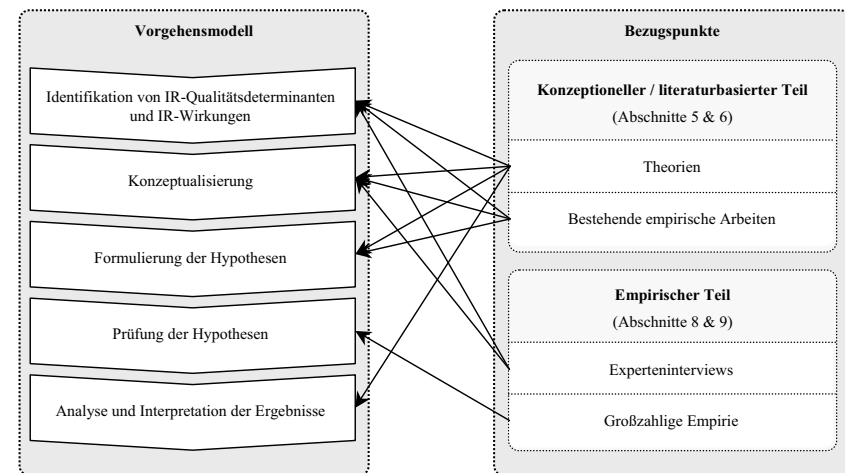


Abbildung 3.3: Vorgehensmodell und Bezugspunkte zur Beantwortung der Forschungsfragen

Kundenbindungsforschung liefern hier wertvolle Ansätze. Diese Einbeziehung benachbarter Forschungsbereiche erscheint fruchtbar, da die IR-Forschung bislang kaum auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer eingegangen ist (vgl. hierzu die Ausführungen in den Abschnitten 3.2.2 und 6.1) und daher kaum Ansatzpunkte für die hier interessierenden Fragestellungen bietet. Weiterhin werden in diesem Teil mögliche Wirkungen der IR-Qualität – also die in *Abbildung 3.2* als Erfolgsvariablen bezeichneten vor-ökonomischen und ökonomischen IR-Ziele – erarbeitet (Ableitung eines IR-Wirkungsmodells; vgl. Abschnitt 6). Die aus der Zusammenführung der Studien gewonnenen Erkenntnisse werden in einem weiteren Schritt mit Hilfe von Expertengesprächen empirisch überprüft. Auf dieser Basis werden auf die Beantwortung der Forschungsfragen ausgerichtete Hypothesen abgeleitet, die mittels einer großzahligen empirischen Erhebung getestet werden. Abschließend werden die Ergebnisse der empirischen Überprüfung analysiert und mit Blick auf die formulierten Forschungsfragen interpretiert.

4. Theoretische Einbindung – Erklärungsansätze zur Existenz von Investor Relations-Aktivitäten

Bislang wurde ohne Erläuterung von folgendem Zustand ausgegangen: eine Welt mit Intermediären und ungleich verteilten Informationen zwischen Unternehmen und Kapitalmarktteilnehmern, auch innerhalb der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer, die eine kostenintensive Informationsversorgung durch Unternehmen mit dem Ziel der zumindest partiellen Behebung dieser unterschiedlichen Informationsstände sinnvoll erscheinen lässt (vgl. zu möglichen Ebenen von Informationsasymmetrien Abschnitt 2.4.1.2). Damit sich eine solche Konstellation herausbilden kann, bedarf es gewisser Eigenschaften, die vollkommene Märkte in der neoklassischen Theoriewelt nicht aufweisen. Vollkommene Märkte sind vor allem durch fehlende Transaktionskosten und vollständige Information aller Marktteilnehmer gekennzeichnet (vgl. Perridon/Steiner, 1999, S. 512). In einer solchen Welt haben IR-Aktivitäten im Sinne einer aktiven Informationsversorgung des Kapitalmarkts, Finanzintermediäre und Finanzanalysten keine Existenzberechtigung.

Daher bedarf es eines Theoriengerüsts (vgl. *Tabelle 4.1*), das in der Lage ist, die real beobachtbaren Phänomene, hauptsächlich die für diese Arbeit interessanten IR-Aktivitäten von Unternehmen, zu erklären. Die im Folgenden in ihren Grundzügen erläuterten und anschließend auf den Kontext bezogenen Theorien sind dafür geeignet. Bei der Darstellung der Grundlagen wird nicht das Ziel verfolgt, diese Theorien vollständig zu beschreiben. Vielmehr werden nur die für den jeweiligen Anwendungsbezug erforderlichen Aspekte erläutert.

Folgende Theorien/Ansätze werden berücksichtigt: Der *Property Rights (PR)-Ansatz* kann zur Erklärung der Rechteverteilung in Publikumsgesellschaften und dem sich daraus ergebenden Verhalten von Managern herangezogen werden (vgl. Abschnitt 4.1). Die *Principal Agent (PA)-Theorie* bietet Ansatzpunkte zur realistischen Beschreibung der Beziehung zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber unter Einbeziehung asymmetrischer Informationsverteilung und kann zur Ermittlung möglicher Koordinationsformen, die der Reduktion unterschiedlicher Informationsstände zwischen Vertragspartnern dienen, herangezogen werden (vgl. Abschnitt 4.2). Ob die Informationsversorgung der Kapitalmarktteilnehmer durch ein Unternehmen zweckmäßig ist und wie die bereitgestellten

Annahmen der neoklassischen Finanzierungstheorie	Beobachtbares Phänomen/ wesentliche Annahme	Erklärende Theorie / Konzept	Theorie erklärt...
Güter besitzen physische Eigenschaften	Güter besitzen auch rechtliche Eigenschaften	Abschnitt 4.1: Property Rights-Ansatz	...Rechteverteilung zwischen Managern und Aktionären und sich daraus ergebendes Verhalten der Manager.
Symmetrische Informationsverteilung	Asymmetrische Informationsverteilung und opportunistisches Handeln	Abschnitt 4.2: Principal Agent-Theorie	...die grundsätzliche Zielsetzung der IR-Arbeit.
Informationseffiziente Märkte	Eingeschränkte Informationseffizienz der Märkte	Abschnitt 4.3: Konzept der Informationseffizienz	...die Verarbeitung der durch IR-Mitarbeiter bereitgestellten Informationen im Kapitalmarkt.
Keine Transaktionskosten	Transaktionskosten liegen vor	Abschnitt 4.4: Transaktionskostentheorie	...den Umfang der durch IR-Mitarbeiter bereitzustellenden Informationen.
Rational handelnde Akteure (Homo Oeconomicus)	Irrational handelnde Akteure	Abschnitt 4.5: Behavioral Finance	...Irrationalitäten am Kapitalmarkt.

Tabelle 4.1: Theoriegebäude zur Erklärung von IR-Aktivitäten

Informationen am Kapitalmarkt aufgenommen bzw. verarbeitet werden, wird mit Hilfe des *Konzepts der Informationseffizienz von Kapitalmärkten* analysiert (vgl. Abschnitt 4.3). Die *Transaktionskostentheorie (TAK-Theorie)* als weiterer relevanter Theoriezweig bietet eine Grundlage für die Analyse der Auswirkungen der Informationsversorgung durch Unternehmen auf die mit dem Anteilskauf verbundenen Kosten für den Investor (vgl. Abschnitt 4.4). Die *Behavioral Finance*, eine vergleichsweise junge Forschungsdisziplin zwischen Ökonomie und Psychologie, kann irrationales Verhalten der Kapitalmarktakteure erklären (vgl. Abschnitt 4.5).

4.1 Property Rights-Ansatz

4.1.1 Grundlagen

Der PR-Ansatz zählt zu den Ansätzen der Neuen Institutionenökonomie, denen die Annahme zugrunde liegt, dass die neoklassische Theorie mit ihren äußerst weitreichenden und rigiden Annahmen nicht ausreicht, um reale Phänomene zu beschreiben (vgl. Williamson, 1975). Die Leistungsfähigkeit der neoklassischen Theorie wird durch ihre strengen Annahmen stark eingeschränkt (vgl. Perridon/Steiner, 1999, S. 512). Neben dem PR-Ansatz gehören die PA-Theorie sowie die TAK-Theorie zu den neuen institutionenökonomischen Ansätzen.

Der wesentliche Beitrag des PR-Ansatzes ist in der Erweiterung des Güterbegriffs zu sehen. Während in der neoklassischen Theorie ein Gut mit Hilfe seiner physischen Eigenschaften gekennzeichnet wurde – ein so verstandenes Gut wird auch als spezifisches Gut bezeichnet –, erweitert der PR-Ansatz diese Sichtweise durch Berücksichtigung der einem Gut zuzurechnenden rechtlichen Eigenschaften (vgl. Demsetz, 1967, S. 347). Dieses sich aus physischen und einem Bündel rechtlicher Eigenschaften zusammensetzende sog. effektive Gut kann wiederum zur Ableitung und Vorhersage der Allokation und Nutzung von Ressourcen verwendet werden (vgl. Furubotn/Pejovich, 1972, S. 1139).

Der PR-Ansatz basiert auf einem den neoklassischen homo oeconomicus erweiternden Menschenbild. Im Gegensatz zur Neoklassik strebt das Individuum gemäß des PR-Ansatzes nicht einzig nach Maximierung des Gewinns, sondern nach einer Maximierung seines individuellen Nutzens (vgl. Zimmer, 1995, S. 138; Furubotn/Pejovich, 1972). Hierbei stellt der Gewinn nur eine mögliche Nutzenkomponente und damit der Fall der Gewinnmaximierung eines Unternehmens einen Sonderfall als Ergebnis einer Situation dar, in der alle agierenden Individuen ausschließlich monetäre Ziele verfolgen (vgl. Schanz, 1983, S. 262). Das Ergebnis des Unternehmensgeschehens ist somit eine Folge des Verhaltens der einzelnen beteiligten Akteure (vgl. Kibed von, 2001, S. 13 und die Ausführung zum methodologischen Individualismus und dem Akteursbasierten Modell in Abschnitt 9.2.2.1).

Ein effektives Gut ist mit folgenden Einzelrechten ausgestattet, die auf verschiedene Personen oder Personengruppen verteilt sein können (vgl. Furubotn/Pejovich, 1972, Alchian/Demsetz, 1972, S. 783; Übersetzung nach Zimmer, 1995, S. 139):

- Das Recht auf Nutzung des Gutes (ius usus)
- Das Recht auf Veränderung der Form und der Substanz (ius abusus)
- Das Recht auf Nutzung der Erträge, die diesem Gut entspringen (ius usus fructus)
- Das Recht auf Übertragung des Gutes und aller daran geknüpften Rechte auf Dritte (ius successio)

Die zentrale These des PR-Ansatzes besagt, dass die Spezifikation sowie die Zuordnung dieser Einzelrechte auf die handelnden Akteure das ökonomische Ergebnis determinieren.

4.1.2 Anwendungsbezug

Im Folgenden wird erläutert, wie sich die Verteilung der genannten Einzelrechte im Fall der Publikumsgesellschaft (als Aktiengesellschaft im Streubesitz) darstellt und welche Auswirkungen auf das Verhalten der Manager und der Eigentümer hieraus zu erwarten sind.

Die verschiedenen Unternehmensformen sind durch eine spezifische Ausgestaltung des Rechtessystems gekennzeichnet. Zur Kennzeichnung des für eine Publikumsgesellschaft

typischen Rechtessystems wird von einer auf Kaulmann basierenden Strukturierung ausgegangen. Diese beruht auf der bereits dargestellten und von Furubotn/Pejovich und Alchian/Demsetz entwickelten Systematisierung. Lediglich die beiden ersten Rechte (ius usus und ius abusus) wurden zu einem zusammengefasst (vgl. Kaulmann, 1987, S. 31; ähnlich Schanz, 1983, S. 260):

- Koordinationsrecht (Planung, Organisation, Kontrolle)
- Aneignungsrecht des Gewinns/Verlustes
- Veräußerungsrecht

Diese Systematisierung kann zur Analyse des Verhaltens der verschiedenen Individuen bzw. Gruppen von Individuen genutzt werden. Für die Publikumsgesellschaft wird von den Eigentümern (den Aktionären) das Koordinationsrecht im Zuge der Delegation der Geschäftsführung auf das Management übertragen. Die beiden anderen Rechte verbleiben weiterhin bei den Eigentümern, allerdings mit Einschränkungen. So ist beispielsweise das Aneignungsrecht des Gewinns auf die Entgegennahme der jährlichen Dividende beschränkt. Die Höhe der Dividende kann nur begrenzt von den Eigentümern festgelegt werden. Auch das Veräußerungsrecht ist beschnitten, da der Aktionär seinen Anteil nicht zu jedem Kurs verkaufen kann (vgl. Schanz, 1983, S. 263).

Diese Rechtestruktur hat zweierlei Konsequenzen: Erstens ergibt sich hieraus für das Management die Möglichkeit der eigenen Nutzenmaximierung (vgl. Annahmen im Grundlagenteil) zu Lasten der Eigentümer (vgl. Williamson, 1963, sowie die Ausführungen in Abschnitt 4.2). Daher bedarf es neben marktlichen Kontrollmechanismen (vgl. für Beispiele zu diesen Zimmer, 1995, S. 145) auch einer Kontrolle des Managements durch die Eigentümer. Diese Kontrolle kann u.a. durch Nutzung der durch IR-Mitarbeiter bereitgestellten Informationen erfolgen. Im Rahmen der Beurteilung der Nutzbarkeit der bereitgestellten Informationen zur Kontrolle des Managements sollte jedoch beachtet werden, dass diese Informationen durch das zu kontrollierende Management selbst innerhalb der gesetzlichen Grenzen zu ihrem Vorteil gestaltet worden sein können. Zudem verfolgen auch die IR-Mitarbeiter ihrerseits eigene Ziele, die Auswirkungen auf die Informationsversorgung haben können. Daher kann nicht davon ausgegangen werden, dass stets eine objektive, den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Darstellung der Lage erfolgt. Hält man sich beispielsweise die mit einer Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände (z.B. ein Markenwert) verbundenen Probleme vor Augen, wird der Spielraum für das Management zur Verfolgung eigener Interessen deutlich. Zusätzlich ergibt sich aufgrund eines Trittbrettfahrerhaltens ein systematisches Kontrolldefizit: Die Kontrolle, die von einem einzelnen Individuum erbracht wird, kommt letztlich allen anderen Anteilseignern zugute, die damit einen Anreiz haben, ihre eigenen Kontrollaktivitäten einzuschränken oder gar gänzlich zu unterlassen (vgl. Zimmer, 1995, S. 145). Dieses Verhalten führt zu einer Ausweitung des Handlungsspielraums des Managements,

das diesen Spielraum zur Verfolgung eigener Ziele bzw. zur Maximierung des eigenen Nutzens nutzen kann.

Die Ausführungen verdeutlichen die Relevanz einer professionellen IR-Arbeit. Sie sollte die Anteilseigner darin bestärken ihre Kontrollfunktion auch tatsächlich wahrzunehmen. Erreicht werden kann dies insbesondere durch eine aus Sicht der Anteilseigner qualitativ hochwertige Informationsversorgung (vgl. dazu die Abschnitte 5 und 8).

4.2 Principal Agent-Theorie

4.2.1 Grundlagen

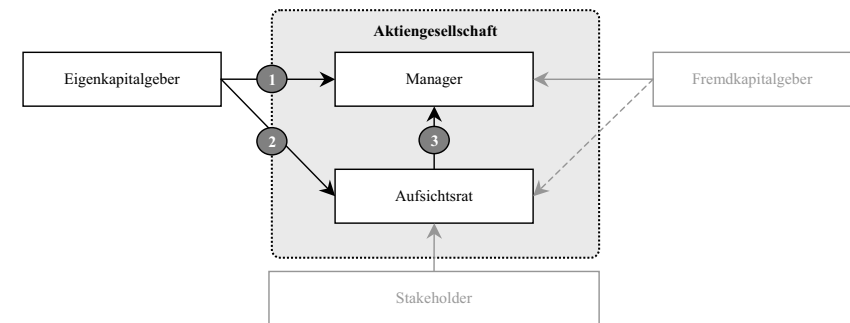
Geprägt und wesentlich weiterentwickelt wurde die PA-Theorie, die Bestandteil der Neuen Institutionenökonomie ist, von Alchian/Demsetz (1972) und Jensen/Meckling (1976), die heute als Hauptvertreter der eigentlichen PA-Theorie gelten (vgl. Alchian/Demsetz, 1972; Jensen/Meckling, 1976). Eine Agenturbeziehung kann definiert werden als „contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some services on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent“ (Jensen/Meckling, 1976, S. 308). Damit basiert die PA-Theorie auf einer aus dem PR-Ansatz bereits bekannten Verteilung der Verfügungs- und Handlungsrechte (vgl. Abschnitt 4.1). Diese Arbeitsteilung kann zu unterschiedlichen Informationsständen bei Prinzipal und Agent führen. Die Verbindung zu Aspekten der asymmetrischen Informationsverteilung lässt den starken Bezug der PA-Theorie zur Informationsökonomik erkennen, die gekennzeichnet wird als „the study of situations in which different economic agents have access to different information“ (Milgrom, 1981, S. 380). Eine asymmetrische Informationsverteilung wäre jedoch unschädlich und unerheblich, wenn man von der (unrealistischen) Annahme ausginge, die beteiligten (genauer: informierten) Individuen (Agenten) würden die Unkenntnis ihres Vertragspartners (des Prinzipals) nicht vollständig oder zumindest begrenzt zu ihrem eigenen Vorteil nutzen (vgl. Franke/Hax, 1999, S. 412). Informationsasymmetrie wird folglich erst dann zu einem Problem, wenn man von einer (möglichen) Abweichung von einem vollständig vertragskonformen Verhalten ausgeht, also opportunistisches Verhalten zumindest als ein mögliches Verhalten akzeptiert. Jensen/Meckling formulieren dies so: „We retain the notion of maximizing behavior on the part of all individuals“ (Jensen/Meckling, 1976, S. 307, wobei sich die Autoren auf die neoklassische, mikroökonomische Theorie beziehen) und weiter: „If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal“ (Jensen/Meckling, 1976, S. 308). Hiermit wird explizit nicht gesagt, dass sich die besser informierte Partei stets vertragswidrig verhält. Vielmehr muss der schlechter Informierte mit opportunistischem Verhalten des Vertragspartners rechnen.

Ein weiteres entscheidendes Charakteristikum einer Prinzipal-Agenten-Beziehung liegt in der Notwendigkeit auf der Basis unvollständiger Verträge zu kooperieren, die das Ergebnis der Unmöglichkeit sind, alle denkbaren Umstände und Situationen bei Vertragsabschluss zu berücksichtigen und in den Vertrag zu integrieren (vgl. Wolf, 2003, S. 278). Somit verfügt der Agent über einen diskretionären Handlungsspielraum, den er, wie oben dargestellt, zu seinen Gunsten nutzen kann.

In der folgenden Darstellung der Implikationen für die Kapitalmarktkommunikation wird in Informationsasymmetrien vor und nach Vertragsabschluss (also vor und nach Kauf eines Unternehmensanteils) unterschieden.

4.2.2 Anwendungsbezug

Ausgangspunkt der Betrachtung ist die Trennung von Eigentum und Leitung in der Publikumsaktiengesellschaft (vgl. Berle/Means, 1932; Buchanan, 1940, S. 446ff.; Fama, 1980, S. 292ff.; Fama/Jensen, 1983; Demsetz, 1983; Hunt, 1986). Bereits in ihrem 1976 erschienenen grundlegenden Artikel analysieren Jensen/Meckling die vertraglichen Agency-Beziehungen zwischen Eigentümern und Management in der Aktiengesellschaft: „the issues associated with the separation of ownership and control in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency“ (Jensen/Meckling, 1976, S. 309). Die Agency-Beziehungen, die sich aus dieser Trennung von Eigentum und Leitung ergeben, sind in *Abbildung 4.1* dargestellt.



Legende: Prinzipal → Agent

Abbildung 4.1: Agency-Beziehungen in einer Kapitalgesellschaft
(Quelle: in Anlehnung an Münchow, 1995, S. 199)

Aus der bereits erläuterten Trennung von Eigentum und Leitung ergeben sich für den Fall einer Aktiengesellschaft mindestens drei Agency-Beziehungen (vgl. Kibed von, 2001, S. 58):

- *Pfeil 1*: Durch die Bereitstellung von Kapital durch den (Eigen-)Kapitalgeber und die damit verbundene Beauftragung der Manager die Geschäfte zu führen entsteht eine Agency-Beziehung zwischen den Eigentümern (den Eigenkapitalgebern) als Prinzipale und den Managern als Agenten.
- *Pfeil 2*: Eine zweite Agency-Beziehung entsteht, da der Aktionär nur eingeschränkt in der Lage ist, die Geschäftsführung zu überwachen. Ein Überwachungsorgan, der Aufsichtsrat, wird von den Eigenkapitalgebern hierfür legitimiert. Damit wird eine Agency-Beziehung zwischen den Eigenkapitalgebern als Prinzipale und dem Aufsichtsrat als Agent geschaffen.
- *Pfeil 3*: Die Legitimierung des Aufsichtsrats zur Überwachung der Geschäftsführung führt zu einer weiteren Agency-Beziehung, diesmal zwischen dem Aufsichtsrat als Prinzipal und dem Management als Agent.

Dieses Modell kann erweitert werden um die Beziehungen zu Fremdkapitalgebern und zu sonstigen Stakeholdern (vgl. Münchow, 1995, S. 198ff.). Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf die Agency-Beziehung des Typs 1, da IR-Aktivitäten primär auf die Informationsversorgung von Eigenkapitalgebern ausgerichtet sind.

Den mit einer solchen Trennung zwischen Eigentum und Leitung verbundenen Problemen kann mit unternehmensinternen wie auch mit -externen Kontrollmechanismen begegnet werden (vgl. Witt, 2002, S. 46ff.). Zu den unternehmensinternen Mechanismen, die hier nicht weiter betrachtet werden, gehören u.a. der Aufsichtsrat oder anreizkompatible Entlohnungssysteme für das Management. Zu den unternehmensexternen Mechanismen zählen beispielsweise der Arbeitsmarkt für Manager (vgl. Fama, 1980, S. 292) und insb. der Aktienmarkt (vgl. Jensen/Meckling, 1976, S. 329). Der Aktienmarkt als ein unternehmensexterner Kontrollmechanismus (vgl. zu den Einschränkungen hinsichtlich der Nutzbarkeit im Rahmen der Kontrolle Abschnitt 4.1.2), speziell die IR-Aktivitäten, die der Angleichung der Informationsstände zwischen den schlechter informierten Prinzipalen (Aktionäre) und den besser informierten Agenten (Management des Unternehmens) dienen, stehen nachfolgend im Mittelpunkt des Interesses.

Informationsasymmetrien vor Anteilskauf

Informationsasymmetrien vor Vertragsabschluss (vor Anteilskauf) bestehen vor allem hinsichtlich der vom Agenten wahrnehmbaren Handlungsalternativen. Agent ist hier das Management des Unternehmens, dessen Anteile der Kapitalmarktteilnehmer zu erwerben gedenkt. Dieser Informationsmangel des Prinzipals wird in der PA-Theorie als „Hidden Information“ bezeichnet. Als Folge dieser Ungewissheit kann der Kapitalmarktteilnehmer die tatsächlich zu erwartende zukünftige Qualität des Unternehmens, ausgedrückt in Ertrags-

potenzial und Risiko, nicht oder nur schwer abschätzen – das künftige Handlungsergebnis des Agenten bleibt daher partiell ungewiss. Das damit verbundene Problem der adversen Selektion wurde erstmals von Akerlof beschrieben (vgl. z.B. Akerlof, 1970; Erlei, 2004, S. 54ff.). Als Möglichkeiten, einer solchen adversen Selektion entgegen zu wirken, werden im Rahmen der PA-Theorie die Konzepte „Signalling“ und „Screening“ genannt (für eine strukturierte Darstellung der genannten Informationsaktivitäten vgl. Adler, 1996, S. 47).

Prinzipiell beschreibt *Signalling* alle Maßnahmen, die der Agent nutzt, um verlässliche Qualitätseigenschaften nach außen zu senden (vgl. hierzu auch Jost, 1999, S. 242, der Signalisierspiele in der Spieltheorie erläutert). Bezogen auf den IR-Kontext können letztlich alle kommunikativen Maßnahmen eines Unternehmens (des Agenten), die der Reduktion der Unsicherheit über die tatsächliche Risiko- und Ertragslage des Unternehmens dienen, als Signalling verstanden werden. Die Unternehmensführung verfügt als Agent im Vergleich zu den Kapitalmarktteilnehmern über umfangreichere und aktuellere Informationen in Bezug auf die künftige Geschäftsentwicklung. Diese Informationsasymmetrie kann durch eine aktive Kapitalmarktkommunikation reduziert werden. Als Maßnahmen des Signalling im engeren Sinn werden jedoch nur nachprüfbar, verbindliche Signale, wie beispielsweise Gutachten oder Zertifikate, verstanden. Daher sind vom Unternehmen kommunizierte Informationen aufgrund der prinzipiellen Gestaltbarkeit (eine gewisse Gestaltungsfreiheit existiert selbst bei vom Gesetzgeber geforderten und geprüften Informationen) und der damit verbundenen möglichen subjektiven Einfärbung durch Unternehmensinteressen im strengen Sinne kein Bestandteil des Signalling. Da allerdings ein langfristiger Vertrauensaufbau nur erfolgreich sein kann, wenn sich retrospektiv die bereitgestellten Informationen als wahr herausstellen (die Validität der Informationen ist in der Rückschau überprüfbar), können IR-Aktivitäten aufgrund dieser Perspektive als Quasi-Signalling verstanden werden.

Neben den vom Agenten unternommenen Maßnahmen zur Reduktion der Informationsasymmetrien kann auch der Prinzipal die Initiative ergreifen. Sie wird im Rahmen der PA-Theorie als *Screening* bezeichnet. Hierbei versucht der Prinzipal durch eigene Anstrengungen seinen Informationsstand dem des Agenten anzunähern. Möglich sind die Nutzung und Verarbeitung von Primärinformationen, also solchen Informationen, die vom Unternehmen selbst bereitgestellt werden, sowie die Beschaffung und Analyse von Sekundärinformationen, also die Nutzung der Informationen, die von Intermediären wie Analysten, Rating-Agenturen, Medien oder anderen Informationsdienstleistern generiert und publiziert werden.

Informationsasymmetrien nach Anteilskauf

Basierend auf den bereits erläuterten Annahmen (Nutzenmaximierung der Akteure und damit einhergehender Opportunismus) können folgende Verhaltensweisen des Managers

(des Agenten) zu Konflikten führen (zu möglichen Eigner-Manager-Konflikten vgl. Menken, 1993, S. 25ff.):

Konsum nicht-pekuniärer Vorteile (in der Literatur auch als „Konsum am Arbeitsplatz“, „Consumption on the Job“ oder „betrieblicher Konsum“ bezeichnet): Dieses Verhalten beschreibt den Konsum von Firmenressourcen durch den Agenten (das Management), ohne dass hierfür private Kosten entstehen (vgl. Ridder-Aab, 1980, S. 77). Hierdurch verringert sich der Marktwert des Unternehmens und mithin der Nutzen der Eigenkapitalgeber (vgl. hierzu auch Jensen/Meckling, 1976, S. 317f.).

Bestimmung des Anstrengungsniveaus: Das Management des Unternehmens wird nicht stets das im Sinn der Eigenkapitalgeber (der Prinzipale) wünschenswerte maximale Anstrengungsniveau wählen. Dieser mangelnde Arbeitseinsatz stellt eine Abweichung von den Eigentümerinteressen dar und kann zu einer substantiellen Verringerung des Unternehmenswerts führen (vgl. Ridder-Aab, 1980, S. 80; Jensen/Meckling, 1976, S. 313).

Unterschiedliche Risikoeinschätzung: Manager sind durch einen Arbeitsvertrag an das Unternehmen gebunden. Dieser ist im Gegensatz zum ‚Aktienkaufvertrag‘ der Eigenkapitalgeber nicht marktfähig und folglich nicht handelbar. Eine Beendigung des Vertragsverhältnisses ist folglich für den Manager mit größeren Hürden verbunden als für den Aktionär. Daher weisen Manager tendenziell eine höhere Risikoaversion auf als Eigentümer und setzen einen höheren Risikozuschlag bei Investitionen an (vgl. Münchow, 1995, S. 206f.). Auch dieser Konflikt kann zu einer Reduktion des Marktwerts des Unternehmens führen (für eine ausführlichere Darstellung vgl. insb. die Ausführungen von Jensen/Meckling, 1979, S. 486 und Münchow, 1995, S. 206).

Unterschiedliche Erwartungshorizonte: Der im Vergleich zu den Eigenkapitalgebern kürzere zeitliche Horizont des Managements (des Agenten) kann zu Konflikten führen. Er beschränkt sich auf die Laufzeit seiner Anstellung: „the manager’s claim on the corporation is generally limited to his tenure with the firm“ (Jensen/Smith, 1985, S. 103). Der Manager wird solche Investitionen bevorzugen, deren Erträge während der Laufzeit seines Vertrages anfallen und sich damit positiv auf seine Anstellung auswirken: „Those projects which require long investment and development projects and whose pay offs occur far into the future are less likely to be taken“ (Jensen/Meckling, 1979, S. 483). Dieses von den Eigenkapitalgebern antizipierte (Fehl-)Verhalten der Manager wird sich in dem Preis ausdrücken, den die Eigenkapitalgeber bereit sind für den Erwerb der Anteile zu zahlen (vgl. für eine ausführliche Darstellung Münchow, 1995, S. 205ff.).

Nachdem die möglichen Konflikte im Fokus der bisherigen Betrachtung standen, wird im Folgenden aufgezeigt, inwieweit IR-Aktivitäten zur Lösung bzw. Reduktion dieser Konflikte geeignet sind.

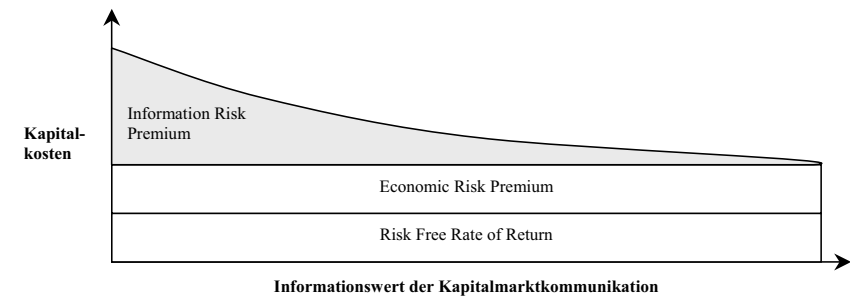


Abbildung 4.2: Zusammenhang zwischen Informationsversorgung und Eigenkapitalkosten
(Quelle: Elliott/Jacobson, 1994, S. 81)

IR-Aktivitäten schaffen sachgerechte Transparenz. Diese Transparenz ermöglicht den Kapitalmarktteilnehmern eine bessere Kontrolle der Handlungen des Managements oder, allgemeiner formuliert, eine kritische Bewertung ihrer Vertragsposition insgesamt (vgl. Gassen, 2001, S. 408). Diesem grundsätzlichen Vorteil steht jedoch entgegen, dass das Ausmaß der IR-Aktivitäten prinzipiell von den Agenten, also dem Management, selbst festgelegt werden kann (dies gilt zumindest für die Informationen, die nicht per Gesetz veröffentlicht werden müssen und damit in den Bereich des Voluntary Reporting fallen; vgl. auch Abschnitt 2.2). Welche Informationen dem Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt werden, liegt also (zumindest teilweise) im Ermessen derjenigen, deren Aktivitäten mit Hilfe der bereitgestellten Informationen überwacht werden sollen. Allerdings wird die Unternehmensführung durch die Kapitalmarktteilnehmer diszipliniert. So fordern Kapitalmarktteilnehmer, wie in der *Abbildung 4.2* dargestellt, z.B. aufgrund einer schlechten Informationsversorgung und des damit verbundenen erhöhten Risikos ein sog. „Information Risk Premium“ (vgl. Elliott/Jacobson, 1994, S. 81ff.). Dieser negative Zusammenhang zwischen dem Umfang der Informationsversorgung und der Höhe der geforderten Kapitalkosten durch die Kapitalmarktteilnehmer fungiert als Anreiz zur Ausweitung der Kapitalmarktcommunication.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass eine umfassende Kapitalmarktcommunication von den Kapitalmarktteilnehmern gefordert wird, da sie ein Instrument verlangen, mit dessen Hilfe eine effiziente Kontrolle des Managements möglich ist. Aus agenturtheoretischer Sicht ist damit die IR-Arbeit ein Instrument zur Kontrolle des Managements bzw. des gesamten Unternehmensgeschehens. Die Möglichkeiten opportunistischen Verhaltens auf Seiten des Managements können mit einer effizienten Kapitalmarktcommunication zwar nicht immer gelöst, zumindest jedoch eingeschränkt werden (vgl. Kloster, 1988, S. 59). Eine konstante Überwachung der Geschäftstätigkeit anhand von Informationen, die entweder vom Unternehmen direkt oder von Finanz-

intermediären wie Analysten oder der Wirtschaftspresse zur Verfügung gestellt werden, wird in der Agency-Theorie als „Monitoring“ bezeichnet.

4.3 Hypothesen zur Informationseffizienz des Marktes

4.3.1 Grundlagen

Nachdem bislang die neoinstitutionalistische Annahme der asymmetrischen Informationsverteilung im Mittelpunkt der Betrachtung stand, wird im nächsten Schritt die Annahme vollständig informationseffizienter Märkte aufgehoben. Eine Aufhebung ist erforderlich, um eine mit Kosten verbundene Informationsweitergabe (IR-Aktivitäten) ökonomisch überhaupt erklären und eine heterogene Informationsstruktur der Marktteilnehmer berücksichtigen zu können (vgl. Siersleben, 1999, S. 34).

Geprägt wurde der Begriff der Markteffizienz erstmals von Fama (vgl. u.a. Fama, 1970; Fama, 1976; Fama, 1991). Die Markteffizienzhypothese geht der Frage nach, wie Informationen am Kapitalmarkt verarbeitet werden. Fama unterscheidet in Abhängigkeit vom Umfang der verfügbaren Informationen drei Grade der Informationseffizienz, wobei der höher liegende Grad jeweils den niedrigeren Grad einschließt. Es werden folgende Formen unterschieden (vgl. Fama, 1970, S. 383):

Schwache Form: In diesem Fall sind alle Informationen über vergangene (historische) Kursverläufe im aktuellen Kurs enthalten. Relevant für die Kursbildung sind damit nur historische Preise.

Halbstrenge Form: Alle öffentlich zugänglichen Informationen sind in den Kursen enthalten. Als öffentlich zugänglich gelten Informationen dann, wenn sie über ein allen zugängliches Medium verbreitet werden.

Strenge Form: Die aktuellen Kurse repräsentieren alle überhaupt vorhandenen Informationen. Folglich enthalten diese auch solche Informationen, die (noch) nicht öffentlich zugänglich sind.

Aufgrund der großen Bedeutung der Markteffizienzhypothese (die häufig verwendete Bezeichnung „Theorie der Informationseffizienz“ ist in diesem Zusammenhang inkorrekt, da es sich um eine Hypothese und nicht um eine positive Theorie handelt) vornehmlich für die Kapitalmarkttheorie war diese in der Vergangenheit bereits Gegenstand intensiver empirischer Überprüfung. Bei der Interpretation der Ergebnisse muss jedoch berücksichtigt werden, dass die empirische Überprüfung mit nicht unerheblichen Messproblemen behaftet ist (vgl. insb. Fama, 1991, S. 1575f.). Die Ergebnisse weisen jedoch

darauf hin, dass die Märkte hinsichtlich der schwachen Form effizient zu sein scheinen. Hinsichtlich der halbstrengen Form kommt Fama zu folgendem Ergebnis: „with respect to firm-specific events, the adjustment of stock prices to new information is efficient.“ (Fama, 1991, S. 1602). Allerdings lassen zahlreiche widersprüchliche Ergebnisse und Anomalien Zweifel an der Richtigkeit dieser Feststellung aufkommen (vgl. Brown, 1993, S. 306; vgl. zu dem Phänomen der Anomalien die Erläuterungen in Abschnitt 4.5). Die Effizienzthese in ihrer strengen Form muss hingegen klar verworfen werden. So konnte gezeigt werden, dass es Insidern möglich ist, eine signifikant höhere Rendite zu erzielen (vgl. für eine Übersicht zu durchgeführten Studien insb. Fama, 1991). Damit ist offensichtlich, dass eine ständige Verfügbarkeit aller existierenden Informationen am Markt nicht vorliegen kann (für die vertiefte Diskussion der Ergebnisse empirischer Überprüfungen der Informationseffizienz vgl. Pietzsch, 2004, S. 25ff.; zu den Problemen der empirischen Überprüfung vgl. Menken, 1993, S. 75ff.).

4.3.2 Anwendungsbezug

Auf Märkten, wie sie der neoklassischen Finanzierungstheorie zugrunde liegen, gäbe es für Unternehmen keinen Anreiz zur Kapitalmarktkommunikation. Alle existenten Informationen wären bereits dem gesamten Kapitalmarkt bekannt. Eine Verbesserung der Kapitalmarkteffizienz im Sinne einer höheren Bewertungsgenauigkeit wäre mit Hilfe von IR-Arbeit nicht möglich. Ein Unternehmen wird nur dann bereit sein mit (Opportunitäts-)Kosten verbundene IR-Aktivitäten zu entfalten, wenn durch die Bereitstellung von relevanten, bisher im Markt nicht verfügbaren Informationen Kursänderungen hervorgerufen werden können (vgl. Siersleben, 1999, S. 34f.; Süchting, 1986, S. 659). Eine Steigerung des Unternehmenswertes durch Kommunikation mit dem Kapitalmarkt ist bei einem streng informationseffizienten Kapitalmarkt nicht möglich, da bereits selbst interne Informationen im Kurs enthalten sind (vgl. Niedernhuber, 1988, S. 72; Günther/Otterbein, 1996, S. 392).

Zusätzlich müssen vom Unternehmen bereitgestellte Informationen auch Eingang in die Marktpreise der betrachteten Finanzierungstitel finden. Folglich wäre eine schwache Informationseffizienz der Kapitalmärkte als Begründung für IR-Aktivitäten nicht ausreichend (anders z.B. Wichels, 2002, S. 55 oder auch Günther/Otterbein, 1996, S. 392, die die schwache Form der Markteffizienz als ausreichend ansehen). Unternehmensinformationen würden in einer solchen Marktkonstellation nicht in Marktpreise eingehen, da nur Informationen über historische Preise bewertungsrelevant sind. Damit bliebe eine (kostenintensive) Versorgung der Kapitalmarktteilnehmer mit Informationen durch die Unternehmen, also IR-Arbeit, wirkungslos. Aufgrund der Annahme der mittelstrengen Form der Effizienzhypothese, dass alle öffentlich verfügbaren Informationen unverzüglich ihren Niederschlag in den Marktpreisen für die entsprechenden Wertpapiere finden, wäre jedoch eine umfangreiche Informationsversorgung verschiedener Kapital-

marktteilnehmer(-gruppen) nicht erforderlich. Stattdessen wäre die Versorgung nur eines Marktteilnehmers völlig ausreichend (vgl. Link, 1991, S. 38). Daher bedarf es nicht nur, wie im Rahmen der mittelstrengen Form der Effizienzhypothese postuliert, eines Eingangs öffentlich zugänglicher Informationen in die Aktienbewertung, sondern auch einer Abweichung von den Annahmen der vollständigen Rationalität und Homogenität der Erwartungen unter den Marktteilnehmern (vgl. hierzu die Ausführungen zur Behavioral Finance in Abschnitt 4.5).

4.4 Transaktionskostentheorie

4.4.1 Grundlagen

Die Transaktionskostentheorie beschäftigt sich mit „der Koordination, insb. der Beherrschung und Überwachung wirtschaftlicher Leistungsbeziehungen“ (Picot, 1991, S. 147). Ausgangspunkt für die Entwicklung des Transaktionskostenansatzes war der grundlegende Artikel „The Nature of the Firm“ von Coase aus dem Jahre 1937, in dem er die Frage aufwarf, wieso man in der Realität zur Abwicklung wirtschaftlicher Aktivitäten neben Märkten auch Unternehmen vorfindet (Coase, 1937). Als Begründer und wichtigster Vertreter der Transaktionskostentheorie gilt heute Oliver E. Williamson (vgl. insb. Williamson, 1975; Williamson, 1985; Williamson, 1990).

Unter einer Transaktion wird weniger der physische Gütertausch als vielmehr die Übertragung von Verfügungsrechten verstanden (vgl. Kibed von, 2001, S. 22). Nach Commons kann die Transaktion wie folgt definiert werden: „Transactions [...] are not the „exchange of commodities“, in the physical sense of „delivery“, they are the alienation and acquisition, between individuals, of the rights of future ownership of physical things, as determined by the collective working rules of society“ (Commons, 1990, S. 58; vgl. auch Commons, 1931, S. 652). Den zweiten Grundbegriff der Theorie stellen die Transaktionskosten dar. Dabei fällt auf, dass trotz der durch den Namen suggerierten zentralen Stellung der Transaktionskosten innerhalb der Theorie in der zugehörigen Literatur keine einheitliche und genaue Definition des Begriffs zu finden ist. Als Annäherung können Transaktionskosten als die Kosten charakterisiert werden, die als Reibungsverluste bei der Anbahnung und Abwicklung von Transaktionen entstehen. Nach Picot werden unter Transaktionskosten jene Informations- und Kommunikationskosten verstanden, die beim Leistungsaustausch auftreten: „Offensichtlich handelt es sich hierbei in erster Linie um Kommunikationskosten, die zur Überwindung oder Einschränkung unvollkommener Information über die Absichten und Verhaltensweisen der jeweils anderen Seite anfallen“ (Picot, 1982, S. 270). Picot unterscheidet fünf verschiedene Kostenarten: *Anbahnungskosten* (Kosten der Informationssuche und -beschaffung), *Vereinbarungskosten* (z.B. Verhandlungskosten, Kosten der Vertragsformulierung

und Einigung), *Abwicklungskosten* (Kosten der Steuerung und des Managements der arbeitsteiligen Aufgabenentwicklung), *Kontrollkosten* (Kosten der Sicherstellung der Einhaltung der Vertragsvereinbarungen) und *Anpassungskosten* (z.B. Kosten für die Durchsetzung nachträglicher Änderungen) (vgl. Picot, 1993, Sp. 4196).

Daneben werden in der Literatur Einflussgrößen der Transaktionskosten genannt, die häufig auch als Dimensionen der Transaktionen bezeichnet werden (vgl. Williamson, 1990, S. 59). Williamson und ähnlich auch Picot unterscheiden drei Dimensionen von Transaktionen: die *Faktorspezifität*, die *Unsicherheit* und die *Häufigkeit* (vgl. Williamson, 1990, S. 59; Picot, 1982, S. 271). Diese Dimensionen bestimmen das Transaktionskostenniveau und stellen „Quellen für Informationsunvollkommenheiten und Einigungsschwierigkeiten“ (Picot, 1982, S. 271) dar. Dabei kommt der Spezifität eine besondere Bedeutung zu (vgl. die bereits angegebene Literatur sowie Kibed von, 2001, S. 28ff.; zusätzlich werden bei einigen Autoren noch die Messbarkeit der durch die Transaktionen geschaffenen Werte und die Interdependenzen mit anderen Transaktionen als zwei weitere Dimensionen genannt; vgl. hierzu insb. Jost, 2001, S. 11ff.; Erlei/Jost, 2001, S. 41ff.; Milgrom/Roberts, 1992, S. 30ff.).

Der Transaktionskostenansatz verlangt, dass für die jeweilige Transaktion die transaktionskostenminimale Koordinationsform gewählt wird. Dies können neben den Extremformen „Markt“ und „Hierarchie“ alle weiteren denkbaren institutionellen Koordinationsmöglichkeiten auf einem Kontinuum zwischen den genannten Extrema sein (vgl. zu den Koordinationsformen Williamson, 1985, S. 69ff.; Kabst, 2000, S. 16; Morschett, 2003, S. 394ff.).

4.4.2 Anwendungsbezug

Bislang fand kaum eine Analyse der Kapitalmarktkommunikation mit Hilfe der Transaktionskostentheorie statt. Die wenigen existierenden Arbeiten befassen sich primär mit Randgebieten des Rechnungswesens (vgl. Gassen, 2001, S. 396). Im Folgenden wird mittels der Transaktionskostentheorie die Existenz von IR-Aktivitäten untersucht und begründet.

Der Kauf von Finanzierungstiteln, hier der Erwerb von Beteiligungstiteln (in Abgrenzung zu Forderungstiteln), stellt beispielhaft die relevante Transaktion dar. Der Erwerb von Beteiligungstiteln vollzieht sich in mehreren Phasen, wobei das begebende Unternehmen nicht in jeder Phase auch tatsächlich als Transaktionspartner auftritt. Der typische Ablauf einer Beteiligungstransaktion inklusive einer Einordnung der im vorigen Abschnitt dargestellten Arten von Transaktionskosten kann *Abbildung 4.3* entnommen werden. Hierbei wird gemäß Williamson in „ex-ante-Transaktionskosten“ (vor Vertragsabschluss anfallend) und „ex-post-Transaktionskosten“ (nach Vertragabschluss anfallend) unterschieden.

den (vgl. Williamson, 1990, S. 22ff.). Ferner zeigt die Übersicht, in welcher Phase welche Institution den entscheidenden, primären, oder einen nachgelagerten, also sekundären Einfluss auf das Transaktionskostenniveau hat.

Wie aus *Abbildung 4.3* ersichtlich, hat das die Beteiligungstitel emittierende Unternehmen in allen Transaktionsphasen Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Transaktionskosten. In einigen Phasen ist dieser Einfluss direkt und stärker, in anderen eher indirekt und schwächer ausgeprägt.

So ist die Einflussnahme auf die Phase *Auftragserteilung/Abrechnung* sowie *Zusatzkauf/Verkauf* nur begrenzt, beispielsweise über eine internationale Notierung des Wertpapiers, möglich. Eine solche führt dann bei einem Wertpapierkauf durch einen ausländischen Investor zu geringeren Kosten, da dieser die Aktie über die Wertpapierbörse in seinem Heimatland erwerben kann. Hierdurch können die Transaktionskosten für diesen ausländischen Investor gesenkt werden (vgl. zu den Möglichkeiten der Senkung der Transaktionskosten mit Hilfe einer Doppelnotierung Schwerdtle, 2001, S. 323; vgl. zu Vor- und Nachteilen einer Doppelnotierung sowie aktuellen Entwicklungen insb. Hannich et al., 2005).

Die Einflussmöglichkeiten für das Unternehmen, dessen Beteiligungstitel betrachtet werden, sind hingegen in den Phasen der *Informationsbeschaffung* und der *Kontrolle bzw. der laufenden Informationsbeschaffung* weitreichend. Es ist in diese Phasen direkt involviert und kann damit unmittelbar auf das Transaktionskostenniveau einwirken. Werden nach Picot unter Transaktionskosten Informations- und Kommunikationskosten verstanden (vgl. Picot, 1982, S. 270), wird deutlich, dass eine Ausweitung der (kostenlos) bereitgestellten Informationen durch das Unternehmen die Kosten der Informationsbeschaffung sowie die der laufenden Kontrolle auf Seiten des Käufers (des potenziellen bzw. aktuel-

	Phase 1: Informationsbeschaffung	Phase 2: Auftragserteilung / Abrechnung	Phase 3: laufende Informationsbeschaffung	Phase 4: Zusatzkauf / Verkauf
Transaktionskostenart:	Anbahnungskosten	Bereich hoher Informationsquantität	Kontrollkosten	Anpassungskosten
Institution mit primärem Einfluss auf TAK-Niveau:	Emittent	Bank	Emittent	Bank / Broker
Institution mit sekundärem Einfluss auf TAK-Niveau:	Intermediäre	Emittent	Intermediäre	Emittent
	ex-ante-Transaktionskosten		ex-post-Transaktionskosten	

Abbildung 4.3: Phasen des Anteilskaufs, zugehörige Transaktionskosten und beeinflussende Institutionen

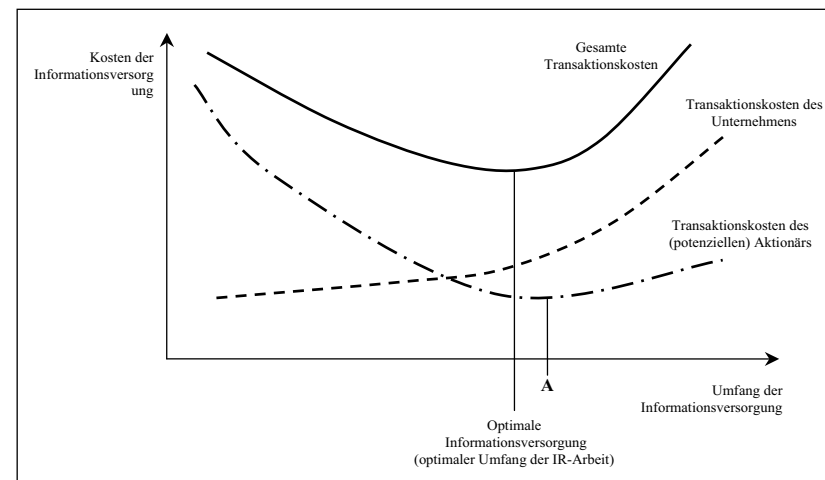


Abbildung 4.4: Niveau der optimalen Informationsversorgung aus transaktionskostentheoretischer Sicht

len Aktionärs) senkt oder zumindest senken kann. Eine solche Betrachtung ist jedoch einseitig und unterschlägt die Kosten, die dem emittierenden Unternehmen durch Generierung und anschließende Veröffentlichung der Informationen entstehen. Diese müssen in die Betrachtung einbezogen werden, da sie nicht unmittelbar zu Kosten auf Seiten des Anteilseigners führen, wohl aber mittelbar. So reduzieren die Kosten der IR-Arbeit (der Informationsgenerierung und -veröffentlichung) den Gewinn des emittierenden Unternehmens und damit die Ansprüche des (potenziellen oder aktuellen) Aktionärs. Es wird deutlich, dass aus transaktionskostentheoretischer Sicht das Maß an Informationsversorgung bzw. der Umfang an Kapitalmarktkommunikation gefunden werden muss, der zu einer Minimierung der gesamten Informations- und Kommunikationskosten (als Summe aus den Transaktionskosten des emittierenden Unternehmens und denen des (potenziellen) Aktionärs) führt (vgl. *Abbildung 4.4*).

Die Transaktionskosten des *Aktionärs* (im Folgenden wird bewusst von den im Vergleich eher geringeren und nur mittelbar beeinflussbaren Transaktionskosten der Phasen *Auftragserteilung/Abrechnung* sowie *Zusatzkauf/Verkauf* abstrahiert) setzen sich zusammen aus Kosten der Informationsbeschaffung in der Anbahnungsphase (ex-ante-Transaktionskosten) sowie Kontrollkosten (ex-post-Transaktionskosten). Diese sinken zunächst mit zunehmendem Umfang der Informationsversorgung. Die Beschaffung der für die Bewertung und Evaluation des potenziellen (ex-ante-) bzw. aktuellen (ex-post-) Investments erforderlichen Informationen wird durch die aktive Kommunikation (die IR-Arbeit) des Unternehmens erleichtert. Ab einem in der *Abbildung 4.4* mit A bezeichneten Informationsumfang beginnen die Transaktionskosten des Kapitalmarktteil-

nehmers wieder zu steigen. Die bereitgestellten Informationen sind so umfangreich, dass es für den Informationsnutzer mit einem erheblichen Zeitaufwand verbunden ist, die für ihn relevanten Informationen zu selektieren (zu den Effekten einer Informationsübersversorgung für den Bereich des traditionellen Marketing vgl. Lurie, 2004).

Die Transaktionskosten des *Unternehmens* bei einer Ausweitung der Informationsversorgung setzen sich im Wesentlichen aus den folgenden Kostenkategorien zusammen, deren Quantifizierung zumeist mit erheblichen Schwierigkeiten behaftet ist:

1. Direkte Kosten der Informationsversorgung

Hierunter fallen sowohl die Personal- wie auch die Materialkosten der Informationsbereitstellung.

2. Indirekte Kosten der Informationsversorgung

Dies sind Kosten, die aufgrund einer Verschlechterung der Wettbewerbs- bzw. Verhandlungsposition entstehen (vgl. zu diesem Problem allgemein z.B. Witt, 2002, S. 51):

- *Verschlechterung der Verhandlungsposition gegenüber Lieferanten*
Wird aufgrund der erweiterten Offenlegung die tatsächliche Abhängigkeit von Lieferanten offensichtlich, verbessert sich deren Verhandlungsposition im Rahmen von Preisverhandlungen. Dies kann zu steigenden Einkaufspreisen führen (vgl. Labhart, 1999, S. 207f.; American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 1994).
- *Verschlechterung der Verhandlungsposition gegenüber Kunden*
Eine Darstellung der tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse kann zu einer Erhöhung der Verhandlungsmacht der Kunden führen. Sind diese beispielsweise in der Lage, die Margen des Unternehmens genauer abzuschätzen, werden sie diese Kenntnis in Preisverhandlungen zu ihrem Vorteil zu nutzen versuchen (vgl. Labhart, 1999, S. 208; American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 1994).
- *Verlust von Wettbewerbsvorteilen*
Durch die Herausgabe von Informationen besteht stets die Gefahr, dass das publizierende Unternehmen Wettbewerbsvorteile gegenüber Wettbewerbern verliert (vgl. Kaplan/Norton, 1996, S. 209f.; Darrough, 1993, S. 535; Healy/Palepu, 1993, S. 5; Deppe/Omer, 2000, S. 50f.). Viele Informationen, die von Investoren gefordert werden, wie beispielsweise Angaben über Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten, sind schließlich auch für Wettbewerber interessant und können von diesen zur Verbesserung der eigenen Wettbewerbsposition genutzt werden.

Damit erscheint eine maximale Informationsbereitstellung keineswegs optimal. Eine Berechnung des Grades optimaler Informationsversorgung ist jedoch – wie eine

Berechnung von Transaktionskosten im Allgemeinen – nicht möglich (vgl. Picot, 1982, S. 271; Weber et al., 2001, S. 438f.; es sei darauf hingewiesen, dass das Minimum der Gesamtkostenkurve keinesfalls zwingend im Schnittpunkt der beiden einzelnen Kostenkurven liegen muss; ein solcher Fall ist auch in *Abbildung 4.4* gewählt).

4.5 Theorie der Behavioral Finance

4.5.1 Grundlagen

Die Effizienzhypothese, wie sie in Abschnitt 4.3 vorgestellt wurde, scheint in der Praxis keine Gültigkeit zu besitzen. Sie besagt nach Fama, ein effizienter Kapitalmarkt zeichne sich dadurch aus, dass die dort gültigen Preise stets vollständig die verfügbaren Informationen widerspiegeln (vgl. Fama, 1970; vgl. zu den verschiedenen Formen der Markteffizienz Abschnitt 4.3). Dies ist jedoch (unabhängig von der Form der Markteffizienz) nur möglich, sofern sich alle Marktteilnehmer rational verhalten und über homogene Erwartungen verfügen. Auf den Kapitalmärkten können jedoch Anomalien beobachtet werden, die den Schluss nahe legen, dass diese Voraussetzungen nicht erfüllt sind (vgl. für eine Übersicht über Studien zu Anomalien aus Sicht der Behavioral Finance Heisler, 1994). Dieses Erkenntnis bildet den Ansatzpunkt der Behavioral Finance.

So wurde beispielsweise von Shiller nachgewiesen, dass die Aktienkursvolatilität bei einer Messung über einen Zeitraum von 100 Jahren fünf bis dreizehn Mal höher war, als durch Informationen über zukünftige Dividenden erklärt werden kann (vgl. Shiller, 1993, S. 128f.; ähnliche Ergebnisse finden sich auch bei LeRoy/Porter, 1981). Diese Abweichungen sind so wesentlich, dass Shiller zu folgendem Ergebnis kommt: „The failure of the efficient markets model is thus so dramatic that it would seem impossible to attribute the failure to such things as data errors, price index problems, or changes in tax laws” (Shiller, 1993, S. 129). Er macht Irrationalitäten der Akteure hierfür verantwortlich.

In einer kapitalmarktorientierten Studie untersucht Roll den Erklärungsgehalt von fundamentalen ökonomischen Informationen auf die Aktienkursbildung. Hierbei kommt er zu dem Ergebnis, dass lediglich zwischen 20 % (im Fall der Verwendung täglicher Daten) und 35 % (im Fall der Verwendung monatlicher Daten) der Veränderungen des Aktienkurses auf ökonomische Einflussfaktoren zurückgeführt werden können (vgl. Roll, 1988, S. 565f.). Auch hier zeigt sich, dass auf den Märkten scheinbar Irrationalitäten für die Preisbildung (mit-) verantwortlich sein müssen.

Insgesamt kann festgehalten werden, „that existing evidence does not establish that financial markets are efficient in the sense of rationally reflecting fundamentals” (Summers, 1986, S. 592). In der Behavioral Finance werden die zum Teil rigiden Annahmen der neo-

Betrachtungsgegenstand	Neoklassische Finanzierungstheorie	Behavioral Finance
Rationalität	Homo oeconomicus	Entscheidungsträger mit heterogenen, unvollständigen Informationsaufnahme- und -verarbeitungskapazitäten, quasi-rationales Verhalten
Informationen	Vollkommene Information (vollständig, korrekt, kostenlos und zeitgleich)	Unvollkommene Informationen (unvollständig, fehlerbehaftet, kostenpflichtig, zeitverzögert)
Marktebene	Gesamtmarkt ist im Ergebnis rational, Irrationalitäten Einzelner werden eliminiert	Irrationalitäten auch auf Marktebene, Verstärkung individueller Verhaltensanomalien möglich
Arbitragemöglichkeiten	Risikolose Arbitragemöglichkeiten auf dem Weg zum Gleichgewichtspreis, im Gleichgewicht Arbitragefreiheit	Arbitragemöglichkeiten eingeschränkt möglich

Tabelle 4.2: Wesentliche Unterschiede zwischen der neoklassischen Finanzierungstheorie und der Behavioral Finance
(Quelle: in Anlehnung an Oehler, 2000, S. 981)

klassischen Finanzierungstheorie gelockert und Unvollkommenheiten zugelassen. Hierbei wird das Ziel verfolgt, sowohl das Marktverhalten wie auch das Verhalten des Individuums realitätsnäher beschreiben zu können (vgl. Barber/Odean, 1999, S. 41). Die wesentlichen Unterschiede zwischen der neoklassischen Finanzierungstheorie und der Behavioral Finance sind in *Tabelle 4.2* zusammenführend dargestellt.

Aufgrund der realitätsnahen Beschreibung des Verhaltens der Akteure sowie des Gesamtmarktes ist es möglich Anomalien und Irrationalitäten zu erklären, die mit der neoklassischen Finanzierungstheorie nicht vereinbar sind. Neben dieser explikativen Komponente besitzt die Behavioral Finance auch eine normative Komponente. So kann sie zur Ableitung von Handlungsanweisungen herangezogen werden, wobei ausdrücklich Abweichungen von der neoklassischen Finanzierungstheorie einbezogen sind.

4.5.2 Anwendungsbezug

Geht man von der Gültigkeit der Annahmen der vollständigen Rationalität und vollkommenen Information der Akteure sowie der Homogenität ihrer Erwartungen aus, wäre ein ‚Schlagen‘ des Marktes im Sinn eines Erzielens von Überrenditen für Investoren nicht möglich. Der Einsatz personeller sowie finanzieller Ressourcen für die Analyse und Auswahl von Wertpapieren wäre sinnlos (vgl. Shleifer, 2000, S. 1). Aus Sicht des Kapitalmarktteilnehmers wäre eine Informationsbeschaffung nicht rational, da über- oder unterbewertete Titel nicht existieren (vgl. Franke/Hax, 1999, S. 398).

Damit IR-Aktivitäten umfassend erklärt werden können, bedarf es der Akzeptanz, dass nicht nur ökonomische Fundamentaldaten die Aktienkurse beeinflussen, sondern auch andere, zumeist psychologische Effekte hierbei eine Rolle spielen. Dass sie vorliegen ist eine wichtige Voraussetzung dafür, dass auf der einen Seite Kapitalmarktteilnehmer überhaupt dazu bereit sind zeit- und damit kostenintensiv Informationen zu suchen und zu verarbeiten, und zum anderen Unternehmen eine ebenfalls mit erheblichen Kosten verbundene (zielgruppenbezogene) Versorgung des Kapitalmarkts mit Informationen (= IR-Arbeit) vornehmen. Kapitalmarktteilnehmer müssen davon ausgehen können, dass sie auf der Basis der erworbenen Informationen Überrenditen erzielen können, die eine Kompensation für die aufgewendeten Informationsbeschaffungs- und -verarbeitungskosten darstellen (vgl. Kötze/Niggemann, 2001, S. 636; Grossman, 1976, S. 573; Grossman/Stiglitz, 1980, S. 393). Unternehmen hingegen erhalten so einen Anreiz für das Management der (nicht immer rational erklärbaren) Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer. Sie können so gezielt Einfluss auf die Aktienkursentwicklung nehmen.

Wie gezeigt wurde, sind Aktienkursentwicklungen vielfach unabhängig von fundamentalen ökonomischen Entwicklungen. Schwankungen können nur zum Teil mit Hilfe veröffentlichter Informationen erklärt werden. Dies bedeutet aber nicht, dass IR-Aktivitäten sinnlos und ineffektiv sind. Vielmehr spielen neben der reinen Informationsvermittlung noch andere (weiche) Faktoren, insb. in der Interaktion mit den Kapitalmarktteilnehmern, eine wichtige Rolle. Ein primäres Ziel der IR-Arbeit ist demnach die Reduzierung der u.a. von Shiller sowie Le-Roy/Porter beschriebenen, über die durch Fundamentalinformationen erklärbare Volatilität hinausgehende Schwankung der Wertpapiere (vgl. Shiller, 1993; LeRoy/Porter, 1981). Die Kenntnis üblicher Verhaltensmuster von Kapitalmarktakteuren eröffnet für die IR-Arbeit ein breites Spektrum an Möglichkeiten. Aus dem Wissen darüber, wie Informationen von Individuen verarbeitet werden, können direkt Handlungsempfehlungen für die Interaktion zwischen Unternehmen und Investor abgeleitet werden. Trotz dieses Potenzials wird in der vorliegenden Arbeit von einer detaillierten Anwendung der Behavioral Finance auf den Bereich der IR-Arbeit abgesehen, da diese Verbindung keinen wesentlichen Erkenntnisgewinn für die Zielsetzung der Arbeit erwarten lässt (vgl. für eine Anwendung insb. Nietzsche von et al., 2001). Sofern die Erkenntnisse der Behavioral Finance für die Interpretation der empirischen Ergebnisse relevant sein sollten, werden die jeweiligen Zusammenhänge an den entsprechenden Stellen in Abschnitt 9 nachgereicht.

5. Konzeptionelle Ableitung der Determinanten der Investor Relations-Qualität – Erarbeitung des Investor Relations-Qualitätsmodells

Die Qualität von Dienstleistungen ist ein komplexes Phänomen. So wurde in der Vergangenheit immer wieder mit Hilfe von Qualitätsmodellen versucht zu beschreiben, wovon die von Dienstleistungsbeziehern wahrgenommene Qualität abhängt. Auch in dieser Arbeit steht diese Frage im Mittelpunkt des Interesses.

Im folgenden Abschnitt werden nach einer Abgrenzung des Qualitätsbegriffs die in der Literatur einschlägigen und für die Erarbeitung des eigenen IR-Qualitätsmodells relevanten Qualitätsmodelle vorgestellt. Abgeschlossen wird der Abschnitt mit der Erarbeitung des IR-Qualitätsmodells, das als Basis für den empirischen Teil der Arbeit fungiert.

5.1 Der Qualitätsbegriff und die Unterschiede zur wahrgenommenen Qualität

Über den Qualitätsbegriff existiert bis heute kein gemeinsames Verständnis. Bruhn formuliert dies so: „Die heterogenen und diffusen Auffassungen über „Qualität“, die vielfach sowohl für Sach- als auch für Dienstleistungen gültig sind, machen deutlich, dass es bis heute nicht gelungen ist, ein tragfähiges und allgemein akzeptiertes Qualitätsverständnis zu schaffen“ (Bruhn, 2001, S. 27).

Im allgemeinen Sprachgebrauch beschreibt Qualität die Güte oder Beschaffenheit eines Objekts. Nach der Deutschen Gesellschaft für Qualität e.V. ist Qualität „die Gesamtheit von Merkmalen (und Merkmalswerten) einer Einheit bezüglich ihrer Eignung, festgelegte und vorausgesetzte Erfordernisse zu erfüllen“ (Deutsche Gesellschaft für Qualität e.V., 1995, zitiert nach Bruhn, 2001, S. 27). In der Literatur wird häufig zwischen einer objektiven („Product Based“) und einer subjektiven („User Based“) Qualität



Abbildung 5.1: Zusammenhang zwischen Qualität und wahrgenommener Qualität

unterschieden (vgl. z.B. Bruhn, 2001, S. 28; Hjorth-Anderson, 1984). Bei der *objektiven Qualität* stehen allgemein beurteilbare Kriterien im Vordergrund. Eigene Erfahrungen des Beurteilers der Qualität sind daher nicht erforderlich (vgl. z.B. Wallenburg, 2004, S. 97; Oliver, 1997, S. 177). Eine so verstandene objektive Qualität beschreibt ein von einer Personenbeurteilung unabhängiges Qualitätsniveau. Es erscheint allerdings fraglich, ob ein solches überhaupt existiert (vgl. z.B. Maynes, 1976; Zeithaml, 1988, S. 4) oder ob Qualität nicht letztlich immer vom Betrachter bzw. Inanspruchnehmer der Leistung abhängt. Diese Überlegung findet ihren Niederschlag im Begriff der „wahrgenommenen Qualität“ („Perceived Quality“), die der subjektiven Qualität entspricht (vgl. zu dieser Abgrenzung z.B. Morrison Coulthard, 2004, S. 480). Eine Beurteilung setzt eine eigene Erfahrung des Nachfragers voraus. Wahrnehmung kann in diesem Zusammenhang definiert werden als „selection, organization, and interpretation of marketing and environment stimuli into a coherent picture“ (Assael, 1995, S. 185). Die tatsächliche Qualität (sofern sie existiert) insb. des Potenzials, also primär der für die Dienstleistungserbringung verantwortlichen Personen, entzieht sich weitgehend der Beobachtung und damit auch der Beurteilung durch den Leistungsempfänger. Diese tatsächliche Leistung ist jedoch für die Entstehung der Leistung ausschlaggebend – die Potenzialqualität drückt sich in der Qualität der Leistungserbringung aus. Damit kann die Qualität der Leistungserbringung als Indikator für die Qualität des Potenzials interpretiert werden. Wird die erbrachte Leistung von einem Empfänger in Anspruch genommen, beurteilt er die erbrachte Qualität subjektiv. Aus der nur schwer erhebaren objektiven Qualität, deren Beurteilung immer von der Präferenzfunktion des Inanspruchnehmers abhängt und nicht verallgemeinerbar ist, wird damit eine subjektive, beurteilte und abfragbare wahrgenommene Qualität. Die einzelnen Qualitätsfacetten der erbrachten Leistung determinieren also neben anderen intrapersonalen Faktoren sowie Erfahrungen und Erwartungen die wahrgenommene Qualität. Dieser Zusammenhang ist in *Abbildung 5.1* dargestellt.

Von hoher Relevanz für die Marketingforschung – so wie für die hier interessierende IR-Forschung – ist folglich die Qualitätswahrnehmung der Leistungsanspruchnehmer.

Entscheidend ist, wie die Qualität von den Marktteilnehmern eingeschätzt wird – wie sie also „am Markt ankommt“. Eine hohe objektive Qualität allein ist für den Leistungsanbieter noch nicht vorteilhaft, sie führt nicht zwingend zu einer hohen Qualitätswahrnehmung, sondern kann als notwendige Voraussetzung hierfür bezeichnet werden. Die wahrgenommene Qualität wird also nicht nur durch die tatsächliche Qualität beeinflusst, sondern beispielsweise auch durch kommunikative Maßnahmen (vgl. Parasuraman et al., 1985, S. 46; Grönroos, 1984, S. 40). Nur wenn eine hohe Qualität auch zu einer entsprechend positiven Wahrnehmung beim Leistungsempfänger führt, ist sie auch von Nutzen für den Anbieter. Folglich wird in der gesamten Arbeit auf die Qualitätswahrnehmung durch die Leistungsempfänger, hier die Kapitalmarktteilnehmer, und nicht auf die Qualität selbst abgestellt.

Im folgenden Abschnitt werden nach einigen grundsätzlichen Überlegungen zur Konzeptualisierung komplexer Konstrukte verschiedene Qualitätsmodelle in ihren Grundzügen vorgestellt, im Anschluss wird das der Arbeit zugrunde liegende IR-Qualitätsmodell unter Rückgriff auf Elemente aus den vorgestellten Qualitätsmodellen abgeleitet. Bei der Auswahl der Qualitätsmodelle wurde berücksichtigt, welchen Stellenwert sie in der Literatur eingenommen haben und welchen Gehalt sie für die Ableitung des eigenen Modells liefern können.

5.2 Grundsätzliches zur Konzeptualisierung komplexer Konstrukte

Um komplexe Sachverhalte (Konstrukte) messen zu können, müssen deren Konzeptualisierung und Operationalisierung erarbeitet werden (vgl. Fassnacht, 2003, S. 66). Unter einem Konstrukt wird eine abstrakte Entität verstanden, die den ‚wahren‘ nicht beobachtbaren Zustand eines Phänomens repräsentiert (vgl. Bagozzi/Fornell, 1982, S. 24). In der Forschung interessieren oftmals Wirkungen zwischen solchen Konstrukten. Um solche Wirkungszusammenhänge jedoch analysieren zu können, bedarf es vorab einer Messung der Konstrukte, was eine Konzeptualisierung und Operationalisierung der Konstrukte voraussetzt.

Unter Konzeptualisierung eines Konstrukts wird allgemein „die Herausarbeitung der relevanten inhaltlichen Dimensionen (Facetten) eines Konstrukts“ (Fassnacht, 2003, S. 66; ähnlich Homburg/Giering, 1998, S. 114) verstanden. Die Operationalisierung hingegen beinhaltet die Einwicklung des Messinstruments (vgl. Kaufmann, 2001, S. 203), wobei unter einem Messinstrument die Gesamtheit der Indikatoren für ein Konstrukt verstanden wird (vgl. Fassnacht, 2003, S. 67).

Im ersten Schritt der Konzeptualisierung muss diskutiert werden, ob das betrachtete Konstrukt ein- oder mehrdimensional ist. Ein Konstrukt ist dann eindimensional, wenn

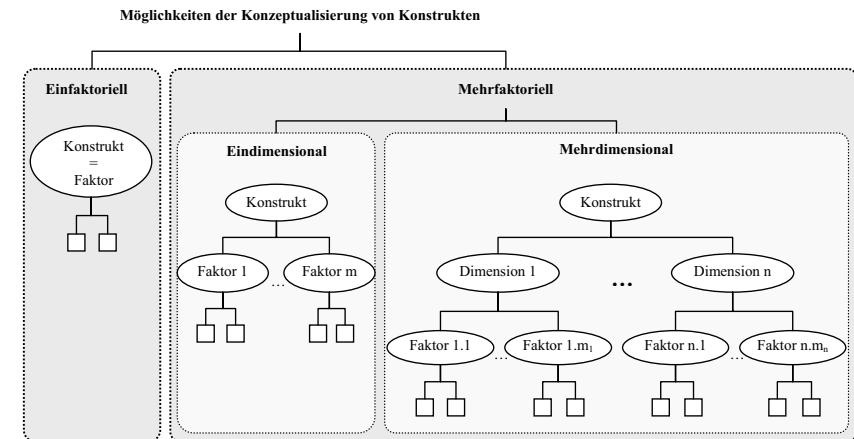


Abbildung 5.2: Mögliche Konzeptualisierung von Konstrukten
(Quelle: Homburg/Giering, 1998, S. 115)

alle Faktoren zu einer theoretischen Dimension gehören (vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 114). In einem solchen Fall weist das Konstrukt nur eine inhaltliche Dimension auf (vgl. Fassnacht, 2003, S. 67). Ein mehrdimensionales Konstrukt hingegen weist mehrere inhaltliche Facetten auf, wobei die einzelnen Dimensionen nicht direkt über Indikatoren erfassbar sind, sondern ihrerseits wiederum aus Faktoren bestehen (vgl. Fassnacht, 2003, S. 67; Homburg/Giering, 1998, S. 114). Der nachfolgenden *Abbildung 5.2* kann eine Einordnung der Begriffe entnommen werden. Die dort verwendete Symbolik entspricht den Vorgaben in der einschlägigen Literatur: Ovale entsprechen Konstrukten, Faktoren oder Dimensionen, wohingegen Rechtecke beobachtbare Indikatoren symbolisieren. Weitere Erläuterungen zur Messung von Konstrukten und Wirkungszusammenhängen zwischen Konstrukten finden sich in Abschnitt 7.2.1.

5.3 Ausgewählte Qualitätsmodelle

Die Konzeptualisierung und Messung von Servicequalität ist bis heute eines der meist beachteten Themen in der Literatur zum Servicemarketing. Trotzdem besteht derzeit keine Einigkeit über die relevanten Dimensionen und deren Messung. Einzig die Tatsache, dass wahrgenommene Servicequalität auf mehreren Dimensionen basiert und ein komplexes Konstrukt ist, ist mittlerweile allgemein akzeptiert. Über die Anzahl und den Inhalt dieser Dimensionen konnte jedoch kein Konsens erzielt werden. Sowohl zwei (vgl. Grönroos, 1982), drei (vgl. Rust/Oliver, 1994), fünf (vgl. Parasuraman et al., 1988), bis zu zehn (vgl. Parasuraman et al., 1985) Dimensionen werden als relevant erachtet. Bis

heute fehlt eine Konzeptualisierung, die der Komplexität und dem hierarchischen Aufbau des Konstrukts gerecht wird.

Im Folgenden werden fünf richtungsweisende Konzeptualisierungsansätze dieser Forschungsrichtung in ihren Grundzügen, soweit für die vorliegende Arbeit relevant, vorgestellt. Basierend auf diesen Ansätzen zur Konzeptualisierung wahrgenommener (Dienstleistungs-)Qualität wird in Abschnitt 5.4 das IR-Qualitätsmodell abgeleitet.

5.3.1 Modell von Grönroos

Das von Grönroos entwickelte Modell, das auch als „Nordisches Modell“ bezeichnet wird (vgl. Brady/Cronin Jr., 2001, S. 34), beschreibt die Qualitätswahrnehmung einer Dienstleistung durch den Nachfrager. Die Qualität ist in diesem Modell das Ergebnis eines Vergleichsprozesses zwischen erwarteter und tatsächlich erhaltener Leistung (vgl. Grönroos, 1982, S. 37ff.).

Grönroos unterscheidet zwei Qualitätsdimensionen (vgl. *Abbildung 5.3*): die technische („Technical Quality“) und die funktionale Qualität („Functional Quality“). Die „Technical Quality“ befasst sich mit der Fragestellung, was der Nachfrager der Dienstleistung erhält, wohingegen die „Functional Quality“ darauf abstellt, wie die Dienstleistung dargeboten wird (vgl. Grönroos, 1984; ähnlich Grönroos, 1982; vgl. auch Schneider/Bowen, 1995, S. 29). Damit betont dieses Modell die prozessuale Komponente (vergleichbar dem Modell von Donabedian; vgl. Donabedian, 1980): „In summary, the consumer is not only interested in what he receives as an outcome of the production process, but in the process itself. How he gets the technical outcome – or technical quality – functionally, is also important to him and to his view of the service he has received.“ (Grönroos, 1984, S. 39). Die technische Qualität kann hierbei i.d.R. relativ gut objektiv gemessen werden.

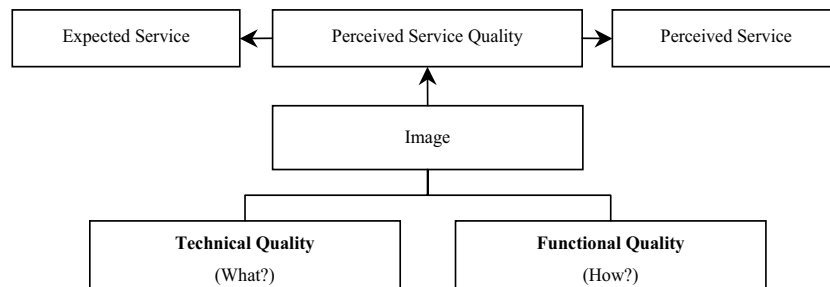


Abbildung 5.3: Qualitätsmodell nach Grönroos
(Quelle: Grönroos, 1984, S. 40)

Die Interaktionskomponente indes unterliegt weitgehend einer subjektiven Wahrnehmung.

Als weitere Qualitätsdimension nennt Grönroos das Unternehmensimage. Es basiert im Wesentlichen auf der technischen und funktionalen Qualität der Dienstleistung (vgl. Grönroos, 1984, S. 39). In der Betonung des Unternehmensimage sowie in der Verknüpfung der technischen und funktionalen Qualitätsdimension liegen die Besonderheiten des Modells. Grönroos hebt hervor, dass die beiden Dimensionen nicht voneinander unabhängig sind: „An acceptable technical quality can be thought of as a prerequisite for a successful functional quality“ (Grönroos, 1982, S. 43).

Die von Grönroos erarbeitete Zweiteilung war in der Vergangenheit bereits Gegenstand umfangreicher empirischer Überprüfungen. So konnten verschiedene Autoren bestätigen, dass bei Inanspruchnehmern einer Dienstleistung im Rahmen ihrer Qualitätsbeurteilung tatsächlich beide Facetten relevant sind (vgl. z.B. Lassar et al., 2000; Baker/Lamb, 1993; Higgins/Ferguson, 1991; Richard/Allaway, 1993).

5.3.2 Modell von Parasuraman/Zeithaml/Berry

Das SERVQUAL-Modell von Parasuraman et al., auch als „Amerikanische Perspektive“ oder „Amerikanisches Modell“ bekannt (vgl. Brady/Cronin Jr., 2001, S. 34), zeichnet sich durch seine empirische Fundierung aus. So wurden umfangreiche explorative Studien in Form von Tiefeninterviews und Gruppeninterviews durchgeführt, um ein allgemeingültiges Qualitätsmodell zu erarbeiten (vgl. Parasuraman et al., 1985, S. 44ff.). Auch im Qualitätsmodell nach Parasuraman et al. ergibt sich die vom Nachfrager wahrgenommene Qualität durch einen Vergleich der wahrgenommenen mit der erwarteten Leistung (die beide im SERVQUAL-Modell separat abgefragt werden). Eine unzureichende Qualität liegt vor, wenn zwischen den Soll- und Istwerten Diskrepanzen, sog. „Gaps“, vorliegen (Parasuraman et al. sehen in ihrem Modell fünf Gaps vor, auf die in dieser Arbeit nicht eingegangen werden kann; vgl. dazu Parasuraman et al., 1985; Parasuraman et al., 1988, Zeithaml et al., 1992).

Im Rahmen der Gruppeninterviews stellen Parasuraman et al. fest, dass Nachfrager die Dienstleistungsqualität unabhängig von der Art der Dienstleistung an ähnlichen Kriterien festmachen (vgl. Parasuraman et al., 1985, S. 46). Diese Kriterien wurden in zehn Dimensionen gefasst und anschließend einer weiteren Überprüfung unterzogen (für eine detaillierte Darstellung der Vorgehensweise vgl. Parasuraman et al., 1991, S. 421ff.; Haller, 1995, S. 84f.).

Das bereinigte SERVQUAL-Modell beinhaltet schließlich fünf Dimensionen (vgl. *Abbildung 5.4*).

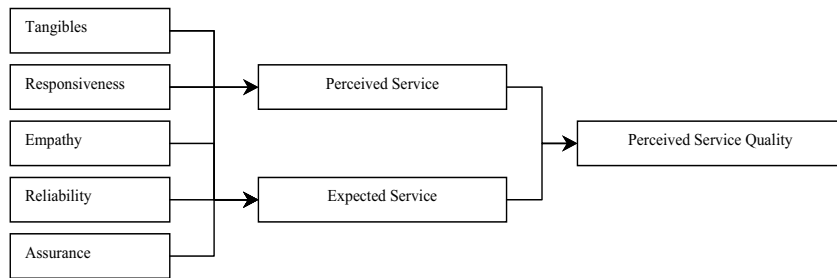


Abbildung 5.4: SERVQUAL-Skala von Parasuraman et al.
(Quelle: in Anlehnung an Parasuraman et al., 1988)

Ein wesentlicher Kritikpunkt an der Vorgehensweise von Parasuraman et al. bezieht sich auf das Erhebungsinstrument. Die separate Erfassung der Erwartungs- und Erlebnis-komponente mit anschließender Differenzenbildung zur Ermittlung des Qualitätsgrads wird in der Literatur heftig diskutiert und kritisiert. (vgl. Cronin Jr./Taylor, 1992, S. 56; Bolton/Drew, 1991; Churchill Jr./Surprenant, 1982; Mazis et al., 1975; Woodruff et al., 1983). Cronin/Taylor kommen zu folgendem Ergebnis: „However, little if any theoretical or empirical evidence supports the relevance of the expectations-performance gap as the basis for measuring service quality. In fact, the marketing literature appears to offer considerable support for the superiority of simple performance based measures of service quality.“ (Cronin Jr./Taylor, 1992, S. 56). Diesen Mangel nahmen Cronin/Taylor zum Anlass eine Alternative zum SERVQUAL-Konzept zu entwickeln, die nun vorgestellt wird.

5.3.3 Modell von Cronin/Taylor

Cronin/Taylor verfolgen mit ihrer Arbeit, die aus einer kritischen Auseinandersetzung mit dem SERVQUAL-Konzept von Parasuraman et al. entstanden ist, zwei wesentliche Forschungsziele: Zum einen halten sie die Messung der Servicequalität mit Hilfe einer separaten Erhebung der Erwartungs- und Erlebnis-komponente mit anschließender Differenzenbildung für unzulänglich. Daher entwickeln sie eine Alternative zum SERVQUAL-Konzept, das SERVPERF-Konzept. Es sieht eine (ungewichtete) rein performance-basierte Erhebung der Servicequalität vor (zu empirischen Ergebnissen hinsichtlich der Überlegenheit einer solchen rein performance-orientierten Messung gegenüber einer Differenzenbildung zwischen Wahrnehmung und Erwartung vgl. Bolton/Drew, 1991, S. 7; Brown et al., 1993). In einem solchen Fall wird die Zufriedenheit von den Befragten direkt beurteilt. Zum anderen soll die Beziehung zwischen Servicequalität, Kundenzufriedenheit und Kundenbindung/Kaufverhalten näher beleuchtet werden.

Das SERVPERF-Konzept ist im Hinblick auf die Operationalisierung des Konstrukts „wahrgenommene Servicequalität“ dem SERVQUAL-Konzept sehr ähnlich. So verwenden Cronin/Taylor beispielsweise die gleichen 22 Indikatoren. Auch die von Parasuraman et al. abgeleitete 5-Faktoren-Struktur haben Cronin/Taylor als Grundlage für die empirische Überprüfung übernommen. Sie wird allerdings von den Autoren nicht bestätigt (vgl. Cronin Jr./Taylor, 1992, S. 60f.).

Als wesentliches Ergebnis der Arbeit von Cronin/Taylor gilt festzuhalten, dass die empirische Überprüfung eine Dominanz der (ungewichteten) direkten performance-basierten Messung gegenüber der von Parasuraman et al. vorgeschlagenen Messung ergibt (vgl. auch Brady et al., 2002; ähnliche Ergebnisse auch bei Babakus/Boller, 1992; Boulding et al., 1993; Lilijander/Strandvik, 1993; vgl. grundsätzlich zur Problematik der Differenzenbildung z.B. Prakash, 1984). Zusätzlich führt die Verwendung einer Doppelskala zu einer Verdoppelung der Fragebogenlänge, wodurch sich die Befragungszeit unverhältnismäßig verlängert. Dies wiederum hat eine geringere Antwortbereitschaft zur Folge. Aus diesen Gründen wird in der vorliegenden Arbeit eine Einfachskala zur Messung verwendet (vgl. die Ausführungen in Abschnitt 7.1.2).

Darüber hinaus haben die Autoren überprüft, ob die zusätzliche Erhebung der Bedeutungskomponente einen weiteren Erklärungsgehalt für die Servicequalität liefern kann. In einem solchen Fall würde auch die Relevanz erhoben, die die Befragten bestimmten Items oder Dimensionen (Faktoren) beimessen. Sowohl Parasuraman et al. wie auch Cronin/Taylor kommen zu dem Ergebnis, dass eine separate Erhebung der Bedeutung nicht sinnvoll erscheint, da „a primary purpose of regression analysis is to derive the importance weights indirectly (in the form of beta coefficients) by using unweighted or „raw“ scores as independent variables.“ (Parasuraman et al., 1994, S. 115). Auch in der vorliegenden Arbeit wird von einer separaten Erhebung der Bedeutungskomponente abgesehen, denn ein wesentliches Ziel der Arbeit liegt gerade in der Ermittlung dieser Gewichte bzw. Bedeutungen mit Hilfe geeigneter statistischer Verfahren.

5.3.4 Modell von Dabholkar/Shepherd/Thorpe

Die bisher dargestellten Qualitätsmodelle haben die einzelnen Dimensionen als Komponenten der Servicequalität angesehen (vgl. Dabholkar et al., 2000, S. 142). Die Servicequalität wird damit nicht als eigenständiges Konstrukt gesehen. Eine Beeinflussung durch andere, außerhalb des erstellten Modells liegende Faktoren wird ausgeschlossen. Eine solche Modellierung, die letztlich einer formativen Konstrukt-messung entspricht, unterstellt eine vollständige Erfassung aller für die Entstehung der wahrgenommenen Qualität relevanten Faktoren. Der angenommene Erklärungsgehalt (= Bestimmtheitsmaß) liegt bei einer solchen Vorgehensweise stets bei 100 %. Werden die Dimensionen hingegen als Antezedenzien der wahrgenommenen Qualität modelliert, werden alle Einflussfaktoren, die nicht modellinhärent

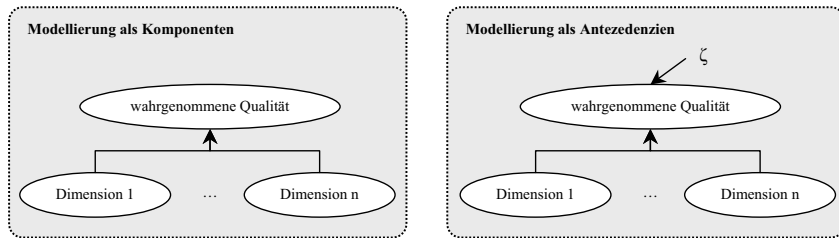


Abbildung 5.5: Modellierung als Komponenten vs. Antezedenzien

sind, in einem Fehlerterm erfasst. Im Gegensatz zur komponentenbasierten Modellierung kann auf diese Weise auch die Erklärungsgüte des aufgestellten Modells ermittelt werden. Die beiden Vorgehensweisen sind in *Abbildung 5.5* grafisch dargestellt.

Eine vollständige Erfassung aller relevanten Faktoren, wie sie bei der komponentenbasierten Modellierung unterstellt wird, ist eher selten möglich. Sinnvoll erscheint dieser Modell- aufbau jedoch dann, wenn auf bereits intensiv getestete Konzeptualisierungen zurückgegriffen werden kann, die einen hohen Erklärungsgehalt aufweisen (z.B. im Rahmen der Operationalisierung der Interaktions- und Informationsqualität in den Abschnitten 8.3.1.1 und 8.4.1.1).

Dabholkar et al. argumentieren genau entgegengesetzt und pauschalisierend, ein Übergang von einer komponentenbasierten hin zu einer antezedenzienbasierten Modellierung sei als typischer Entwicklungs- bzw. Reifeprozess zu verstehen: „viewing related dimensions as antecedents to service quality is a natural step in the progression of the service quality construct. As such, it should increase our understanding of service quality evaluations and of the role of antecedents in forming these evaluations“ (Dabholkar et al., 2000, S. 140). Einer solchen Sichtweise, die einer inhaltlichen Argumentation entbehrt, kann aus den oben genannten Gründen nicht gefolgt werden.

Dabholkar et al. wie bereits Cronin/Taylor kritisieren auch die Messung der Servicequalität mit Hilfe einer Wahrnehmungs- und Erwartungskomponente. Sie gehen von einer Überlegenheit der direkten Erhebung der Wahrnehmung aus (vgl. Dabholkar et al., 2000, S. 146). Das Qualitätsmodell von Dabholkar et al. ist in *Abbildung 5.6* wiedergegeben.

Dabholkar et al. testen in ihrer Arbeit verschiedene Alternativmodelle, z.B. ein komponenten-basiertes Qualitätsmodell und ein Modell, das auf einer Messung der Servicequalität mit Hilfe einer Differenzenbildung aus Wahrnehmungs- und Erwartungskomponente basiert. Sie stellen eine Überlegenheit der antezedenzienbasierten Modellierung fest (vgl. Dabholkar et al., 2000, S. 156f.) wie auch eine bessere Modellgüte im Fall einer direkten (performance-orientierten) Messung der wahrgenommenen Service-

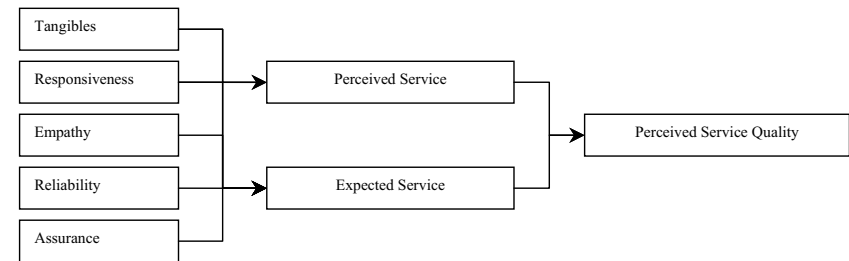


Abbildung 5.6: Qualitätsmodell von Dabholkar/Shepherd/Thorpe
(Quelle: Dabholkar et al., 2000, S. 157)

qualität im Gegensatz zu einer Messung mit Hilfe einer Differenzenbildung aus Wahrnehmung und Erwartung (vgl. Dabholkar et al., 2000, S. 164f.).

In der vorliegenden Arbeit werden Dimensionen sowohl als Antezedenzien wie auch als Komponenten modelliert. Welche Modellierung angewendet wird, ist abhängig vom Forschungsstand beim jeweiligen Teilmodell (vgl. die Ausführungen in Abschnitt 5.4.3). Auf die Wahl der direkten Messung der wahrgenommenen Qualität als Messverfahren wurde bereits hingewiesen.

5.3.5 Modell von Brady/Cronin

Auch Brady/Cronin nehmen die Kritik an der SERVQUAL-Skala zum Anlass, ein eigenes Qualitätsmodell zu entwickeln. Die Besonderheit dieses Modells ist im hierarchischen Ansatz zu sehen, der zur Konzeptualisierung des komplexen Konstrukts „Servicequalität“ gewählt wird. Sie formulieren ein aus drei Ebenen bestehendes Multilevel-Modell: die gesamte Qualität (Level 1), „primäre Dimensionen“ (Level 2) und „Sub-Dimensionen“ (Level 3). Damit stellt die Servicequalität ein Konstrukt höherer Ordnung dar. Hierbei gehen Brady/ Cronin auf der Ebene der primären Dimensionen von einer Struktur analog der von Rust/ Oliver aus (vgl. Rust/Oliver, 1994). Demzufolge basiert die gesamte Qualitätswahrnehmung durch den Leistungsempfänger auf drei Dimensionen (vgl. Dabholkar et al., 2000, S. 36): 1. der Interaktion zwischen Kunde und Mitarbeiter des Dienstleistungsanbieters (vergleichbar der „Functional Quality“ von Grönroos), 2. der Umgebung, in der der Service erbracht wird und 3. dem Ergebnis, also der erbrachten Leistung (vergleichbar der „Technical Quality“ von Grönroos). Weiterhin brechen Dabholkar et al. jede dieser primären Dimensionen in jeweils drei Sub-Dimensionen herunter. Zur Operationalisierung der Sub-Dimensionen wiederum wird auf die SERVQUAL-Skala zurückgegriffen, da weitgehend Einigkeit über deren Relevanz besteht (vgl. Fisk et al., 1993, S. 80; zur genauen Integration vgl. Brady/Cronin Jr., 2001, S. 37f.). Das empirisch zu prüfende Modell ist in *Abbildung 5.7* wiedergegeben.

Die besondere Weiterentwicklungsleistung von Brady/Cronin ist in der Kombination des Ansatzes von Grönroos (Nordisches Modell) auf der einen und Parasuraman et al. (Amerikanisches Modell) auf der anderen Seite zu sehen. Sie verdeutlichen mit ihrer Arbeit, dass es sich weniger um konkurrierende, als vielmehr um komplementäre Sichtweisen des komplexen Konstrukts „Servicequalität“ handelt: „We suggest that neither perspective is wrong; each is incomplete without the other“ (Brady/Cronin Jr., 2001, S. 38).

Problematisch erscheint die Wirkungsrichtung der Zusammenhänge zwischen den primären Dimensionen und den Sub-Dimensionen. Es ist auch aufgrund mangelnder Erklärung nicht nachvollziehbar, warum die Sub-Dimensionen hier als Wirkungen und nicht als Determinanten der jeweiligen primären Dimension modelliert werden. Diese Wirkungsrichtung steht im Widerspruch zur Wirkungsrichtung zwischen den einzelnen primären Dimensionen und der Service Qualität insgesamt. Zudem wird eine solche Vorgehensweise nicht der Forderung von Dabholkar et al. gerecht, die Qualität und damit im Rahmen einer konsequenten Fortführung dieses Gedankens die einzelnen pri-

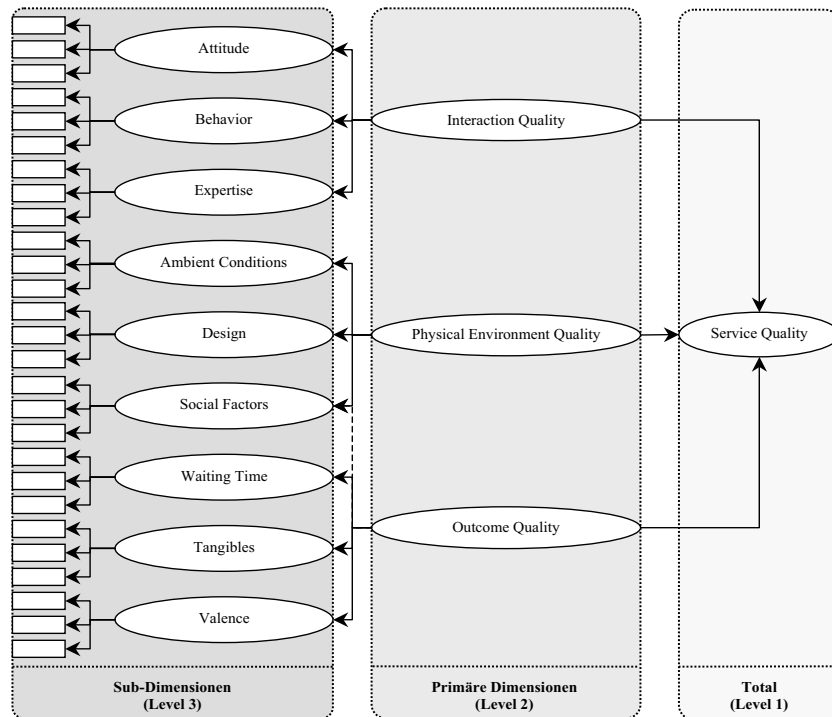


Abbildung 5.7: Qualitätsmodell von Brady/Cronin
(Quelle: Brady/Cronin Jr., 2001, S. 37)

mären Dimensionen als eigenständige Konstrukte zu modellieren. Diese Kritikpunkte werden bei der nachfolgenden Erarbeitung des IR-Qualitätsmodells berücksichtigt.

5.4 Ableitung des Investor Relations-Qualitätsmodells

In diesem Abschnitt wird das für die empirische Überprüfung relevante IR-Qualitätsmodell erarbeitet. Hierzu wird auf Elemente der bereits vorgestellten Modelle zurückgegriffen. Dabei wird der Auffassung von Brady/Cronin Jr., 2001 gefolgt, die das Nordische und das Amerikanische Modell als komplementär und integrierbar kennzeichnen. Damit ist das IR-Qualitätsmodell ein Multilevel-Modell.

Zur Konzeptualisierung auf der Ebene der primären Dimensionen (Level 2) wird dem Ansatz von Grönroos gefolgt und eine Zweiteilung in eine funktions- bzw. interaktionsorientierte Komponente auf der einen und eine technikorientierte Komponente auf der anderen Seite vorgenommen, die aufgrund des Anwendungsgebietes der IR-Arbeit als informationsorientierte Komponente bezeichnet wird. Unter Berücksichtigung der aktuellen positiven Beurteilungen dieser Zweiteilung aufgrund empirischer Überprüfungen (vgl. z.B. Richard/Allaway, 1993; Lassar et al., 2000; Brady/Cronin Jr., 2001; ähnlich Homburg, 2000) sowie einer hochgradigen Zustimmung im Rahmen der qualitativen Überprüfung mit Hilfe von Experteninterviews erscheint eine Übernahme gerechtfertigt. Welche der beiden Dimensionen von höherer Relevanz ist, hängt, der Sichtung empirischer Forschungsergebnisse der Vergangenheit zur Folge, primär von der betrachteten Dienstleistung ab. Einige weiterführende konzeptionelle Überlegungen zur Angemessenheit finden sich in den folgenden Erläuterungen zu den einzelnen Dimensionen. Auf der Ebene der Sub-Dimensionen (Level 3) wird zur Konzeptualisierung der Interaktionsdimension die SERVQUAL-Skala herangezogen. Die Erarbeitung der Facetten der Inhalts- bzw. Ergebnisdimension erfolgt aufgrund der Anwendungsdomäne der IR-Arbeit mit Hilfe der qualitativen Anforderungen an Informationen, wie sie der Literatur zur Rechnungslegung entnommen werden können.

5.4.1 Konzeptualisierung der Dimension „wahrgenommene Interaktionsqualität“

Aufgrund der Eigenschaften von Dienstleistungen und damit auch der Eigenschaften der IR-Arbeit (vgl. Abschnitt 2.5.2) kommt der interpersonellen Interaktion eine besondere Bedeutung zu (vgl. Bitner et al., 1994, S. 95; Hartline/Ferrell, 1996, S. 52). Diese Schnittstelle zwischen Mitarbeitern und Kunden des Unternehmens wird in der Literatur als „Key Element“ bezeichnet (vgl. Brady/Cronin Jr., 2001, S. 38). Surprenant/ Salomon kommen in ihren Ausführungen zu dem Ergebnis, die Interaktion sei „a critical determinant of satisfaction with the service“ (vgl. Surprenant/Solomon, 1987, S. 87). Es kann also festgehalten werden, dass die Literatur die Integration einer Interaktionsdimension zur Erfassung der wahrgenommenen Servicequalität empfiehlt.

Bei der Erarbeitung des Partialmodells zur Erklärung der wahrgenommenen Interaktionsqualität wird die SERVQUAL-Skala herangezogen, da die Zielsetzung dieser Skala im Aufzeigen der Facetten der Bereitstellungs- bzw. Interaktionsqualität liegt (vgl. Richard/ Allaway, 1993, S. 6f; Mangold/Babakus, 1991, S. 6f). Allerdings kann die SERVQUAL-Skala nicht ohne Anpassungen für alle Servicebereiche übernommen werden (vgl. Carman, 1990, S. 36ff; Morrison Coulthard, 2004, S. 48f). Bei der Erarbeitung des IR-Qualitätsmodells wurde die SERVQUAL-Skala sukzessive modifiziert, um den Spezifika der Anwendungsdomäne „IR-Arbeit“ gerecht werden zu können. Auch Parasuraman et al. akzeptieren dies und beschreiben die Anpassungsnotwendigkeit wie folgt: „As such, it provides a basic skeleton [...]. The skeleton, when necessary, can be adapted or supplemented to fit the characteristics or specific research needs of a particular organization.“ (Parasuraman et al., 1988, S. 30f.). Zwar beziehen sich Parasuraman et al. im Rahmen ihrer Ausführungen zur Anpassungsnotwendigkeit auf eine bestimmte Organisation im Sinne eines Unternehmens. Hieraus kann aber auch ein Adaptionsbedarf für eine bestimmte Dienstleistung abgeleitet werden. Als Ergebnis der Expertenbefragung zeigt sich, dass im Fall der IR-Arbeit als Dienstleistung folgende Aspekte Einfluss auf die wahrgenommene Interaktionsqualität haben:

- *Wahrgenommene Individualität der Leistungserbringung (in Anlehnung an „Empathy“ der SERVQUAL-Skala)*
Geht auf die Frage ein, inwieweit die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen standardisiert oder auf die individuellen Bedürfnisse des jeweiligen Kapitalmarktteilnehmers zugeschnitten sind.
- *Wahrgenommenes physisches Umfeld/optische Attraktivität (in Anlehnung an „Tangibles“ der SERVQUAL-Skala)*
Umfasst alle physischen Komponenten der Dienstleistungserbringung wie Räumlichkeiten oder vom Unternehmen bereitgestellte Unterlagen.
- *Wahrgenommener Leistungswille der Akteure (in Anlehnung an „Responsiveness“ der SERVQUAL-Skala)*
Geht auf die Frage ein, inwieweit die IR-Akteure die Bereitschaft mitbringen un-mittelbar zu helfen und prompt zu bedienen.
- *Wahrgenommene Kompetenz der Akteure (in Anlehnung an „Assurance“ der SERVQUAL-Skala)*
Beinhaltet Aspekte wie fachliches Wissen oder sprachliche Fähigkeiten. Die Bezeichnung „Souveränität“, wie sie von Parasuraman et al. in der überarbeiteten Version des SERVQUAL-Konzeptes verwendet wurde, wird nicht übernommen, da sie im Rahmen der Tiefeninterviews (erste Phase der empirischen Überprüfung) nicht eindeutig trennbar bzw. überschneidungsfrei zum Begriff „Leistungswille“ erschien.

- *Wahrgenommene Zuverlässigkeit der Akteure (in Anlehnung an „Reliability“ der SERVQUAL-Skala)*
Beschreibt in Anlehnung an Parasuraman et al. die Fähigkeit der IR-Akteure, den versprochenen Service verlässlich und präzise durchzuführen.
- *Wahrgenommene Einbindung des Top-Managements (zusätzlich aufgenommen)*
Die SERVQUAL-Skala wird um die Einbindung des Top-Managements erweitert, da die entsprechende Forschungsliteratur darauf rekurriert und im Kontext der Tiefeninterviews von den Gesprächspartnern immer wieder auf diesen Aspekt hingewiesen wurde.

5.4.2 Konzeptualisierung der Dimension „wahrgenommene Informationsqualität“

Über den starken Einfluss der Qualität des Ergebnisses der Dienstleistungserbringung, von Grönroos als technische Qualität bezeichnet, herrscht Einigkeit in der Literatur (vgl. z.B. Carman, 2000, S. 338; Grönroos, 1982, S. 33). Diese technische Qualität befasst sich mit Qualitätsaspekten der gelieferten Leistung. Aufgrund der einhelligen Meinung in der Literatur, der Ergebnisse der qualitativen Überprüfung durch Experteninterviews sowie der intuitiven Nachvollziehbarkeit erscheint eine Integration der technischen Qualität in das IR-Qualitätsmodell als Bestandteil der Gesamtqualität gerechtfertigt.

Bei der Dienstleistung IR-Arbeit entspricht die technische Qualität der Qualität der bereitgestellten Informationen. An diese Informationen werden von den Kapitalmarktteilnehmern gewisse Anforderungen gestellt. Zur Identifikation dieser Anforderungen, also zur Konzeptualisierung des Konstrukts „wahrgenommene Informationsqualität“, wird auf Literatur zur externen Rechnungslegung zurückgegriffen. Von besonderem Interesse für die Konzeptualisierung sind die Ausführungen zu den Rahmenkonzepten („Conceptual Frameworks“) der verschiedenen Rechnungslegungssysteme.

Ein wesentlicher Bestandteil der Rahmenkonzepte ist die Darstellung der qualitativen Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer an Unternehmensinformationen (vgl. Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980). „Qualitative characteristics are the attributes that make the information provided in financial statements useful to users.“ (KPMG, 1999, S. 334). Gemäß des FASB macht erst die Einhaltung der qualitativen Charakteristika die Information zu einer „desirable commodity“ (Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980, SFAC No. 2, Abs. 32). Sie stellen damit verschiedene Dimensionen der wahrgenommenen Informationsqualität, allgemeiner formuliert, der technischen Qualität, dar.

Die qualitativen Anforderungen der beiden am weitesten verbreiteten Rechnungslegungssysteme entsprechen sich weitgehend (vgl. Buchholz, 2001, S. 51) – Raffournier spricht sogar von einer Identität der qualitativen Charakteristika (vgl. Raffournier, 2000, S. 98). Sowohl vom International Accounting Standards Board (IASB) für die International Financial Re-

porting Standards (IFRS) wie auch vom Financial Accounting Standards Board (FASB) für die US-Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP) wurden entsprechende Qualitätsstandards definiert. In beiden Rahmenkonzepten finden sich folgende vier Grundsätze:

- *Wahrgenommene Relevanz („Relevance“)*

Geht auf die Frage ein, unter welchen Bedingungen eine Information dazu geeignet ist, die Entscheidung eines Kapitalmarktteilnehmers zu beeinflussen (vgl. Raffournier, 2000, S. 74f.). Das FASB kennzeichnet Relevanz wie folgt: „The capacity of information to make a difference in a decision by helping users to form predictions about the outcomes of past, present, and future events or to confirm or correct prior expectations.“ (Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980, SFAC No. 2).

- *Wahrgenommene Verlässlichkeit („Reliability“)*

Die Verlässlichkeit geht auf die Frage ein, ob die dem Informationsempfänger bereitgestellten Informationen tatsächlich das wiedergeben, was er von ihnen erwartet hat (vgl. Raffournier, 2000, S. 75). Nach dem FASB kann Verlässlichkeit wie folgt umschrieben werden: „The reliability of a measure rests on the faithfulness with which it represents what it purports to represent [...]. Of course, degrees of reliability must be recognized. It is hardly ever a question of black or white, but rather of more reliability or less.“ (Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980, SFAC No. 2, Abs. 59).

- *Wahrgenommene Verständlichkeit („Understandability“)*

Geht auf die Frage ein, ob die bereitgestellten Informationen so aufbereitet sind, dass sachkundige Abschlussleser keine nennenswerten Verständnisprobleme haben (vgl. KPMG, 1999, S. 21). Veröffentlichte Informationen sollen, damit sie relevant sind, nach dem FASB „be comprehensible to those who have a reasonable understanding of business and economic activities and are willing to study the information with reasonable diligence.“ (Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980, SFAC No. 2, Abs. 40).

- *Wahrgenommene Vergleichbarkeit („Comparability“)*

Das FASB stuft die Vergleichbarkeit im Gegensatz zum IASB lediglich als sekundäres Qualitätsmerkmal ein (vgl. Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980, SFAC No.2, Abs. 32, Figure 1). Die Bedeutung der Vergleichbarkeit wird aus folgender Überlegung abgeleitet: „Information about an enterprise gains greatly in usefulness if it can be compared with similar information about other enterprises and with similar information about the same enterprise for some other period or some other point in time.“ (Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980, SFAC No. 2, Abs. 111). In diesem Zusammenhang weist das FASB auf die Vorteile hin, die mit einer Vergleichsmöglichkeit für die Informationsadressaten, die Kapitalmarktteilnehmer, verbunden sind.

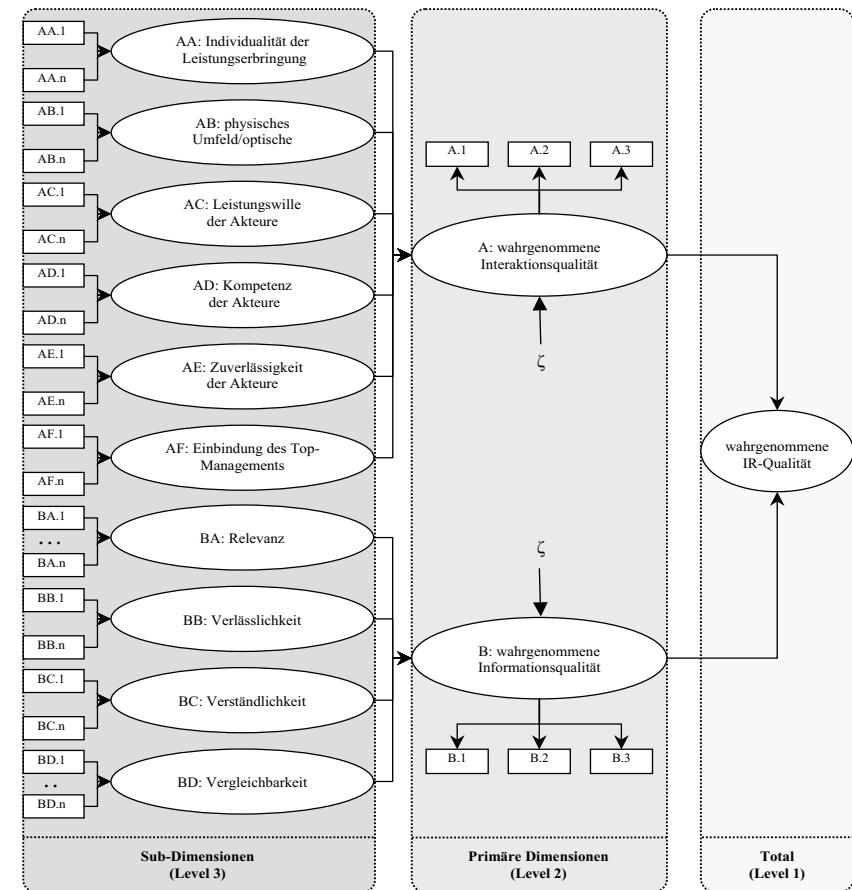


Abbildung 5.8: Vollständiges IR-Qualitätsmodell (Fehlerterme von Indikatoren wurden aus Gründen der Übersichtlichkeit weggelassen)

Diese mit Hilfe der Literatur abgeleiteten Charakteristika werden auch im Kontext der Tiefeninterviews von den Gesprächspartnern als relevant erachtet und daher in das IR-Qualitätsmodell integriert.

5.4.3 Zusammenfassende Darstellung des Investor Relations-Qualitätsmodells

Das sich ergebende und empirisch noch zu testende IR-Qualitätsmodell ist in *Abbildung 5.8* dargestellt (auf den Zusatz „wahrgenommen“ bei den Sub-Dimensionen wird aus Platzgründen verzichtet).

Insgesamt ergibt sich damit ein Modell, das, basierend auf den aktuellen Forschungsergebnissen von Dabholkar et al., 1996 und Brady/Cronin, 2001, die Marketingforschung für den Bereich Servicequalität konsequent weiterführt.

Bislang offen geblieben ist die Frage nach den Beziehungen zwischen den Sub-Dimensionen (Level 3) und den zugehörigen primären Dimensionen (Level 2) auf der einen und den primären Dimensionen und der gesamten Qualitätsbeurteilung (Level 1) auf der anderen Seite. Aufgrund vorangegangener Forschung scheint zumindest die Wirkungsrichtung eindeutig zu sein. Hier ist eine Modellierung der Sub-Dimensionen als Einflussgrößen der primären Dimensionen und eine Modellierung der primären Dimensionen als Einflussgrößen der gesamten Qualitätswahrnehmung angezeigt (und nicht als Ergebnis; vgl. hierzu die Ausführungen zu formativen und reflektiven Messmodellen in Abschnitt 7.2.1). Dies kann grundsätzlich auf zwei Arten erfolgen (vgl. die Ausführungen in Abschnitt 5.3.4):

Erstens können die jeweils vorgelagerten Dimensionen als Komponenten der nachgelagerten Dimension aufgefasst werden (dies entspräche, wie noch zu erläutern sein wird, einer formativen Messung). Eine solche Vorgehensweise setzt voraus, dass mit Hilfe der vorgelagerten Dimensionen alle relevanten Facetten der nachgelagerten Dimension erfasst werden. Hiervon kann aufgrund der bisherigen, recht eindeutigen Forschungsergebnisse im Fall der Beziehung zwischen den primären Dimensionen wahrgenommene Interaktionsqualität (als funktionale Qualitätsfacette) und wahrgenommene Informationsqualität (als technische Qualitätsfacette) auf der einen und der gesamten Qualitätswahrnehmung auf der anderen Seite ausgegangen werden (vgl. zu den empirischen Forschungsergebnissen die Literaturhinweise in Abschnitt 5.3.1). Eine spezifische Anpassung dieser Zweiteilung an den jeweiligen Dienstleistungskontext – wie die „IR-Arbeit“ – erscheint aufgrund der vergangenen Forschungsergebnisse nicht erforderlich. Daher wird die komplette Qualitätswahrnehmung in der vorliegenden Arbeit als ein Konstrukt 2. Ordnung mit den primären Dimensionen als (formativen) Indikatoren modelliert.

Zweitens können die vorgelagerten Dimensionen als Antezedenzen der zugehörigen nachgelagerten Dimension aufgefasst werden, die in der Folge ein eigenständiges Konstrukt darstellt, das seinerseits mit Hilfe manifester Variablen (direkt beobachtbarer Indikatoren) zu messen ist. Eine solche Modellierung ist vor allem dann sinnvoll, wenn nicht von einer vollständigen Erfassung aller relevanten Facetten der nachgelagerten Dimension durch die vorgelagerten Dimensionen ausgegangen werden kann. Der Fall liegt dann vor, wenn ein Forschungsmodell oder ein Teil davon innovativ im Sinne fehlender fundierter empirischer Überprüfung ist. Eine Einbeziehung der vorgelagerten Dimensionen als Antezedenzen ermöglicht, im Gegensatz zu einer Modellierung als Komponenten, eine Überprüfung des Erklärungsgehalts des entsprechenden Teilmodells. Auch Dabholkar et al. diskutieren, wie bei der Modellbeschreibung in Abschnitt 5.3.4 dargestellt,

	Messverfahren		Rolle der Dimensionen				Anzahl Ebenen	
	Disconfirmation	Perception	Komponenten		Antezedenzen		Single Level	Multilevel
			Lev. 2	Lev. 3	Lev. 2	Lev. 3		
Parasuraman et al. (1988) ¹⁾	X		X				X	
Cronin/Taylor (1992) ¹⁾		X	X				X	
Dabholkar et al. (2000) ¹⁾		X			X		X	
Brady/Cronin (2001) ²⁾		X	X					X
Eigene Arbeit (2005)		X	X		X			X

¹⁾ Keine Unterscheidung bei der Rolle der Dimensionen in Level 2/Level3, da Single Level-Modelle

²⁾ Sub-Dimensionen auf Level 3 weder Komponente noch Antezedenz, da als reflektive Indikatoren der primären Dimensionen modelliert

Tabelle 5.1: Entwicklungsstufen in der Marketingforschung zur Servicequalität und Einordnung des eigenen IR-Qualitätsmodells

diese Frage. Sie kommen zu folgendem Ergebnis: „Often in building a literature stream, constructs are first defined in terms of components. Later, as the literature develops, some of these components are viewed as antecedents to offer greater understanding of the phenomenon under study“ (Dabholkar et al., 2000, S. 140). Die Autoren begründen diese Aussage jedoch lediglich mit ihren Erfahrungen und nennen Beispiele aus der Literatur. Eine wissenschaftliche bzw. methodische Argumentation unterbleibt hingegen. Diese grundsätzliche Aussage erscheint fragwürdig. Insbesondere die bereits angesprochene Möglichkeit der Überprüfung des Erklärungsgehalts im Fall einer Modellierung als Antezedenzen (z.B. mit Hilfe des Bestimmtheitsmaßes), lassen diese gerade bei innovativen Modellen sinnvoll erscheinen. Da bislang kein Qualitätsmodell für IR-Arbeit erstellt wurde und daher bislang keine empirische Überprüfung erfolgen konnte, sollte für den Modellteil, der eine kontextspezifische Anpassung erfordert, eine Modellierung als Antezedenzen erfolgen. Dies trifft auf die Sub-Dimensionen zu, die aufgrund des spezifischen Anwendungsbereichs der IR-Arbeit erarbeitet bzw. angepasst werden. Sie werden als Antezedenzen der primären Dimensionen modelliert.

Die Entwicklungen in der Messung der Servicequalität inklusive der Einordnung des eigenen Qualitätsmodells können *Tabelle 5.1* entnommen werden. Als „Single Level-Modelle“ werden Modelle bezeichnet, die bei den Determinanten der gesamten wahrgenommenen Qualität (Level 1) nicht in zwei Dimensionen-Ebenen unterscheiden (keine Differenzierung zwischen Sub-Dimensionen und primären Dimensionen).

6. Konzeptionelle Ableitung der Wirkungen der Investor Relations-Qualität – Erarbeitung des Investor Relations-Wirkungsmodells

Im letzten Abschnitt wurde diskutiert, wie die wahrgenommene Qualität der IR-Aktivitäten gemessen werden kann. Nun werden, basierend auf den in Abschnitt 2.4 dargestellten IR-Zielen, mögliche Wirkungen der IR-Arbeit herausgearbeitet und theoretisch untermauert. Für jeden der identifizierten, theoretisch möglichen Wirkungszusammenhänge werden Hypothesen formuliert, die im empirischen Teil der Arbeit auf ihre Gültigkeit hin überprüft werden.

6.1 Wirkung auf das vor-ökonomische Ziel „Investor Relations-Zufriedenheit“

6.1.1 Grundlegendes zur Zufriedenheit

Die Kundenzufriedenheit hat, im Gegensatz zur Investorenzufriedenheit, eine zentrale Stellung in der Marketingtheorie und -praxis inne (vgl. Homburg/Stock, 2003, S. 19). Dies ist darauf zurückzuführen, dass Zufriedenheit häufig als die wichtigste Determinante der Loyalität bzw. der Bindung zum Unternehmen und damit des Unternehmenserfolgs identifiziert wird (zur Erläuterung des Loyalitätsbegriffs vgl. Braunstein, 2001, S. 27ff.; zur Abgrenzung der Begriffe Loyalität und Bindung vgl. Homburg/Bruhn, 2000, S. 8f.; für empirische Arbeiten zum Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit, Kundenloyalität und weiteren Erfolgsgrößen vgl. Anderson/Sullivan, 1993; Biong, 1993; Fornell et al., 1996; Olsen, 2002; Gruca/Rego, 2005; Anderson et al., 1994; Anderson, 1996; Anderson et al., 2004; Homburg et al., 2005; Anderson et al., 1997; dazu die angegebene Literatur bei Homburg/Bucerius, 2003; Homburg et al., 2000; Homburg et al., 2003a; Giering, 2000). Aufgrund dieses Zusammenhangs steht seit Mitte der 1980er Jahre die Erklärung des Phänomens (Kunden-)Zufriedenheit im Zentrum der wissen-

schaftlichen Betrachtung. So wurden nach Peterson/Wilson bis 1992 ca. 15.000 Kundenzufriedenheitsstudien allein im anglo-amerikanischen Raum durchgeführt (vgl. Peterson/Wilson, 1992, S. 61). Trotz oder, wie Wallenburg anmerkt, gerade aufgrund der äußerst intensiven Auseinandersetzung mit dem Konstrukt „Zufriedenheit“ (vgl. Wallenburg, 2004, S. 93), gibt es bislang „weder eine fundierte, anerkannte Theorie der Kundenzufriedenheit noch einen Konsensus über eine einheitliche Konzeptualisierung und Messung von Zufriedenheit bzw. Unzufriedenheit“ (Braunstein, 2001, S. 33; vgl. auch die dort angegebene Literatur). Vor dem Hintergrund der beschriebenen intensiven Auseinandersetzung im Bereich der Kundenzufriedenheitsforschung ist es erstaunlich, dass eine Übertragung auf den Bereich der IR-Arbeit bislang ausblieb.

In Abschnitt 6.1.2 werden Erklärungsansätze für die Entstehung von Zufriedenheit dargestellt, und darauf aufbauend in den Abschnitten 6.1.3 bis 6.1.5 die Zusammenhänge zwischen der wahrgenommenen IR-Qualität und der IR-Zufriedenheit abgeleitet.

6.1.2 Erklärungsansätze zur Entstehung von Zufriedenheit

6.1.2.1 CD-Paradigma

In Einklang mit der aktuellen wissenschaftlichen Literatur wird das sog. „Confirmation/Disconfirmation-Paradigma“ (im Folgenden als „CD-Paradigma“ bezeichnet) zur Erklärung der Zufriedenheitsentstehung herangezogen. Demnach ist Zufriedenheit das Ergebnis eines Vergleichs zwischen der tatsächlichen Erfahrung bei Inanspruchnahme einer Leistung (Ist-Leistung) und einem bestimmten Vergleichsstandard des Kunden (Soll-Leistung) (vgl. Homburg/Stock, 2003, S. 20). Die Kundenzufriedenheit ist also das Resultat eines Vergleichsprozesses (vgl. Oliver, 1997, S. 12; Westbrook/Oliver, 1991, S. 84). Yi definiert vergleichbar die Kundenzufriedenheit als „postconsumption evaluation, dependent on perceived quality or value, expectancies, and confirmation/disconfirmation – the degree (if any) of discrepancy between actual and expected quality“ (Yi, 1990, S. 68).

Als Ergebnis des Vergleichsprozesses sind drei verschiedene Zufriedenheitsniveaus möglich: Liegt die Ist-Leistung oberhalb der Soll-Leistung, liegt eine positive Diskonfirmation vor, die zu Zufriedenheit führt. Entspricht die wahrgenommene Leistung dem Vergleichsstandard, wird also gerade das Konfirmationsniveau erreicht, liegen weder Zufriedenheit noch Unzufriedenheit vor. Eine Ist-Leistung, die unterhalb der Soll-Leistung liegt und demnach eine Unterschreitung des Konfirmationsniveaus zur Folge hat, führt zu Unzufriedenheit (vgl. Churchill Jr./Surprenant, 1982, S. 492; Oliver, 1980, S. 460f.). Dieser dem CD-Paradigma zugrunde liegende Vergleichsprozess kann *Abbildung 6.1* entnommen werden.

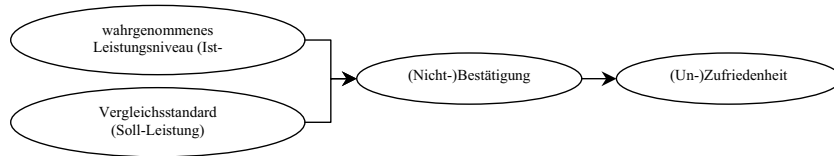


Abbildung 6.1: Darstellung des CD-Paradigmas

(Quelle: Churchill Jr./Surprenant, 1982, S. 492)

Der als Soll-Leistung bezeichnete Vergleichsstandard entspricht dem Erwartungsniveau des Kunden. Wie sich dieses Niveau herausbildet, wie also der Vergleichsstandard zustande kommt, wird in der Literatur intensiv diskutiert. Als mögliche Vergleichsstandards werden dort aus allgemeiner verhaltenswissenschaftlicher Perspektive Erwartungen, (Erfahrungs-)Normen, Ideale, Wertvorstellungen sowie ein „Comparison Level“ genannt (vgl. z.B. Bolting/Woodruff, 1988; Woodruff et al., 1991).

Basiert der Vergleichsstandard auf *Erwartungen*, bezieht er sich auf ein antizipiertes Leistungsniveau (vgl. Spreng et al., 1996; Herrmann/Johnson, 1999; Bearden/Teel, 1983; Churchill Jr./Surprenant, 1982; Oliver, 1980; Tse/Wilton, 1988). Dieser Ansatz zur Definition des Vergleichsstandards hat in der Literatur die weiteste Verbreitung gefunden. Dienen hingegen Erfahrungen des Kunden als Standard, wird in der Literatur von *Erfahrungsnormen* gesprochen (vgl. Cadotte et al., 1987). Wird das optimal mögliche Leistungsniveau zugrunde gelegt, so fungiert das Ideal als Vergleichsstandard. Dieser Gedanke liegt dem Idealpunkt-Präferenzmodell zugrunde (vgl. hierzu Holbrook, 1984, S. 93ff.). Auch individuelle *Wertvorstellungen* und Werthaltungen werden in der Literatur als mögliche Bezugspunkte genannt. Wünsche und Bedürfnisse fungieren hier als Vergleichsstandard (vgl. Cadotte et al., 1987, S. 312; Spreng et al., 1996, S. 16f.). Der Ansatz des „Comparison Level“ von LaTour/Peat (1979) ist dem der Erfahrungsnormen sehr ähnlich. Der Comparison Level basiert auf Erfahrungen der Kunden mit ähnlichen Produkten, auf Erfahrungen anderer Kunden (sog. „Referenzpersonen“) sowie situationsbedingten Erfahrungen (vgl. LaTour/Peat, 1979; Swan/Marting, 1981, S. 77). Aufgrund der Ähnlichkeit des Comparison Level-Ansatzes mit dem Ansatz der Erfahrungsnormen ist fraglich, ob er tatsächlich als eigenständiger Ansatz gewertet werden kann.

6.1.2.2 Equity-Theorie

Neben dem CD-Paradigma hat zur Erklärung der Entstehung von Zufriedenheit ebenfalls die „Equity-Theorie“ weite Verbreitung gefunden. Wie das CD-Paradigma basiert diese Theorie auf einem Vergleichsprozess (vgl. zur Equity-Theorie allgemein z.B. Adams, 1963, S. 422; Carrell/Dittrich, 1978; für eine Übertragung auf den Kundenbereich vgl. Huppertz et al., 1978; Ausführungen zur Equity-Theorie im Bereich Kundenzufriedenheit

finden sich u.a. bei Oliver/DeSarbo, 1988, S. 496; Oliver/Swan, 1989a, S. 21f.; Oliver/Swan, 1989b, S. 372ff.). Gegenstand des Vergleichs ist im Rahmen der Equity-Theorie jedoch eine Austauschsituation. Der Kunde vergleicht seinen eigenen Einsatz und das entsprechende Ergebnis mit Einsatz und Ergebnis seines Austauschpartners oder dem Einsatz-/Ergebnis-Verhältnis anderer Kunden. Unter Einsatz werden hier neben dem Preis auch z.B. die Wartezeit oder Anfahrtskosten verstanden (vgl. Fisk/Young, 1985, S. 342). Als Ergebnis kommen die erhaltene Leistung, die soziale Wirkung sowie der daraus resultierende Nutzen in Betracht. Wesentlicher Unterschied zum CD-Paradigma ist die Einbeziehung des Einsatz-/Ergebnis-Verhältnisses des Austauschpartners: „In comparison with several other research paradigms offered in the consumer satisfaction research stream, [...] equity/inequity frameworks are unique in that they are based on an explicit consideration of the outcomes of both parties to the exchange, rather than the outcome of the buyer alone.“ (Oliver/Swan, 1989a, S. 21f.). Ein als gerecht empfundener Austausch führt zu Zufriedenheit, ein als ungerecht empfundener zieht Unzufriedenheit nach sich.

6.1.2.3 Attributionstheorie

Die *Attributionstheorie* als dritte bedeutende Theorie zur Erklärung von Zufriedenheit wird auf die Forschungsarbeiten von Heider (1958) zurückgeführt und wurde in den 1960er und 1970er Jahren weiterentwickelt (vgl. Heider, 1958; Kelley, 1972; Weiner, 1985). Grundlegender Gedanke der Attributionstheorie ist, dass Individuen nicht nur das Ergebnis beurteilen, sondern auch die Ursachen für dieses Ergebnis analysieren. Damit ist im Gegensatz zum CD-Paradigma kein automatischer Zusammenhang zwischen einem bestimmten Ergebnis- und einem Zufriedenheitsniveau gegeben. Vielmehr kann nun ein bestimmtes Ergebnisniveau, in Abhängigkeit von den jeweiligen Bedingungen (Attributionen), zu ganz unterschiedlichen Zufriedenheitsniveaus führen. Attributionen, verstanden als Ursachenzuschreibungen, können hinsichtlich einer Erwartungserfüllung das Zufriedenheitsniveau erhöhen oder verringern. Als Ursachendimensionen werden in der Literatur in Anlehnung an die Klassifizierung von Weiner hauptsächlich folgende genannt (vgl. Weiner, 1980; Folkes, 1984, S. 399ff.; Oliver/DeSarbo, 1988, S. 496; ähnlich Miller/Norman, 1979, S. 107ff.):

- *Ort:* Ursächlich für die Entstehung des Ergebnisses ist entweder die eigene Person (intern) oder andere Personen bzw. die Situation (extern).
- *Stabilität:* Die Ursache kann als dauerhaft (stabil) oder als vorübergehend (instabil) angesehen werden.
- *Kontrollierbarkeit:* Eine Ursache kann als beeinflussbar (kontrollierbar) oder als unbeeinflussbar (unkontrollierbar) betrachtet werden.

Empirische Überprüfungen haben ergeben, dass die Zufriedenheit in hohem Maß von dem Ort abhängt, also davon, ob die entsprechende Person selbst, andere Personen oder die Situation für das Ergebnis verantwortlich ist (vgl. z.B. Folkes, 1984). Ist der Kunde

selbst verantwortlich (interne Ursache), wirkt dies katalysatorisch. Die sich einstellende (Un-)Zufriedenheit wird hierdurch verstärkt. Sind die Ursachen hingegen externer Natur, liegt die (Un-)Zufriedenheit auf einem niedrigeren Niveau.

Auch die Stabilität hat einen empirisch nachweisbaren Einfluss. Liegt eine hohe Stabilität vor, ist die (Un-)Zufriedenheit stark ausgeprägt, da von einer Konstanz (Stabilität) des entsprechenden Ergebnisses ausgegangen wird (vgl. z.B. Matzler, 1997, S. 57).

Geht der Kunde davon aus, dass der Anbieter oder, allgemeiner formuliert, der Austauschpartner die Kontrolle über die Situation und damit über das Zustandekommen des Ergebnisses hat, wird die Unzufriedenheit im Fall einer Nichterfüllung der Erwartungen ein höheres Niveau erreichen als in einer Situation, auf die der Austauschpartner nicht einwirken kann (vgl. Folkes, 1984).

Für weitere im Rahmen der Zufriedenheitsforschung relevante Theorien sei auf die einschlägige Literatur verwiesen (vgl. für eine Übersichtsdarstellung z.B. Homburg/Stock, 2003, S. 24).

6.1.3 Theoretische Fundierung

Nachdem der Zufriedenheits- und der Qualitätsbegriff (vgl. Abschnitt 5.1) erläutert wurden, wird nun die Beziehung zwischen diesen beiden nicht beobachtbaren, latenten Konstrukten hergeleitet.

Ob Zufriedenheit und wahrgenommene (Service-)Qualität zwei unterschiedliche Konstrukte sind, wurde in der Literatur bereits intensiv diskutiert. Einige Autoren sehen den wesentlichen Unterschied zwischen wahrgenommener Qualität und Zufriedenheit darin, dass sich die Zufriedenheit auf eine spezifische Transaktion, die Qualität hingegen auf die Geschäftsbeziehung als Summe aller Einzeltransaktionen bezieht (vgl. Cronin Jr./Taylor, 1992, S. 56; Oliver, 1981, S. 27). Demnach, so ihre Schlussfolgerung, ist das Qualitätsurteil ein stabiles Konstrukt, die Zufriedenheit jedoch eine unmittelbare Reaktion auf eine bestimmte Transaktion (vgl. Parasuraman et al., 1988, S. 16). Bei dieser Abgrenzung bleibt allerdings offen, warum sich nicht bereits nach einer ersten Transaktion beim Leistungsempfänger ein Qualitätsurteil einstellen und warum es nicht auch eine kumulative, sich aus der Gesamtheit der Transaktionen ergebende Zufriedenheit geben sollte. Die Anzahl der in die Evaluation einbezogenen Transaktionen ist demnach als Abgrenzungskriterium eher ungeeignet. Zufriedenheit ist, bezogen auf die Perspektive der vorliegenden Arbeit, vielmehr das Ergebnis der „global evaluation of the product/service offering.“ (Boshoff/Gray, 2004, S. 28).

Angenommen, Zufriedenheit und wahrgenommene Qualität seien verschiedene Konstrukte, dann stellt sich die Frage nach dem Wirkungszusammenhang. Hier deuten

die Ergebnisse der aktuellen Forschung darauf hin, dass die Qualitätswahrnehmung durch den Leistungsempfänger ein Antezedens seines Zufriedenheitsurteils ist. Es gibt dafür zwei Erklärungsansätze:

Erstens bedarf es, wie bereits dargestellt, für das Zustandekommen von (Un-)Zufriedenheit eines Abgleichs zwischen einem erfahrenen bzw. wahrgenommenen und einem erwarteten Standard. Als wahrgenommener Standard kommt die wahrgenommene Qualität – bezogen auf den Anwendungsbereich der Arbeit die Qualität der IR-Arbeit – in Betracht. Sie ist damit eine Voraussetzung für die Entstehung von (Un-)Zufriedenheit (vgl. Laroche et al., 2004, S. 60; Oliver, 1996, S. 146). Diesen Zusammenhang umschreiben Lee et al. wie folgt: „Therefore, we propose that customers can evaluate (be satisfied/dissatisfied with) an object only after they interpret (perceive) the object.“ (Lee et al., 2000, S. 222). Dabholkar et al. formulieren hierzu: „Evaluating the factors to judge service quality, deciding if one is satisfied, and then make a decision about patronizing (and recommending) the service in the future is a logical order“ (Dabholkar et al., 2000, S. 144). Damit ergibt sich im Ergebnis eine Dreiteilung zwischen Qualität, wahrgenommener Qualität und Zufriedenheit (vgl. hierzu auch Abschnitt 5.1): Ob hohe oder niedrige Qualität absolut, d.h. unabhängig vom Betrachter, vorliegen kann, ist fraglich. Wie die Qualität einer Leistung wahrgenommen wird, hängt vom jeweiligen Vergleichsstandard ab. Ob die Qualitätswahrnehmung zu (Un-)Zufriedenheit führt, ist wiederum abhängig von der Erwartungshaltung des Leistungsempfängers. Damit wird deutlich, dass auch eine hohe wahrgenommene Qualität durchaus zu Unzufriedenheit führen kann (daher ist das Erwartungsmanagement durch die IR-Akteure von so großer Bedeutung).

Zweitens wird (Un-)Zufriedenheit durch weitere Faktoren beeinflusst. So spielt der Preis der empfangenen Leistung beispielsweise eine Rolle. Würde jedoch, wie von einigen Autoren behauptet, das Qualitätsurteil durch die Zufriedenheit und ferner die Zufriedenheit vom Preis beeinflusst, wirkt der Preis über die Zufriedenheit als Mediator auf das Qualitätsurteil. Dies erscheint aber sachlogisch völlig unverständlich.

6.1.4 Empirische Fundierung

Hinsichtlich der ersten Frage, ob Zufriedenheit und Qualität zwei unterschiedliche Konstrukte sind, wurde in empirischen Überprüfungen bislang keine eindeutige Antwort gefunden. So können beispielsweise Spreng/Singh in ihrer Untersuchung zur Servicebeurteilung durch Bankkunden keine Diskriminanzvalidität zwischen den beiden Konstrukten nachweisen (vgl. Spreng/Singh, 1993). Eine positive Korrelation zwischen den beiden (eigenständigen) Konstrukten wurde u.a. von Bansal/Taylor für den Bankensektor (vgl. Bansal/Taylor, 1997), von Silvestro/Cross für den Einzelhandel (vgl. Silvestro/Cross, 2000, S. 255) und von Woodside et al. für den Gesundheitssektor (vgl. Woodside et al., 1989, S. 10f.) empirisch nachgewiesen.

Offen bleibt ebenfalls die Frage nach der Wirkungsrichtung zwischen der wahrgenommenen Qualität und der Zufriedenheit der Leistungsempfänger. Bisher gibt es dazu folgende Analysen: Cronin/Taylor untersuchten beide möglichen Wirkungsrichtungen für vier verschiedene Branchen (vgl. Cronin Jr./Taylor, 1992; Cronin Jr./Taylor, 1994). Als signifikant erweist sich lediglich die Wirkung der Qualität auf die Zufriedenheit (ähnlich Gotlieb et al., 1994). Diesen Zusammenhang stellen sie für alle untersuchten Industrien fest: „This analysis suggests, that [...] service quality has a significant [...] effect on consumer satisfaction in all four samples“ (Cronin Jr./Taylor, 1992, S. 63). Auch die Ergebnisse der Arbeit von Anderson et al. weisen darauf hin, dass die Qualität eine Ursache der Zufriedenheit ist (vgl. Anderson et al., 1994). Insgesamt kommt daher Oliver zu dem Ergebnis, dass die vorliegenden empirischen Studien sehr darauf hindeuten, dass die Zufriedenheit eine Folge der Qualität ist (vgl. Oliver, 1997, S. 184). Gestützt wird diese Aussage auch durch Arbeiten von Rust/Oliver, die ebenfalls Unterschiede zwischen den beiden Konstrukten herausarbeiten (vgl. Rust/Oliver, 1994, S. 6ff.). Ein wesentliches Ergebnis ihrer Untersuchung lautet, dass Qualität eine von mehreren Dimensionen der Zufriedenheit ist: „Quality is hypothesized as one dimension on which satisfaction is based“ (Rust/Oliver, 1994, S. 6).

6.1.5 Hypothesenformulierung

Aufgrund der theoretischen Herleitung und der empirischen Befunde wird in dieser Arbeit von einem positiven Zusammenhang zwischen der wahrgenommenen IR-Qualität und der IR-Zufriedenheit ausgegangen.

Hypothese 1: Die wahrgenommene Qualität der IR-Aktivitäten von Unternehmen (wahrgenommene IR-Qualität) hat einen direkt positiven Einfluss auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten des Unternehmens (IR-Zufriedenheit).

In dieser Arbeit interessiert jedoch nicht nur, wie in *Abbildung 6.2* dargestellt, der Einfluss der IR-Qualität insgesamt. Auch die differenzierte Wirkung der einzelnen Dimensionen der IR-Qualität ist von Interesse. Daher werden die Wirkung der Informationsqualität wie auch die Wirkung der Interaktionsqualität hinsichtlich ihres Zusammenhangs zur IR-Zufriedenheit separat überprüft. Das sich daraus ergebende Modell ist in *Abbildung 6.3* dargestellt.

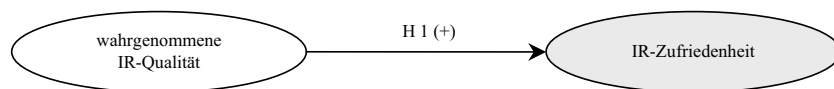


Abbildung 6.2: Hypothetischer Zusammenhang zwischen wahrgenommener IR-Qualität und IR-Zufriedenheit

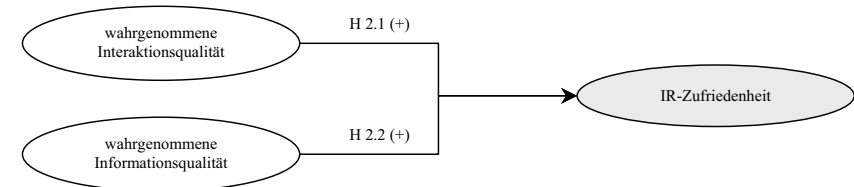


Abbildung 6.3: Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der IR-Zufriedenheit

Es können somit folgende Hypothesen zum Einfluss der wahrgenommenen Qualitätsfacetten auf die IR-Zufriedenheit abgeleitet werden:

Hypothese 2.1: Die wahrgenommene Interaktionsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten des Unternehmens (IR-Zufriedenheit).

Hypothese 2.2: Die wahrgenommene Informationsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten des Unternehmens (IR-Zufriedenheit).

6.2 Wirkung auf ökonomische, kapitalmarktorientierte Ziele

IR-Aktivitäten sind nur dann sinnvoll, wenn mit ihnen die angestrebten, in Abschnitt 2.4 erläuterten IR-Ziele erreicht werden können. Unter diesen sind aus Unternehmenssicht vor allem die ökonomischen, kapitalmarktorientierten Zielgrößen von Interesse. Im Folgenden werden sowohl zu den Wirkungen zwischen der IR-Qualität und den verschiedenen IR-Zielen wie auch zu den direkten Wirkungszusammenhängen zwischen den IR-Zielen Hypothesen abgeleitet. Hierbei ist zu beachten, dass explizit Hypothesen über den *direkten* Einfluss (ohne Mediatorvariablen) formuliert werden. Daraus ergeben sich eine ganze Reihe weitere, ohne gesonderte Hypothesen formulierte indirekte Wirkungszusammenhänge. Dies sei anhand eines Beispiels erläutert: Angenommen, es werden explizit drei Hypothesen formuliert, die die direkt positiven Wirkungszusammenhänge zwischen...

- ...wahrgenommener IR-Qualität und Handelsintensität,
- ...wahrgenommener IR-Qualität und Liquidität sowie
- ...Handelsintensität und Liquidität betreffen.

Hieraus lässt sich ableiten, dass neben einem *direkten* Einfluss der wahrgenommenen IR-Qualität auf die Liquidität (im Beispiel Hypothese 2) auch ein *indirekter* Einfluss der

IR-Qualität auf die Liquidität über die Handelsintensität als Mediatorvariable besteht. Ein solcher Einfluss wird in der Literatur als „medierte Wirkbeziehung“ beschrieben (vgl. Eggert et al., 2005, S. 103). Diese indirekten Einflüsse werden nachfolgend nicht als Hypothesen formuliert. Für eine spätere Untersuchung des Gesamteinflusses der wahrgenommenen IR-Qualität bzw. der wahrgenommenen IR-Qualitätsfacetten müssen dann aber die formulierten direkten und die indirekten Wirkungszusammenhänge in ihrer Gesamtheit betrachtet werden, da durch indirekte Effekte eine Verstärkung wie auch eine Kompensation (auch als „Suppressoreffekt“ bezeichnet; vgl. Shrouf/Bolger, 2002, S. 43off.) des direkten Effekts denkbar sind. Außerdem liegt nahe, dass einige Wirkungszusammenhänge nicht direkt, sondern ausschließlich indirekt vorliegen.

Im Rahmen der empirischen Fundierung werden Studienergebnisse aufgezeigt, die sich dem Zusammenhang zwischen Kapitalmarktkommunikation (im Folgenden werden die Begriffe „Kapitalmarktkommunikation“, „Berichterstattung“ und „IR-Arbeit“ synonym verwendet) und ökonomischen IR-Zielen gewidmet haben. Zur vorliegenden Untersuchung bestehen folgende Unterschiede und Vorteile:

- Die bisherigen Forschungsarbeiten gehen in der Regel von einer Identität der IR-Qualität und dem Ausmaß der Informationsversorgung aus. Dass eine hinsichtlich der Quantität umfangreiche Informationsversorgung, die in diesen Arbeiten als Indikator für eine hohe IR-Qualität angesehen wird, aufgrund mangelnder Informationsqualität ungenügend sein kann, wird häufig übersehen (vgl. hierzu die ausführliche Darstellung in Abschnitt 6.2.2.3).
- Weiterhin wird, wie es in vielen empirischen Arbeiten entweder implizit oder explizit der Fall ist, bei Verwendung des Informationsumfangs als einzigem Indikator für die IR-Qualität die Interaktionsqualität als weitere Qualitätsfacette im Rahmen einer Dienstleistungserbringung unterschlagen.
- Auch wenn sowohl informations- wie auch interaktionsbezogene Qualitätsfacetten im Rahmen der Beurteilung der IR-Qualität Berücksichtigung finden, werden die jeweiligen Wirkungen dieser Facetten nicht getrennt voneinander untersucht. In der vorliegenden Arbeit wird hingegen nicht der Gesamteinfluss der Berichterstattung auf ökonomische IR-Ziele untersucht, sondern die Interaktions- und Inhaltskomponente gesondert betrachtet und der jeweilige Einfluss bestimmt.
- Eine im Rahmen der vorliegenden Arbeit vorgenommene umfassende Betrachtung der Wirkungszusammenhänge mit Hilfe eines Strukturgleichungsmodells ist der bislang erfolgten partiellen Betrachtung anhand mehrerer multipler Regressionen überlegen (vgl. z.B. Homburg/Hildebrandt, 1998, S. 19), da auf diese Weise nicht nur zwischen den einzelnen Zielen vorliegende Wirkungszusammenhänge betrachtet werden können, sondern auch zwischen direkten und indirekten Einflüssen unterschieden werden kann.

Es ist durchaus möglich, dass Wirkungen, die nach Anwendung einer multiplen Regression direkt vorzuliegen scheinen, tatsächlich indirekt, über andere Variablen mediiert, vorliegen. Da diese Wirkungsketten mit Hilfe des „traditionellen“ Regressionsverfahrens nicht analysierbar sind, bleiben diese Abhängigkeiten unerkannt.

6.2.1 Wirkung auf die Liquidität

6.2.1.1 Theoretische Fundierung

Die Liquidität einer Aktie ist ein Maß dafür, inwieweit es für Marktteilnehmer möglich ist, jederzeit ohne erheblichen Einfluss auf den aktuellen Marktpreis Wertpapiertransaktionen zu tätigen. Den Ausgangspunkt der Überlegung, ob IR-Aktivitäten eine Wirkung auf die Liquidität eines Wertpapiers haben, bilden die im Markt bestehenden Informationsasymmetrien. Es wird davon ausgegangen, dass die Berichterstattung von Unternehmen (IR-Arbeit) dazu geeignet ist, diese Asymmetrien zu reduzieren (vgl. zu den theoretischen Herleitungen dieses Zusammenhangs z.B. Leuz/Verrecchia, 2000; Glosten/Milgrom, 1985; Verrecchia, 1982; Gonedes, 1980; Leuz/Verrecchia, 2000; Copeland/Galai, 1983; Amihud/Mendelson, 1986; Diamond/Verrecchia, 1991; Baiman/Verrecchia, 1996; Brennan/Subrahmanyam, 1996; vgl. auch Abschnitt 2.4.1.2).

Dieser Zusammenhang wird anhand der Theorie von Demsetz und Bagehot zu den Transaktionskosten von Wertpapieren erläutert (vgl. zu den folgenden Ausführungen Demsetz, 1968; Bagehot, 1971). Zugrunde liegt diesen Arbeiten ein „Market Maker-Modell“. „Market Maker“ sind Personen, die verbindliche An- und Verkaufskurse für Wertpapiere stellen und dadurch die Liquidität von Wertpapieren erhöhen. Sie sind verpflichtet, zu den von ihnen gestellten Kursen Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen und verdienen an der Differenz zwischen An- und Verkaufskurs, die auch als „Spread“ bezeichnet wird. Dieser Spread ist ein guter Indikator für die Liquidität eines Wertpapiers. Je geringer der Spread, desto höher ist die Liquidität. Die Transaktionspartner der Dealer sind Händler, die entweder aus Informations- oder Liquiditätsgründen handeln. Wird einem Market Maker ein Verkauf angetragen, kann dieser nicht einschätzen, ob der Händler bessere Informationen über den „wahren“ Wert des Wertpapiers hat und deshalb handeln möchte oder nur Liquidität benötigt. Je höher diese Unsicherheit, die mit dem Grad der Informationsversorgung durch das Unternehmen negativ korreliert ist, desto höher liegt der vom Market Maker als Entlohnung geforderte Spread (vgl. Greenstein/Sami, 1994; Glosten/Milgrom, 1985; Venkatesh/Chiang, 1986). Dieser höhere Spread erhöht die Transaktionskosten und reduziert die Nachfrage nach dem Wertpapier, wodurch die Eigenkapitalkosten steigen (vgl. Ewert/Wagenhofer, 2000, S. 39). Entsprechend dieser Argumentation ist es möglich, durch Verbesserung der Informationsversorgung bzw. durch professionellere IR-Arbeit die Unsicherheit im Markt über den Wert des Wertpapiers zu senken, wodurch der Spread sinkt und die Liquidität des Wertpapiers steigt.

6.2.1.2 Empirische Fundierung

Die Forschung zu „Bid Ask Spreads“ bzw. zur Wertpapierliquidität geht davon aus, dass sich der Spread aus drei Kostenkomponenten zusammensetzt, mit denen sich der Dealer konfrontiert sieht: „Order Processing Costs“, „Inventory Holding Costs“ sowie „Adverse Selection Costs“ (vgl. z.B. Stoll, 1978; Stoll, 1989; Amihud/Mendelson, 1986). Hierbei repräsentieren die Order Processing Costs die Kosten, die dem Dealer durch das Arrangieren und Ausführen der Order entstehen. Die Inventory Holding Costs hingegen entstehen dadurch, dass der Dealer einen gewissen Bestand an Wertpapieren vorhalten muss, um bei Nachfrage handeln zu können. Den dritten Bestandteil des Spreads stellen die Adverse Selection Costs dar, die aufgrund der Informationsunsicherheit des Dealers entstehen. Sie reflektieren damit „the degree of information asymmetry risk“ (Callahan et al., 1997, S. 51). Diese entstehen dadurch, dass der Market Maker im Fall eines durch einen Händler angetragenen Handelwunsches nicht einzuschätzen vermag, ob dieser durch das Liquiditätsbedürfnis oder durch bessere private Information induziert ist. Market Maker werden folglich nur zu einem Handel bereit sein, wenn sie für diesen möglichen Informationsnachteil eine Entschädigung in Form eines entsprechenden Bid Ask Spreads erhalten. Als Folge steigen die Adverse Selection Costs mit wachsender Unsicherheit und ansteigender Informationsasymmetrie.

Die Ergebnisse verschiedener empirischer Forschungsarbeiten weisen zwar auf einen negativen Zusammenhang zwischen dem Grad der Informationsverfügbarkeit und der Höhe des Bid Ask Spreads bzw. auf einen positiven Zusammenhang zwischen dem Grad der Informationsasymmetrie und der Höhe des Bid Ask Spreads hin, allerdings sind sie nicht eindeutig. So zeigt beispielsweise die Studie von Chiang/Venkatesh, dass der Umfang des Anteilsbesitzes von Insidern/institutionellen Investoren positiv auf die Höhe des Spreads wirkt (vgl. Chiang/Venkatesh, 1988; allerdings sein in Vorgriff auf den nachfolgenden Abschnitt 6.2.1.3 bereits an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass auch Arbeiten existieren, die eine gegesätzliche Wirkungsrichtung identifizieren). Hierbei wird ein hoher Anteil von Insidern/institutionellen Investoren als Maß für die vorherrschenden Informationsasymmetrien angesehen. Brennan/Subrahmanyam weisen nach, dass die Beobachtung eines Unternehmens durch viele Analysten und eine damit verbundene hohe Informationsversorgung zu einer Reduzierung des Spreads führt (vgl. Brennan/Subrahmanyam, 1995).

Auch die Wirkung der Gewinnankündigungen als Maßnahmen zur Reduktion von Informationsasymmetrien auf die Höhe des Spreads wurde untersucht. Es zeigt sich, dass das Überführen von privater in öffentliche Information kurzfristig zu einer Erhöhung des Spreads führt (vgl. z.B. Lee et al., 1993; Yohn, 1998). Langfristig hingegen führt eine umfangreichere Berichterstattung bzw. eine professionellere IR-Arbeit zu einer Reduzierung des Spreads (vgl. z.B. Greenstein/Sami, 1994). In diesem Zusammenhang soll auf die Studie von Affleck-Graves et al. hingewiesen werden (vgl. Affleck-Graves

et al., 1996). Sie konnten nachweisen, dass die langfristige Vorhersagbarkeit der Gewinnsituation negativ mit der Höhe des Anstiegs der Spreads nach einer Gewinnankündigung korreliert ist. Dies belegt, dass eine kontinuierliche professionelle Informationsversorgung durch die IR-Abteilung von entscheidender Bedeutung ist.

6.2.1.3 Hypothesenformulierung und Operationalisierung

In dieser Arbeit steht nicht die reine Informationsversorgung im Mittelpunkt des Interesses. Zur Erkenntnisgewinnung werden zusätzlich interaktionsbezogene Elemente der Kapitalmarktkommunikation bzw. der IR-Aktivitäten berücksichtigt. Zum Zusammenhang zwischen Kapitalmarktkommunikation und Liquidität eines Wertpapiers sowie unter Rückgriff auf das formulierte IR-Qualitätsmodell lassen sich folgende Hypothesen formulieren:

Hypothese 3.1: Die wahrgenommene Interaktionsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Liquidität der Aktie.

Hypothese 3.2: Die wahrgenommene Informationsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Liquidität der Aktie.

Operationalisierung der Liquidität

Als Proxy für die nicht direkt beobachtbare Liquidität wird in Übereinstimmung mit der einschlägigen wissenschaftlichen Literatur der relative Bid Ask Spread verwendet (vgl. z.B. Venkatesh/Chiang, 1986, S. 1092; Stoll, 1978, S. 1163; Kaul/Nimalendran, 1990). Die Verwendung eines auf den Preis bezogenen Spreads erscheint sinnvoll, da in früheren Studien eine positive (wenn auch nicht proportionale) Beziehung zwischen dem Preis und der Höhe des Spread festgestellt werden konnte (vgl. z.B. Demsetz, 1968, Benston/Hagerman, 1974). Hierbei berechnet sich der relative Bid Ask Spread wie folgt (vgl. Greenstein/Sami, 1994, S. 182):

$$\text{Relativer Bid Ask Spread: } \frac{\text{Ask-Bid}}{(\text{Ask+Bid})/2}$$

Da eine inverse Beziehung zwischen der Liquidität und dem so berechneten relativen Bid Ask Spread besteht (bei einem hohen Bid Ask Spread liegt eine geringe Liquidität vor), wird folgende Erweiterung vorgenommen:

$$\text{Korrigierter relativer Bid Ask Spread: } 1 - \frac{\text{Ask-Bid}}{(\text{Ask+Bid})/2}$$

Bei hoher Liquidität wird der korrigierte relative Bid Ask Spread ebenfalls einen hohen, nahe bei Eins liegenden Wert annehmen.

Berechnet wurde der relative Bid Ask Spread aus Durchschnitten der täglichen Bid- bzw. Ask-Kurse zum Handelsschluss im Jahr 2004, die der Datenbank „Datastream“ des Informationsdienstleisters Thomson Financial entnommen wurden.

Weitere direkte Einflussgrößen der Liquidität

Neben dem Informationsverhalten bzw. den IR-Aktivitäten des Unternehmens üben weitere Größen einen Einfluss auf die Liquidität aus. Diese werden unter Hinzuziehung relevanter Literatur im Folgenden vorgestellt und zur Hypothesenformulierung herangezogen.

● IR-Zufriedenheit

Auf Basis der geführten Diskussion hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen der Qualitätswahrnehmung und der IR-Zufriedenheit ist es nicht zwingend erforderlich, dass die Qualitätswahrnehmung direkt auf die ökonomischen IR-Ziele wirkt, denn ebenso ist möglich, dass die Wirkung indirekt über die sich aus der Qualitätswahrnehmung ergebende IR-Zufriedenheit erfolgt. Diesen Aspekt untersuchen Dabholkar et al. in ihrer Arbeit (vgl. Dabholkar et al., 2000, S. 157ff.). Sie stellen drei Modelle einander gegenüber: Im ersten Modell wirken Qualität und Zufriedenheit unabhängig voneinander auf das von ihnen untersuchte Kaufverhalten. In einem zweiten Modell wird die Zufriedenheit als Mediator der Qualität eingefügt. In diesem Modell wirkt die Qualität nur noch indirekt über die Zufriedenheit. Im dritten Modell prüfen sie, ob die Qualität als Mediator der Zufriedenheit fungiert. Die Ergebnisse weisen auf eine Überlegenheit des zweiten Modells mit Zufriedenheit als Mediator der Qualität hin.

Weiterhin wurde überprüft, inwieweit neben der indirekten Wirkung über die Mediatorvariable zusätzlich eine direkte Wirkung der Qualität vorliegt. Eine solche konnte von Dabholkar et al. nicht festgestellt werden. Für die vorliegende Arbeit wird die IR-Zufriedenheit als Mediator der Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität modelliert. Trotz der negativen Ergebnisse hinsichtlich des direkten Einflusses der Qualität auf die abhängige Variable „Kaufverhalten“ werden diese untersucht und die Hypothesen 3.1 und 3.2 zum direkten Einfluss beibehalten. Hinsichtlich des medierenden Einflusses ergibt sich folgende Hypothese:

Hypothese 3.3: Die IR-Zufriedenheit wirkt als Mediator der Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität direkt positiv auf die Liquidität.

● Volatilität

Die Volatilität eines Wertpapiers hat Auswirkungen auf das mit dem Halten des Wertpapierbestandes verbundene Risiko des Market Makers: „the greater the variability in price, the greater the risk associated with the performance of the dealership function“ (Tinic/West, 1972, S. 1710). Die Volatilität hat damit Auswirkungen auf die Inventory Holding Costs des Market Makers. Zwar ist es theoretisch dem Market Maker jeder-

zeit möglich das Risiko über eine geeignete Portfoliokonstruktion zu eliminieren, praktisch jedoch ist dies aufgrund gesetzlicher Restriktionen und von mit der Diversifikation verbundenen Kosten nicht möglich (vgl. Tinic, 1972, S. 82f.). Daher wird in Übereinstimmung mit der einschlägigen Literatur (vgl. Stoll, 1978; Benston et al., 2003; Hamilton, 1978; zu empirischen Ergebnissen Brockman/Chung, 2003) folgende Hypothese formuliert:

Hypothese 3.4: Die Volatilität hat einen direkt negativen Einfluss auf die Liquidität der Aktie.

● Handelsintensität

Die Handelsintensität beeinflusst die Höhe des vom Market Maker vorzuhaltenden Aktienbestands. Damit werden über die Handelsintensität die bereits weiter oben angesprochenen Inventory Holding Costs als ein Bestandteil der gesamten Kosten, denen sich der Market Maker ausgesetzt sieht, beeinflusst. Bei einer hohen Handelsintensität gleichen sich während des Handels Kauf- und Verkaufsorders eher aus als bei einer geringen, so dass eine geringere Vorhaltenotwendigkeit auf Seiten des Market Makers besteht (vgl. Tinic, 1972, S. 8; Tinic/West, 1972, S. 1709f.; Venkatesh/Chiang, 1986, S. 1093; Brockman/Chung, 2003). Es kann folgende Hypothese formuliert werden:

Hypothese 3.5: Die Handelsintensität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Liquidität der Aktie.

● Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership)

Ausgehend von der Annahme, dass institutionelle Investoren detaillierte Informationen über das Unternehmen besitzen, in das sie investiert sind, nimmt mit steigendem Anteil institutioneller Investoren das Risiko für den Market Maker zu, im Fall eines Handels einen Verlust zu generieren, da die Wahrscheinlichkeit, mit einem besser informierten Marktpartner (einem institutionellen Investor) zu handeln, zunimmt (vgl. Callahan et al., 1997, S. 52f.; vgl. für eine Diskussion zu den Unterschieden zwischen institutionellen Investoren und Insidern, für die die gleiche Argumentation gilt Chiang/Venkatesh, 1988). Der Market Maker wird zur Kompensation dieses Risikos den Spread erhöhen, wodurch die Liquidität sinkt. Damit hat der Anteil institutioneller Investoren Auswirkungen auf die Adverse Selection Costs. Die empirischen Ergebnisse sind in dieser Sache jedoch nicht eindeutig (auf diese Ambiguität wurde von Hamilton bereits in der theoretischen Fundierung hingewiesen; vgl. Hamilton, 1978, S. 489). Es lassen sich sowohl Studien identifizieren, die einen negativen Zusammenhang zwischen dem Spread und dem Anteil institutioneller Investoren nachweisen (vgl. Tinic, 1972; Hamilton, 1978) wie auch solche, die einen positiven Zusammenhang identifizieren (vgl. Benston/ Hagerman, 1974; Chiang/Venkatesh, 1988; ähnlich Gompers/Metric, 1998, die jedoch die Handelsintensität als Proxy für die Liquidität verwenden). Auch finden sich Studien, die eine umgekehr-

te Abhängigkeit zwischen Volatilität und Institutional Ownership postulieren (vgl. z.B. Falkenstein, 1996). Diese Studien gehen davon aus, dass institutionelle Investoren eine Präferenz für volatilere Aktien haben, da diese eher den Markt „outperformen“ können. In Anlehnung an die theoretischen Ausführungen zur Wirkung auf die Adverse Selection Costs wird der vorliegenden Arbeit eine weitere Hypothese zugrunde gelegt:

Hypothese 3.6: Der Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership) hat einen direkt negativen Einfluss auf die Liquidität der Aktie.

● *Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following)*

Die Anzahl der Analysten, die ein Unternehmen beobachten, wird in der Kapitalmarktforschung allgemein als Indikator für den Umfang öffentlich verfügbarer Informationen angesehen (vgl. Atiase/Bamber, 1994; Roulstone, 2003; ähnlich Imhoff Jr./Lobo, 1992). Grundannahme ist, dass Analysten aufgrund ihrer Tätigkeit Informationsasymmetrien reduzieren, indem sie Marktteilnehmern (und damit auch den Market Makers) Informationen zur Verfügung stellen. Je besser und umfangreicher die Kenntnis des Market Makers über das Unternehmen, für dessen Wertpapierhandel er verantwortlich ist, desto geringer sein (empfundenes) Risiko mit besser informierten Marktpartnern zu handeln und Verluste zu generieren. Eine solche tatsächliche Verbesserung seines relativen Informationsstandes (als das Informationsniveau des Market Makers im Vergleich zu den Informationsniveaus der anderen Marktteilnehmer) setzt allerdings voraus, dass der Market Maker einen bevorzugten Zugang zu den durch die Informationsintermediäre gegebenen Informationen hat oder über überlegene Informationsverarbeitungskapazitäten verfügt. Ansonsten gäbe es, da die durch Analysten zur Verfügung gestellten (allerdings zumeist kostenpflichtigen) Informationen grundsätzlich von allen Kapitalmarktteilnehmern genutzt werden können keine Verschiebung in Bezug auf den relativen Informationsstand. Doch kann es durch Irrationalitäten auf Seiten des Market Makers auch bei einer Konstanz des relativen Informationsstandes zu den beschriebenen positiven Effekten der Intensität der Analystenbeobachtung auf die Liquidität kommen, da, wie empirisch gezeigt werden konnte, oft nicht das tatsächliche, sondern das empfundene Risiko für das Verhalten der Akteure ausschlaggebend ist (vgl. hierzu Abschnitt 6.2.3.1). Folglich sinken die Adverse Selection Costs als Bestandteil des gesamten Spreads, wodurch die Liquidität der Aktie steigt (für einen empirischen Nachweis dieses Zusammenhangs vgl. Roulstone, 2003; Brennan/Subrahmanyam, 1995; dem stehen die Forschungsergebnisse von Chung et al., 1995, entgegen, die auf einen negativen Zusammenhang zwischen der Anzahl der Analysten und der Liquidität hinweisen). Trotz der teilweise widersprüchlichen empirischen Ergebnisse wird in Anlehnung an die bereits erläuterte positive Wirkung der Informationsversorgung folgende Hypothese formuliert:

Hypothese 3.7: Die Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following) hat einen direkt positiven Einfluss auf die Liquidität der Aktie.

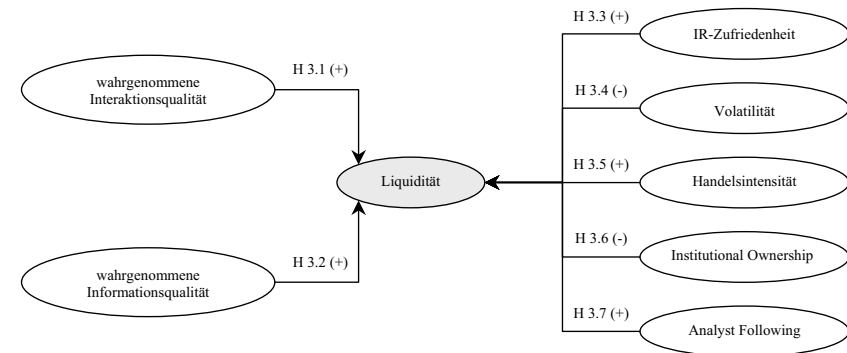


Abbildung 6.4: Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Liquidität sowie weitere Einflussgrößen der Liquidität

Die in Form von Hypothesen formulierten Zusammenhänge sind in *Abbildung 6.4* grafisch dargestellt. Bereits erläuterte Zusammenhänge, wie z.B. zwischen den Qualitätsfacetten und der IR-Zufriedenheit, wurden aus Gründen der Übersichtlichkeit nicht in dieses Schaubild integriert. Eingezeichnet wurden nur direkte, auf die Liquidität bezogene Wirkungen.

6.2.2 Wirkung auf die Volatilität

6.2.2.1 Theoretische Fundierung

Wie bereits an anderen Stellen in dieser Arbeit ausführlich dargelegt, sind IR-Aktivitäten dazu geeignet, Informationsasymmetrien zwischen dem Management auf der einen und den Kapitalmarktteilnehmern auf der anderen Seite zu reduzieren (die Möglichkeit der Verringerung der Informationsasymmetrien zwischen verschiedenen Kapitalmarktakteuren ist für die folgenden Ausführungen nicht relevant und wird daher hier ausgeklammert; vgl. Abschnitt 2.4.1.2). Hierdurch werden Überraschungen des Marktes vermieden und die Erwartungen des Marktes denen des besser informierten Managements angenähert (vgl. Lang/Lundholm, 1993, S. 252; Ajinkya/Gift, 1984, S. 426). IR-Aktivitäten können somit als Maßnahmen der Erwartungskorrektur interpretiert werden, die zu einer Verstetigung des Aktienkursverlaufs führen sollen (vgl. Bushee/Noe, 2000, S. 177).

Grundsätzlich kann eine direkte und eine indirekte Wirkung auf die Volatilität unterschieden werden, in Abhängigkeit davon, ob das Management den Kapitalmarkt direkt informiert oder indirekt über Informationsintermediäre wie Finanzanalysten (vgl. Ajinkya/Gift, 1984, S. 427; vgl. zu den Gründen für eine direkte Informationsversorgung z.B. Lees, 1981). Bei der nun folgenden Hypothesenformulierung steht die direkte Beeinflussung durch das Unternehmen selbst im Vordergrund.

6.2.2.2 Empirische Fundierung

Die bisherigen Forschungsergebnisse ergeben zum Zusammenhang zwischen dem Kommunikationsverhalten von Unternehmen und der Volatilität der Aktie kein einheitliches Bild. So zeigen Bushee/Noe, dass ein qualitativ hochwertiges Verhalten in der Berichterstattung zu einer geringeren Volatilität führt (vgl. Bushee/Noe, 2000). Patell stellt ein Absinken der Volatilität in den Wochen nach freiwilligen Gewinnankündigungen fest (vgl. Patell, 1976). Diese Ergebnisse unterstützen die oben dargelegte Argumentation. Dem gegenüber stehen jedoch Ergebnisse von Lang/Lundholm, die eine – wenn auch nur geringe – positive Assoziation zwischen der Kommunikationsqualität und der Volatilität haben nachweisen können (vgl. Lang/Lundholm, 1993). Erklärt werden kann ein solches Ergebnis dadurch, dass man die Höhe der Volatilität als Maß für die bestehende Informationsasymmetrie interpretiert und davon ausgeht, dass Unternehmen im Fall hoher Informationsasymmetrien ihre Kommunikationsaktivitäten ausweiten (vgl. Lang/Lundholm, 1993). Ein weiterer Erklärungsansatz besagt, dass professionellere IR-Arbeit zu einem höheren Zulauf von Seiten institutioneller Investoren führt (vgl. hierzu Abschnitt 6.2.4), denen ein tendenziell stark renditeorientiertes Handelsverhalten zu Eigen ist, wodurch die Volatilität (indirekt über den höheren Anteil der institutionellen Investoren) steigt (dies setzt einen bestimmten Typus des institutionellen Investors voraus; vgl. zu den verschiedenen Typen institutioneller Investoren Abschnitt 6.2.4). Ein solcher Zusammenhang konnte auch empirisch nachgewiesen werden (vgl. Potter, 1992; Sias, 1996; einen positiven indirekten Zusammenhang weisen auch Bushee/Noe, 2000 nach).

6.2.2.3 Hypothesenformulierung und Operationalisierung

In Anlehnung an die theoretischen Überlegungen zum direkten Zusammenhang zwischen der IR-Qualität und der Volatilität der Aktie werden trotz teilweise widersprüchlicher empirischer Befunde folgende Hypothesen formuliert:

Hypothese 4.1: Die wahrgenommene Interaktionsqualität hat einen direkt negativen Einfluss auf die Volatilität der Aktie.

Hypothese 4.2: Die wahrgenommene Informationsqualität hat einen direkt negativen Einfluss auf die Volatilität der Aktie.

Operationalisierung der Volatilität

Als Schätzgröße für die Volatilität einer Aktie wird, wie allgemein üblich, die jährliche Standardabweichung der logarithmierten Renditen herangezogen (vgl. Perridon/Steiner, 1999, S. 282). Diese Renditen müssen noch um Gesamtmarkteinflüsse korrigiert werden. Daher schlagen Lang/Lundholm die Berechnung der Volatilität der abnormalen Renditen vor (vgl. Lang/Lundholm, 1993). Diese Volatilität berechnet sich wie folgt:

In einem ersten Schritt wird der Mittelwert der logarithmierten abnormalen Renditen berechnet:

$$\mu_{\ln} = \frac{1}{n} * \sum_{t=1}^n \ln(1 + (r_{i,t} - r_{m,t}))$$

Hierbei repräsentiert n die Anzahl der einbezogenen Perioden (hier die Anzahl der Handelstage im Jahr 2004), r_t die tägliche Rendite der betrachteten Aktie und r_m die tägliche Rendite des relevanten Vergleichsindex. Bei der Ermittlung der für die Unternehmen relevanten Vergleichsindizes wurde der STOXX-Klassifizierung in 16 sog. „Superindizes“ gefolgt. Entnommen wurden die erforderlichen Daten der Datenbank Datastream.

In einem weiteren Schritt wird die Standardabweichung dieser (logarithmierten abnormalen) Rendite bestimmt:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{(n-1)} * \sum_{t=1}^n (\ln(1 + (r_{i,t} - r_{m,t})) - \mu_{\ln})^2}$$

Weitere direkte Einflussgrößen der Volatilität

Die Schwankungsintensität einer Aktie wird nicht nur durch die IR-Qualität beeinflusst. Daher werden die für die Fragestellung relevanten Einflussgrößen auf der Basis theoretischer Herleitungen sowie bestehender empirischer Überprüfungen im Überblick vorgestellt, um darauf aufbauend Hypothesen über entsprechende Wirkungszusammenhänge abzuleiten.

• IR-Zufriedenheit

Ausgehend von der Argumentation innerhalb der Darstellung der Wirkungen der IR-Qualitätsfacetten auf die Volatilität (vgl. die Abschnitte 6.2.2.1 und 6.2.2.2) sowie der Erläuterungen zum möglichen mediiierenden Einfluss der IR-Zufriedenheit in Abschnitt 6.2.1.3 wird folgende Hypothese formuliert:

Hypothese 4.3: Die IR-Zufriedenheit wirkt als Mediator der Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität direkt negativ auf die Volatilität.

• Handelsintensität

Für eine Analyse des Wirkungszusammenhangs zwischen der Handelsintensität und der Volatilität einer Aktie bedarf es vorab einer kurzen Darstellung der möglichen Auswirkungen einer Veränderung in der Kapitalmarktkommunikation auf die Handelsintensität, da in Abhängigkeit von diesem Wirkungszusammenhang von unterschiedlichen Auswirkungen der Handelsintensität auf die Volatilität ausgegangen werden kann. Die Wirkungsbeziehungen zwischen der Kapitalmarktkommunikation und der

Handelsintensität werden nur als Ausblick vorgenommen. Eine vertiefte Darstellung findet sich in Abschnitt 6.2.3, der der Untersuchung dieses Wirkungszusammenhangs gewidmet ist.

Ein Erklärungsansatz, der eine positive Wirkung der Handelsintensität auf die Volatilität postuliert, stellt auf die Ungleichheit der Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der aktuellen Bewertungskorrektheit der Aktie ab (vgl. Epps, 1976). Diesem Erklärungsstrang zufolge weisen hohe Handelsvolumina auf eine große Erwartungsheterogenität unter den Kapitalmarktteilnehmern hin. Eine hohe, auf die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer bezogene Asymmetrie kann auch eine Folge ‚umfangreicher‘ Kapitalmarkt-kommunikation sein. In einem solchen Fall wird angenommen, dass sich die vorliegende Kapitalmarkt-kommunikation durch die Bereitstellung einer Vielzahl nur unzureichend oder gar nicht interpretierter Informationen auszeichnet. Eine so praktizierte, eher auf Quantität als auf Qualität ausgerichtete IR-Arbeit wäre mit Blick auf die IR-Ziele kontraproduktiv.

Bereits anhand dieser Erläuterungen wird ersichtlich, dass eine Unterscheidung zwischen einer mehr auf den Umfang, also die Quantität der bereitgestellten Informationen bezogenen Kapitalmarkt-kommunikation auf der einen, und einer eher auf eine qualitativ hochwertige Informationsversorgung des Kapitalmarkts ausgerichtete IR-Arbeit auf der anderen Seite für eine Darstellung möglicher Wirkungen der IR-Arbeit auf die Handelsintensität unabdingbar ist. Eine Analyse dieses Zusammenhangs wiederum ist, wie einleitend bereits dargestellt, für eine Ableitung von Aussagen hinsichtlich der Wirkung der Handelsintensität auf die Volatilität erforderlich. Das für eine solche Unterscheidung relevante Differenzierungsmerkmal ist die Schwerpunktsetzung, die im Rahmen der IR-Arbeit vorgenommen wird. Offensichtlich muss auch eine eher auf die Qualität der Informationsversorgung ausgerichtete IR-Arbeit ein bestimmtes Mindestmaß an Informationen kommunizieren. Somit sind beide Ausprägungen der IR-Arbeit, wie *Abbildung 6.5* entnommen werden kann, nicht als Enden eines Kontinuums, sondern als Mischformen mit entsprechenden Tendenzen zu verstehen.

Eine eher auf *Quantität* ausgerichtete Kapitalmarkt-kommunikation führt nicht zwangsläufig zu einer Reduktion der Aktienkursvolatilität, wie sie im IR-Zielsystem verankert

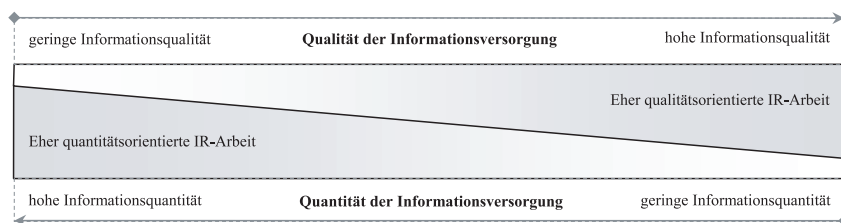


Abbildung 6.5: Formen der IR-Arbeit in Abhängigkeit von der Schwerpunktsetzung

ist. Eine so geartete Kapitalmarkt-kommunikation kann sogar aufgrund unterschiedlicher Interpretationen neuer Informationen durch die Kapitalmarktteilnehmer und daraus resultierender heterogener Erwartungen zu einem Anstieg der Schwankungsintensität führen: Erwartungsasymmetrien induzieren einen vermehrten Handel, da die Voraussetzung für das Zustandekommen eines Handels mit einem Wertpapier aus unterschiedlichen Erwartungen der am Handel beteiligten Marktpartner hinsichtlich der aktuellen Bewertungskorrektheit des entsprechenden Wertpapiers besteht. Je häufiger sich die Erwartungen der Marktteilnehmer aufgrund neuer, nicht ausreichend interpretierter Informationen ändern, umso höher wird das Handelsvolumen sein. Eine solche Erwartungsunsicherheit, die sich in hohen Handelsvolumina ausdrückt, hat eine Erhöhung der Schwankungsintensität des Wertpapiers zur Folge. Diese positive Wirkung der Handelsintensität auf die Volatilität wurde empirisch belegt (vgl. Hiemstra/Jones, 1994).

Eine hohe Handelsintensität kann aber auch bedingt sein durch eine *qualitativ* hochwertige IR-Arbeit (= hohe IR-Qualität). Im Rahmen dieser Argumentation wird davon ausgegangen, dass mit abnehmender Unkenntnis bzw. Informationsasymmetrie, verursacht durch eine qualitativ hochwertige IR-Arbeit, das (empfundene) Risiko im Rahmen des Wertpapierhandels, ein nicht vorteilhaftes Geschäft zu tätigen, sinkt (Reduzierung des Risikos der adversen Selektion). Damit steigt die Attraktivität der Aktie und als Folge die Handelsintensität. Im Fall einer so induzierten Handelsintensität kann nicht von einer volatilitätssteigernden Wirkung ausgegangen werden. Vielmehr ist, wie in Abschnitt 6.2.2.3 in Hypothesenform dargestellt, davon auszugehen, dass eine an qualitativen Aspekten ausgerichtete IR-Arbeit volatilitätsreduzierend wirkt.

Für den Zusammenhang zwischen Handelsintensität und Volatilität wird aufgrund der sich widersprechenden Ergebnisse zum Wirkungseffekt auf der Basis der theoretischen Überlegungen folgende Hypothese formuliert:

- Hypothese 4.4_(a,b)*: Die Handelsintensität hat einen
- direkt positiven Einfluss,
 - direkt negativen Einfluss auf die Volatilität der Aktie.

Es sei nochmals zusammenfassend darauf hingewiesen, dass Hypothese 4.4_a eine eher an Quantität und Hypothese 4.4_b eine eher an Qualität ausgerichtete IR-Arbeit impliziert.

• Anteil institutioneller Investoren (*Institutional Ownership*)

Institutionelle Investoren haben einen umfangreichen Informationsbedarf. Sie werden daher von einer qualitativ hochwertigen Kapitalmarkt-kommunikation attrahiert (vgl. hierzu Abschnitt 6.2.4). Um den Zusammenhang zwischen der Volatilität und dem Anteil institutioneller Investoren ableiten zu können, bedarf es einer genaueren Analyse der in sich heterogenen Gruppe der institutionellen Investoren. In Anlehnung an Bushee und Porter können

drei Gruppen institutioneller Investoren unterschieden werden, auf die eine qualitativ hochwertige Berichterstattung bzw. Kapitalmarktcommunication in unterschiedlichem Maß anziehend wirkt (vgl. Bushee, 1998; Bushee, 2001; Porter, 1992): Als eine Gruppe werden die *transitorischen institutionellen Investoren* genannt. Diese richten ihre (Des-)Investitionsentscheidungen an kurzfristigen Gewinnentwicklungen aus und betreiben intensiven Handel (vgl. Bushee/Noe, 2000; Bushee, 2001, weist eine solche Kurzfristorientierung institutioneller Investoren nach; einen empirischen Nachweis für das rationale, an der langfristigen Unternehmensentwicklung ausgerichtete Handeln institutioneller Investoren liefern Jambalvo et al., 2002). Die starke Renditeorientierung und der damit einhergehende kurze Anlagehorizont lassen einen positiven Zusammenhang zwischen dem Anteil transitorischer institutioneller Investoren und der Volatilität der Aktie vermuten (vgl. Sias, 1996; Potter, 1992). Von diesen werden sog. „Dedicated Institutions“ abgegrenzt. Diese zeichnen sich durch geringe Handelsaktivitäten aus und halten große Aktienpakete an Unternehmen. Ihre Beteiligungen sind eher langfristig. Aufgrund dieser Eigenschaften haben diese Investoren meist Zugang zu privaten Informationen über die Unternehmen, an denen sie beteiligt sind. Damit sind sie nicht oder nur in einem geringeren Umfang auf eine öffentliche Kapitalmarktcommunication angewiesen (vgl. Porter, 1992). Diese Gruppe, die aufgrund ihrer Anlagestrategie und ihres privaten Zugangs zu Informationen kaum von einer besonderen Kapitalmarktcommunication angesprochen wird (vgl. Bushee/Noe, 2000, S. 176), wirkt aufgrund ihres Anlageverhaltens tendenziell kursstabilisierend. Eine dritte Gruppe bilden die „Quasi Indexer“. Sie halten breit diversifizierte Portfolios und verfolgen damit eine eher passive Anlagestrategie. Vergleichbar den Dedicated Institutions handeln auch sie nur relativ selten und bewirken damit eine Kursstabilisierung. Allerdings hat das Halten großer Aktienpakete einen geringen „Free Float“ zur Folge (nur wenige Aktien befinden sich tatsächlich im Umlauf; vgl. für eine Definition des Free Float Abschnitt 6.2.4.3). Dies hat zur Folge, dass bereits relativ geringe Handelsvolumina einen relativ großen Preiseffekt verursachen. Folglich ist auch die Wirkung der Handlungsweise solcher Quasi Indexer auf die Stabilität des Aktienkurses nicht eindeutig.

Volatilitätssteigernd wirken daneben die großen Handelsvolumina institutioneller Investoren. Sie haben einen spürbaren Preis- bzw. Volatilitätseffekt (vgl. z.B. Chan/Lakonishok, 1995; Potter, 1992).

Wie sich ein höherer Anteil institutioneller Investoren auf die Volatilität auswirkt, bleibt offen. Ein Nettoeffekt über alle beschriebenen Wirkungen ist nicht vorherzusagen. Dies kommt in folgenden Hypothesen zum Ausdruck

Hypothese 4.5(a,b): Der Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership) hat einen
 a) direkt positiven Einfluss,
 b) direkt negativen Einfluss auf die Volatilität der Aktie.

Die Argumentation im Rahmen der Hypothesenableitung wirft die Frage auf, ob es sich bei dem beschriebenen Wirkungszusammenhang tatsächlich um einen direkten oder eher um einen durch die Handelsintensität medierte Einfluss handelt. Da aber in der einschlägigen IR-Literatur (wie im Übrigen in der Praxis auch) von einer direkten Beeinflussbarkeit ausgegangen wird, kann von einem relevanten Erkenntnisfortschritt durch Überprüfung dieser Hypothese ausgegangen werden. Folglich wird diese Hypothese in das IR-Wirkungsmodell der vorliegenden Arbeit integriert.

• *Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following)*

Zur Erarbeitung des Wirkungszusammenhangs zwischen der Intensität der Analystenbeobachtung und der Volatilität einer Aktie kann analog zur Ableitung des Zusammenhangs zwischen der Informationsqualität des Unternehmens selbst und der Volatilität vorgegangen werden. Daher wird erneut auf die bereits angesprochene Zweiteilung innerhalb der Informationsversorgung des Kapitalmarktes zurückgegriffen. Ein Unternehmen kann entweder direkt mittels IR-Aktivitäten die Investoren mit Informationen versorgen oder indirekt über Intermediäre wie beispielsweise Analysten (vgl. Ajinkya/Gift, 1984, S. 427; Merton, 1987, S. 490). Dementsprechend kann für die Informationsversorgung durch Analysten, in der vorliegenden Arbeit als Intensität der Analystenbeobachtung verstanden, der gleiche Einfluss unterstellt werden wie für die Informationsversorgung durch das Unternehmen selbst. Dies führt zu folgender Hypothese:

Hypothese 4.6: Die Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following) hat einen direkt negativen Einfluss auf die Volatilität der Aktie.

Eine grafische Darstellung der erläuterten Zusammenhänge findet sich in *Abbildung 6.6*.

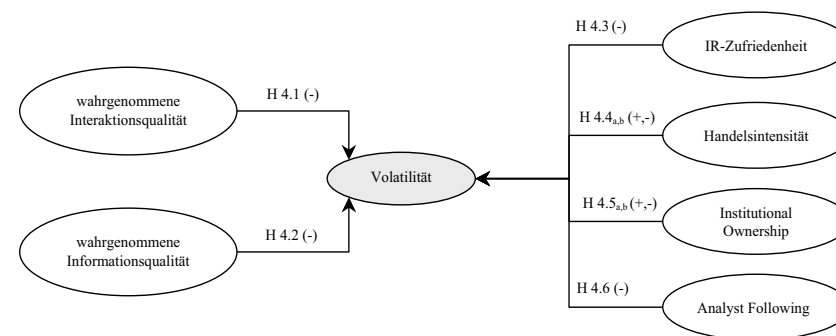


Abbildung 6.6: Hypothesierte Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Volatilität sowie weitere Einflussgrößen der Volatilität

6.2.3 Wirkung auf die Handelsintensität

6.2.3.1 Theoretische Fundierung

Die Handelsintensität kann als weitere Schätzgröße für die vorliegende Informationsasymmetrie herangezogen werden (vgl. Leuz/Verrecchia, 2000, S. 99). Hierbei wird von einer negativen Korrelation ausgegangen: Je höher der Grad der Informationsasymmetrie, desto höher das Risiko der adversen Selektion und desto geringer ist der Wunsch zu handeln. Mit abnehmender Ungleichverteilung der Information und der damit verbundenen Verbesserung der *Qualität* der Kapitalmarktkommunikation kann dieses Risiko gesenkt und die Handelsintensität gesteigert werden (vgl. Leuz/Verrecchia, 2000, S. 100). Eine solche Kapitalmarktkommunikation erhöht aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer die Attraktivität einer Aktie.

Allerdings kann bei einer den Grundsätzen der IR-Arbeit entsprechenden Informationsversorgung, die insb. auch die Gleichbehandlung der Kapitalmarktteilnehmer sowie die Gleichzeitigkeit der Informationsbereitstellung berücksichtigt, nicht davon ausgegangen werden, dass sich durch die Bekanntgabe einer neuen Information das Adverse Selection Risiko für den einzelnen Kapitalmarktteilnehmer ändert. Zwar wird durch eine solche Maßnahme die Informationsasymmetrie zwischen dem Management und den Vertretern des Kapitalmarkts gesenkt – eine so geartete Informationsasymmetrie wurde in Abschnitt 2.4.1.2 als Informationsasymmetrie des Typs 3 gekennzeichnet, doch eine Veränderung der Informationsasymmetrie zwischen den einzelnen Kapitalmarktakteuren kann nicht erwartet werden. Die Informationsasymmetrie des Typs 4 bleibt von einer Information, die allen Kapitalmarktteilnehmern gleichzeitig zugeht, unberührt. Da aber gerade diese Form der Informationsasymmetrie für das Ausmaß des Adverse Selection Risikos verantwortlich ist, kann nicht von einer Änderung dieses Risikos ausgegangen werden. Die Wahrscheinlichkeit, mit einem besser informierten Marktpartner zu handeln, bleibt folglich gleich. Ein in der Realität erkennbares unterschiedliches Verhalten bei gleichem Informationsstand kann weder mit Hilfe der Annahmen der neuen Institutionenökonomie noch mit den weitaus restriktiveren Annahmen der Neoklassik erklärt werden.

Für diese Problematik liefert ein Rückgriff auf die Behavioral Finance-Theorie einen Erkenntnisfortschritt. Diese besagt u.a., dass Menschen ein weitreichendes Bedürfnis nach Kontrolle haben (vgl. Nietzsche von et al., 2001, S. 147; vgl. zum Kontrollbedürfnis im Sinne der Behavioral Finance-Theorie allgemein z.B. Goldberg/Nietzsch von, 1999, S. 140ff.). Je höher die empfundene Kontrolle über eine Situation ist, desto höher ist das Wohlbefinden. Bereits die Fähigkeit, bestimmte Umweltentwicklungen vorhersagen zu können, wirkt sich positiv auf dieses Kontrollgefühl aus (vgl. Thompson, 1981, insb. S. 96). Es kann zur Kontrollillusion führen, die sich dadurch auszeichnet, dass die empfundene von der tat-

sächlichen Kontrollintensität abweicht (vgl. zur Kontrollillusion z.B. Langner, 1975; Kiehling, 2001, S. 60ff.; Fromlet, 2001, S. 66f.). Ein solch positives Kontrollgefühl kann mit Hilfe von durch IR-Arbeit bereitgestellten Informationen vermittelt werden.

Dieses Kontrollgefühl hat Konsequenzen für die Handlungsbereitschaft der Akteure und wirkt sich damit auf deren Aktivitätsniveau aus. Je höher die (empfundene) Fähigkeit ist, Aussagen über die künftige Entwicklung eines Wertpapiers treffen zu können, desto eher werden die Kapitalmarktakteure zu einem Handel mit diesem Wertpapier bereit sein. Dies wird innerhalb der Behavioral Finance-Theorie damit begründet, dass Anleger dazu tendieren, sich, basierend auf dem subjektiven Informationsstand, eine höhere Prognosefähigkeit (auch als „Overconfidence“ bezeichnet; vgl. z.B. Shefrin, 2005, S. 54f.) zuzusprechen, als sie tatsächlich haben (vgl. Odean, 1998; zu empirischen Ergebnissen vgl. De Bondt, 1993; Brenner et al., 1996). Hierbei ist zu beachten, dass diese Überschätzung nicht nur die eigenen absoluten Fähigkeiten betrifft, sondern auch die relativen Fähigkeiten im Vergleich zu anderen Marktpartnern. Nur so kann einer qualitativ hochwertigen Informationsversorgung durch IR-Arbeit eine positive Wirkung auf die Handelsintensität zugesprochen werden. Die Kapitalmarktakteure unterliegen hierbei der irrationalen Annahme, dass ihre eigene Informationsverarbeitungskapazität derjenigen der Marktpartner überlegen ist. Diese Argumentation hat weitreichende Konsequenzen für die gesamte Finanzmarkttheorie, da ohne eine solche Kontrollüberzeugung kein Handel zustande kommen würde (vgl. Goldberg/Nietzsch von, 1999, S. 153) – zumindest nicht in einer Welt ohne Informationsasymmetrien zwischen den Kapitalmarktakteuren (Informationsasymmetrie des Typs 4).

An dieser Stelle sei auf den in Abschnitt 6.2.2.3 bereits ausführlich dargestellten Unterschied zwischen einer *qualitativ hochwertigen* und einer *quantitativ umfangreichen* Kapitalmarktkommunikation hingewiesen. Während erstere zu einer Senkung des Risikos der adversen Selektion und gemäß der Aussagen der Behavioral Finance-Theorie zu einer Steigerung der Handelsintensität führt, kann dieses Risiko bei letzterer durchaus auch erhöht werden, weshalb im Fall einer solchen IR-Arbeit mit einer Reduzierung der Handelsintensität gerechnet werden müsste.

Doch auch eine *quantitativ* orientierte Kapitalmarktkommunikation kann trotz der Erhöhung des Risikos einer adversen Selektion durchaus zu einer Steigerung der Handelsintensität führen. Diese Argumentation stellt auf die Erwartungsheterogenität der Kapitalmarktteilnehmer ab: Neue Informationen, wenn sie unkommentiert bzw. uninterpretiert kommuniziert werden (Merkmale einer eher an quantitativen Aspekten ausgerichteten IR-Arbeit), führen bei den Kapitalmarktteilnehmern zu unterschiedlichen Erwartungen hinsichtlich ihrer Bedeutung. Diese unterschiedlichen Erwartungen oder Interpretationen wiederum führen zu differierenden Bewertungen des Unternehmens und damit zu uneinheitlichen Einschätzungen der Korrektheit der aktuellen Unternehmens-

bewertung. Diese Differenzen in den Einschätzungen haben Kauf- oder Verkaufsaktivitäten der Kapitalmarktteilnehmer zur Folge. Folgt man dieser Argumentation, bewirkt eine eher an der *Quantität* der Information ausgerichtete Kapitalmarktkommunikation zwar eine Reduktion der Informationsasymmetrie, gleichzeitig aber auch eine Erhöhung der Erwartungsasymmetrie und somit einen Anstieg der Handelsintensität. Entsprechend sind entgegen den Ausführungen in Bezug auf das Risiko der adversen Selektion von einer *qualitativ* hochwertigen Kapitalmarktkommunikation negative Auswirkungen auf die Handelsintensität zu erwarten; hier erfolgt eine Angleichung oder zumindest Annäherung der Erwartungen der Marktteilnehmer. Diese Aussage wird jedoch durch das mit einer qualitativ hochwertigen Informationsversorgung ansteigende Kontrollgefühl eingeschränkt, da dieser Effekt eine Ausweitung der Handelsaktivitäten bedingt.

6.2.3.2 Empirische Fundierung

Die Wirkung der Kommunikationsqualität/IR-Arbeit auf die Handelsintensität ist bislang kaum Gegenstand empirischer Überprüfung. Es liegt nur eine Studie dazu vor. So überprüfen Leuz/Verrecchia, inwieweit der Übergang von der deutschen HGB-Rechnungslegung auf internationale Rechnungslegungsstandards (IAS oder US-GAAP) zu einer Erhöhung der Handelsintensität führt (vgl. Leuz/Verrecchia, 2000; zur Diskussion der Ergebnisse dieser Studie Joos, 2000). Die Autoren gehen davon aus, dass ein solcher Übergang mit einer Verbesserung der Berichterstattung im Sinne einer Erhöhung der *Qualität* der Kapitalmarktkommunikation verbunden ist. Ihre Hypothese einer Erhöhung der Handelsintensität beim Übergang auf internationale Rechnungslegungsstandards begründen die Autoren wie folgt: „Due to different disclosure requirements under the various reporting regimes, a switch from German GAAP to either IAS or US-GAAP is thought to represent a substantial increase in a firm’s commitment to greater disclosure” (Leuz/Verrecchia, 2000, S. 92; zu den Unterschieden zwischen IAS bzw. IFRS und US-GAAP vgl. Leuz, 2003). Die Formulierung „greater disclosure” ist ausdrücklich nicht nur auf den Informationsumfang bezogen, sondern auch auf die Interpretation im Sinne eines Aufzeigens der damit verbundenen wirtschaftlichen Konsequenzen. Tatsächlich kann ein signifikanter Einfluss des Reporting Standards auf die Handelsintensität festgestellt werden (vgl. Leuz/Verrecchia, 2000, S. 110). Der Wechsel des Rechnungslegungsstandards führt also offenbar zu einer Verbesserung der Qualität in der Kapitalmarktkommunikation.

6.2.3.3 Hypothesenformulierung und Operationalisierung

Auf der Basis der Argumentation hinsichtlich der Wirkung bei Erhöhung der *Qualität* der Kapitalmarktkommunikation (= Erhöhung der IR-Qualität) auf das Risiko der adversen Selektion, den mit Hilfe der Behavioral Finance-Theorie getroffenen Vorhersagen sowie den empirischen Ergebnissen werden folgende Hypothesen formuliert:

Hypothese 5.1: Die wahrgenommene Interaktionsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Handelsintensität der Aktie.

Hypothese 5.2: Die wahrgenommene Informationsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Handelsintensität der Aktie.

Sie implizieren die Annahme, dass der von einer Erhöhung der Kommunikationsqualität ausgehende handelsintensitätssteigernde Effekt (verursacht durch die Senkung des empfundenen Risikos der adversen Selektion) den durch eine Reduzierung der Erwartungsheterogenität induzierten handelsintensitätssenkenden Effekt überkompensiert.

Operationalisierung der Handelsintensität

Als Schätzgröße für die Handelsintensität wird in Übereinstimmung mit der bestehenden Forschung die durchschnittliche Umschlaghäufigkeit herangezogen. Sie wird berechnet, indem die Anzahl der täglich gehandelten Aktien durch die täglich ausstehenden Aktien geteilt wird (vgl. Leuz/Verrecchia, 2000; Bushee/Noe, 2000; Falkenstein, 1996). Die Berechnung der Umschlaghäufigkeit bewirkt aufgrund der Division durch die Anzahl der ausstehenden Aktien eine Bereinigung um Größeneffekte und ist daher einer Betrachtung des Handelsvolumens vorzuziehen, da von der Unternehmensgröße ein positiver Einfluss auf das Handelsvolumen ausgeht.

$$\text{Turnover} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \frac{VOL_t}{AA_t}$$

VOL_t steht für die Anzahl der in 2004 täglich gehandelten Aktien des betrachteten Unternehmens, AA_t für die Anzahl der in 2004 täglich ausstehenden Aktien und n für die Anzahl der Handelstage im Jahr 2004. Die für die Berechnung erforderlichen Daten wurden Datastream entnommen.

Weitere direkte Einflussgrößen der Handelsintensität

• IR-Zufriedenheit

Auch in Bezug auf die Handelsintensität wird ein von den IR-Qualitätsfacetten ausgehender medierender Einfluss der IR-Zufriedenheit auf die Handelsintensität angenommen (vgl. dazu Abschnitt 6.2.1.3; für die Herleitungen die Abschnitte 6.2.3.1 und 6.2.3.2). Es wird folgende Hypothese formuliert:

Hypothese 5.3: Die IR-Zufriedenheit wirkt als Mediator der Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität direkt positiv auf die Handelsintensität.



Abbildung 6.7: Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Handelsintensität sowie weitere Einflussgrößen der Handelsintensität

● *Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership)*

Ein Einfluss institutioneller Investoren auf die Handelsintensität ergibt sich unmittelbar aus der Argumentation im Kontext der Ableitung des Zusammenhangs zwischen dem Anteil institutioneller Investoren und der Volatilität. Im entsprechenden Abschnitt 6.2.2.3 wurde argumentiert, dass die Beeinflussung der Volatilität primär über eine Änderung der Handelsintensität verursacht wird.

Ob eine Erhöhung des Anteils institutioneller Investoren zu einer höheren oder zu einer geringeren Handelsintensität führt, ist davon abhängig, welche Gruppe institutioneller Investoren durch die IR-Maßnahmen attrahiert wird. Sind dies vorwiegend Quasi-Indexer oder Dedicated Institutions, ist von einem negativen Zusammenhang zwischen dem Anteil institutioneller Investoren und der Handelsintensität auszugehen, da diese ihre Positionen eher langfristig halten und dadurch Volumen aus dem Markt nehmen (der Free Float sinkt). Werden hingegen vor allem transitorische, auf kurzfristige Gewinne ausgegerichtete institutionelle Investoren angezogen, führt dies zu einem Anstieg der Handelsintensität. Folglich ist auch in Bezug auf die Handelsintensität a priori keine klare Aussage zur Wirkungsrichtung möglich. Es lassen sich folgende Hypothesen formulieren:

Hypothese 5.4(a,b): Der Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership) hat einen

- a) direkt positiven Einfluss,
- b) direkt negativen Einfluss auf die Handelsintensität.

● *Intensität der Analystenbeobachtung*

Sowohl empirische Studien (vgl. z.B. Alford/Berger, 1999) wie auch theoretische Überlegungen (vgl. z.B. Merton, 1987) weisen auf einen positiven Zusammenhang zwischen der Intensität der Analystenbeobachtung und der Handelsintensität hin. Die Informationsversorgung durch Analysten stellt eine Ergänzung zur Informationsversorgung durch die Unternehmen dar. Daher bietet sich zur Ableitung des Zusammenhangs zwi-

schen der Intensität der Analystenbeobachtung und der Handelsintensität der gleiche Argumentationsstrang an. Wie im Fall der direkten Informationsversorgung durch das Unternehmen kann davon ausgegangen werden, dass eine Verbesserung der Informationsversorgung zu einer Senkung des empfundenen Risikos der adversen Selektion führt, wodurch die Handelsintensität ansteigt.

Auf der anderen Seite lassen sich auch Argumente für eine entgegengesetzte Wirkungsrichtung identifizieren. Für eine Wirkung der Handelsintensität auf die Intensität der Analystenbeobachtung sprechen zwei Gründe: Erstens sehen Analysten in einer hohen Handelsintensität ein großes Absatzpotenzial. Sie arbeiten häufig mit Brokern zusammen bzw. erbringen Dienstleistungen für diese. Findet ein reger Handel mit Aktien eines bestimmten Unternehmens statt, wird auch die Nachfrage nach Informationen über dieses Unternehmen entsprechend groß sein (vgl. Hussain, 2000, S. 116). Zweitens werden hohe Handelsvolumina von Analysten als Qualitätsindikator für das entsprechende Unternehmen gewertet. Da Analysten eine Präferenz für qualitativ hochwertige Unternehmen zu Eigen ist (vgl. Chung, 2000), werden sie sich an einem solchen Qualitätsindikator orientieren und bevorzugt diese Unternehmen beobachten. Dieser positive Effekt der Handelsintensität wurde bereits empirisch belegt (vgl. zusätzlich zu den bereits angegebenen Quellen z.B. Chung/Jo, 1996).

In Anlehnung an die Hypothesen 5.1 und 5.2 wird in der vorliegenden Arbeit von einer Wirkung der Intensität der Analystenbeobachtung auf die Handelsintensität ausgegangen. Daher kann folgende Hypothese formuliert werden:

Hypothese 5.5: Die Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following) hat einen direkt positiven Einfluss auf die Handelsintensität.

6.2.4 Wirkung auf den Anteil institutioneller Investoren

6.2.4.1 Theoretische Fundierung

Es können drei Gründe unterschieden werden, warum institutionelle Investoren sensitiv auf die Qualität der Berichterstattung bzw. der Kapitalmarktkommunikation reagieren (vgl. Bushee/Noe, 2000, S. 175f.): Erstens reduziert eine umfangreiche Kapitalmarktkommunikation die Preiseffekte von Handelsaktivitäten, da von einer positiven Wirkung der IR-Qualität auf die Handelsaktivitäten ausgegangen werden kann (vgl. Abschnitt 6.2.3). Dies ist aus Sicht institutioneller Investoren attraktiv, da jederzeit ein Handel ohne wesentliche Preiseffekte möglich ist (vgl. dazu Abschnitt 6.2.1 und die dort angegebene Literatur). Zweitens verfügen institutionelle Investoren über ausgeprägte Fähigkeiten Unternehmensnachrichten auf ihre Werthaltigkeit hin zu überprüfen (Annahme unterschiedlicher Informationsverarbeitungskapazitäten). Dadurch bietet ihnen die Kapitalmarktkommuni-

kation besondere Gewinnmöglichkeiten (vgl. hierzu auch Kim/Verrecchia, 1994; wobei sie in ihrem Modell Zusammenhänge aufzeigen, die in Teilen mit dem hier aufgestellten Gesamtmodell konkurrieren). Dies gilt auch für eine mehr auf Qualität ausgerichtete Kapitalmarkt-kommunikation, da Interpretationsspielraum durch zusätzliche Erläuterungen – also durch eine hohe Qualität der IR-Arbeit – durch das Unternehmen selbst zwar reduziert, jedoch nie vollständig ausgeräumt werden kann (vgl. hierzu Abschnitt 6.2.2.3). Drittens nutzen institutionelle Investoren die öffentliche Berichterstattung aus Gründen der Corporate Governance, vor allem dann, wenn ihnen die Ressourcen für eine private Informationsbeschaffung nicht zur Verfügung stehen (vgl. auch Bushman et al., 2004).

Um die Wirkung einer hohen IR-Qualität auf den Anteil institutioneller Investoren zu betrachten, wird erneut auf die bereits dargestellte Dreiteilung innerhalb der heterogenen Gruppe der institutionellen Investoren zurückgegriffen. Die transitorischen institutionellen Investoren richten ihre Kauf- oder Verkaufsentscheidungen an kurzfristigen Gewinnmöglichkeiten aus und handeln sehr häufig. Folglich haben sie, um jederzeit die Vorteilhaftigkeit eines Investitionsobjekts bestimmen zu können, einen hohen Informationsbedarf und werden von einer qualitativ hochwertigen IR-Arbeit angezogen. Für die ihnen eigene Anlagestrategie ist die ständige Handelbarkeit als Ergebnis einer umfassenden Kapitalmarkt-kommunikation relevant (vgl. Bushee/Noe, 2000, S. 176). Die Dedicated Institutions hingegen werden von einer umfassenden öffentlichen Kapitalmarkt-kommunikation kaum attrahiert, da sie einerseits Informationen über andere Wege beschaffen können (vgl. Porer, 1992; Bushee/Noe, 2000, S. 176), andererseits von ihnen eine Handelsstrategie verfolgt wird, die keinen Informationsbedarf erfordert, wie ihn transitorische institutionelle Investoren benötigen. Quasi Indexer als dritte Gruppe verfolgen ebenfalls eine tendenziell defensive Handelsstrategie. Sie nutzen die Berichterstattung zur Überwachung ihrer Investition. Bei ihnen sind die Informationsbedürfnisse nicht so ausgeprägt wie im Fall der transitorischen institutionellen Investoren, sie ziehen daher Qualität und Intensität der Kapitalmarkt-kommunikation kaum als relevante Kriterien für ihre Investitionsentscheidungen heran. Dennoch kann davon ausgegangen werden, dass auch Quasi Indexer eine hochwertige Kapitalmarkt-kommunikation bevorzugen (vgl. Bushee/Noe, 2000, S. 176). Insgesamt ist daher von einem positiven Zusammenhang zwischen der IR-Qualität und dem Anteil institutioneller Investoren auszugehen.

6.2.4.2 Empirische Fundierung

Für die theoretisch hergeleiteten Zusammenhänge gibt es empirische Befunde. So stellen Healy et al. einen hoch signifikanten Zusammenhang zwischen einer Ausweitung der Kapitalmarkt-kommunikation und dem Anteil institutioneller Investoren fest (vgl. Healy et al., 1999). Damit wird bestätigt, dass der vorhergesagte Gesamteffekt für alle drei Gruppen institutioneller Investoren (transitorische, Dedicated Institutions und Quasi Indexer) zutrifft. Eine Beurteilung der vorhergesagten Zusammenhänge auf der Ebene der einzelnen Gruppen

institutioneller Investoren ist auf dieser Aggregationsebene jedoch noch nicht möglich. Diesen Nachweis liefern Bushee/Noe (vgl. Bushee/Noe, 2000). Sie weisen sowohl einen positiven Zusammenhang zwischen einer Ausweitung der Kapitalmarkt-kommunikation und dem Anteil der transitorischen institutionellen Investoren sowie der Quasi Indexer nach und dazu eine Indifferenz der Dedicated Institutions (vgl. Bushee/Noe, 2000, S. 185).

6.2.4.3 Hypothesenformulierung und Operationalisierung

Die theoretische und empirische Fundierung bieten eine Basis zur Formulierung folgender Hypothesen über die Wirkung der Facetten der Qualitätswahrnehmungen auf den Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership):

Hypothese 6.1: Die wahrgenommene Interaktionsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf den Anteil institutioneller Investoren.

Hypothese 6.2: Die wahrgenommene Informationsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf den Anteil institutioneller Investoren.

Operationalisierung des Anteils institutioneller Investoren

Als Proxy für den Anteil institutioneller Investoren wird der Quotient aus der Anzahl der von institutionellen Investoren gehaltenen Aktien und der Anzahl aller ausstehenden Aktien des betrachteten Unternehmens berechnet. Aufgrund der Datenverfügbarkeit muss hier auf den Free Float zurückgegriffen werden. Er wird wie folgt definiert: „The free float number of shares represents the total amount of share capital available to ordinary investors and is expressed as a percentage of the total number of shares (Thomson Financial, 2005, S. 2). Hierbei werden „Ordinary Investors“ von sog. „Strategic Holdings“ abgegrenzt. Letztere sind „excluded from normal dealing“ (Thomson Financial, 2005, S. 2). Eine Beteiligung wird dann als strategisch eingestuft, wenn sie 5 % oder mehr beträgt. Wird nun dieser Free Float von 100 % abgezogen, erhält man eine Schätzgröße für den Anteil institutioneller Investoren.

$$InstitutionalOwnership = 1 - FreeFloat = 1 - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{SOI_i}{ST_i}$$

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass mit der Verwendung dieser Kennzahl Schwierigkeiten verbunden sein können: Transitorische institutionelle Investoren reagieren, wie oben beschrieben, besonders sensibel auf qualitative Veränderungen in der Kapitalmarkt-kommunikation. Sie halten aber oftmals nur geringere (unter 5 % liegende) Anteile an Unternehmen. Folglich werden sie mit Hilfe eines so definierten Free Float nicht erfasst. Eine korrekte Erfassung des positiven Effektes zwischen Berichterstattung und Anteil institutioneller Investoren ist daher nicht oder nur abgeschwächt

möglich. Mangels Alternativen wird in dieser Arbeit, wie z.B. bei Leuz/Verrecchia auch (Leuz/Verrecchia, 2000), mit dieser Kennzahl gearbeitet.

SOI_t steht für die Anzahl der täglich von Ordinary Investors gehaltenen Aktien („Shares Ordinary Investors“), ST_t für die am Ende des entsprechenden Tages ausstehenden Aktien insgesamt („Shares Total“) und n für die Anzahl der Handelstage im Jahr 2004. Die Daten wurden der Datenbank Thomson ONE Analytics entnommen (Thomson sei an dieser Stelle für die unkomplizierte Bereitstellung der Daten gedankt).

Weitere Einflussgrößen des Anteils institutioneller Investoren

Der Anteil institutioneller Investoren wird nicht nur durch die Qualität der Kommunikation beeinflusst. Hier üben weitere Faktoren einen Einfluss aus, auf die nachfolgend eingegangen wird.

• IR-Zufriedenheit

In Bezug auf den Anteil institutioneller Investoren wird die IR-Zufriedenheit als mediiierende Variable berücksichtigt (vgl. erneut für eine Begründung hinsichtlich des mediiierenden Einflusses Abschnitt 6.2.1.3; vgl. ferner die Ausführungen in den beiden vorangegangenen Abschnitten 6.2.4.1 und 6.2.4.2). Es ergibt sich folgende Hypothese:

Hypothese 6.3: Die IR-Zufriedenheit wirkt als Mediator der Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität direkt positiv auf den Anteil der institutionellen Investoren.

• Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following)

Institutionelle Investoren haben eine Präferenz für Unternehmen, die sie kennen, über die sie folglich ‚ausreichend‘ Informationen besitzen (vgl. O’Brien/Bhushan, 1990, S. 56). Diese Informationen können sie entweder direkt vom Unternehmen oder indirekt von Informationsintermediären beziehen. Die Anzahl der Analysten bzw. die Inten-

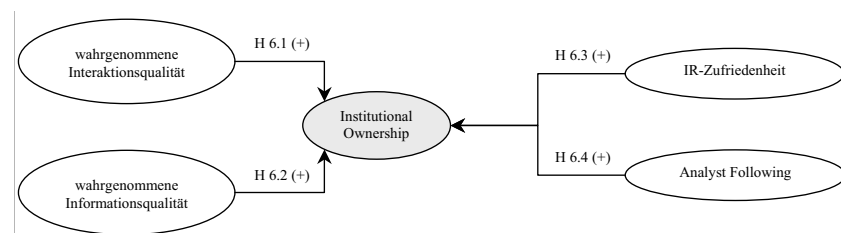


Abbildung 6.8: Hypothetische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und dem Anteil institutioneller Investoren sowie weitere Einflussgrößen auf den Anteil institutioneller Investoren

sität, mit der ein Unternehmen von Analysten beobachtet wird, kann als Indikator dafür angesehen werden, wie viel Information öffentlich über das Unternehmen verfügbar ist und welche Qualität die verfügbare Information aufweist (vgl. hierzu die in Abschnitt 6.2.1.3 angegebene Literatur sowie Merton, der sich im Rahmen seiner Ausführungen an die Theorie der „Neglected Stocks“ von Arbel et al. anlehnt; Arbel et al., 1983; Arbel, 1985; Merton, 1987). Damit wirkt, vergleichbar der direkten Kommunikation durch das Unternehmen, eine umfangreiche, durch Intermediation geschaffene Informationsversorgung attrahierend auf institutionelle Investoren (und hier vor allem auf die transitorischen institutionellen Investoren; vgl. die Erläuterungen in Abschnitt 6.2.4).

Andererseits ist auch die entgegengesetzte Wirkungsrichtung denkbar. So wirkt ein hoher Anteil institutioneller Investoren anziehend auf Analysten, da diese die primäre Abnehmergruppe der von ihnen generierten Informationen darstellen (vgl. z.B. Husain, 2000). „Institutions’ willingness to pay for research gives analysts a motive for following firms“ (O’Brien/Bhushan, 1990, S. 56). Auch dieser Effekt wurde mit Hilfe empirischer Studien nachgewiesen (vgl. Chen/Steiner, 2000; O’Brien/Bhushan, 1990).

Insgesamt kann also von einer positiven Korrelation zwischen dem Analyst Following und dem Institutional Ownership ausgegangen werden. Eine a priori-Aussage über den kausalen Zusammenhang jedoch erscheint auf der Basis der oben angestellten theoretischen Überlegungen schwierig. Aus diesem Grund werden beide möglichen Wirkungsrichtungen überprüft (aus Gründen der Konsistenz wird die Hypothese zur Wirkung des Institutional Ownership auf das Analyst Following erst im Rahmen der Ausführungen zu den Determinanten des Analyst Following im folgenden Abschnitt 6.2.5 formuliert). Hinsichtlich der Wirkung der Intensität der Analystenbeobachtung auf den Anteil institutioneller Investoren ergibt sich folgende Hypothese:

Hypothese 6.4: Die Intensität, mit der ein Unternehmen von Analysten beobachtet wird (Analyst Following), hat einen direkt positiven Einfluss auf den Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership).

Die abgeleiteten direkten Zusammenhänge sind in *Abbildung 6.8* grafisch aufbereitet.

6.2.5 Wirkung auf die Intensität der Analystenbeobachtung

6.2.5.1 Theoretische Fundierung

Die Informationsbeschaffung ist für Kapitalmarktteilnehmer mit Kosten verbunden. Dies gilt für Investoren ebenso wie für Analysten als Informationsintermediäre. Die primäre Informationsquelle für Analysten sind die zu beurteilenden Unternehmen selbst (vgl. Lees, 1981; Lang/Lundholm, 1996). Eine Ausweitung der kostenlos bereitgestellten Informationen

durch Unternehmen reduziert die für Analysten anfallenden Kosten der Informationsbeschaffung (vgl. Brennan/Tamarowski, 2000, S. 27). Dies führt dazu, dass es Analysten mit einem geringen Einsatz eigener finanzieller Mittel möglich wird, profitable Informationen für ihre Abnehmer (insb. institutionelle Investoren) zu generieren (vgl. Pietzsch, 2004, S. 148). Dies führt insgesamt zu einer Ausweitung der Analystentätigkeit. Unter Berücksichtigung des Gleichgewichtsmodells von Bhushan findet eine Verschiebung der „Analyst Supply Curve“ nach rechts statt (vgl. Bhushan, 1989). Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass aufgrund der höheren Transparenz die Qualität der durch die Analysten erzeugten Informationen tendenziell steigt (vgl. Eng/Teo, 2000, S. 233), wovon die Nachfrage nach ihren Dienstleistungen positiv beeinflusst wird.

Wird jedoch nicht von einer Komplementarität, sondern von Konkurrenz zwischen den Informationsangeboten von Unternehmen und Analysten ausgegangen, würde eine Ausweitung des Informationsangebots durch Unternehmen zu einer Verdrängung von Analysten führen. Analystenberichte würden durch die unternehmenseigene Informationsbereitstellung substituiert (vgl. Lang/Lundholm, 1996, S. 471).

In Abhängigkeit davon, welcher der beiden beschriebenen möglichen Effekte dominiert, sind alle Wirkungszusammenhänge denkbar: Eine Ausweitung der Informationsbereitstellung bzw. eine Verbesserung der IR-Qualität führt zur Steigerung oder Reduktion der Intensität der Analystenbeobachtung. Gleichen sich die Effekte aus, geht von der IR-Qualität kein Effekt auf die Intensität der Analystenbeobachtung aus.

6.2.5.2 Empirische Fundierung

In verschiedenen empirischen Studien wird eine positive Wirkung der auf verschiedenen Wegen approximierten IR-Qualität auf die Intensität der Analystenbeobachtung festgestellt. So untersuchen beispielsweise Byrd et al. den Einfluss von CEO-Präsentationen, die ein IR-Instrument darstellen, auf die Intensität der Analystenbeobachtung und weisen einen temporären Anstieg nach (vgl. Byrd et al., 1993). Auch Walka/Tsalata identifizieren einen Zusammenhang zwischen der IR-Qualität, gemessen anhand eines selbst erstellten Index, der sich primär auf die Qualität des Annual Report bezieht, und der Intensität der Analystenbeobachtung (vgl. Walker/Tsalsa, 2001). Allerdings weisen die Ergebnisse eher auf einen umgekehrten Wirkungszusammenhang hin, also auf einen Einfluss der Intensität der Analystenbeobachtung auf die IR-Qualität (vgl. Walker/Tsalsa, 2001, S. 41). Lang/Lundholm überprüfen in ihrer Studie beide Wirkungsrichtungen. Sie weisen zwar einen Einfluss in beide Richtungen nach, doch zeigt sich der Einfluss der IR-Qualität auf die Intensität der Analystenbeobachtung im Vergleich als wesentlich stärker (vgl. Lang/Lundholm, 1996, S. 484). Die Annahme einer positiven Wirkung der IR-Aktivitäten auf die Analystentätigkeit wird weiterhin gestützt durch Ergebnisse von Bowen et al. Sie stellen fest, dass die durch „Conference Calls“ vermittelten Informationen zu einer Erhöhung der Prognosegenauigkeit

von Analysten führen (vgl. Bowen et al., 2002). Da Conference Calls ein spezielles IR-Instrument darstellen, lässt sich folgern, dass eine hohe IR-Qualität nutzbringend für Analysten ist. Folglich bevorzugen sie Unternehmen mit einer hohen IR-Qualität, da sie positive Effekte auf den Absatz ihrer eigenen Dienstleistungen erwarten.

6.2.5.3 Hypothesenformulierung und Operationalisierung

Basierend auf den theoretischen Ausführungen sowie den empirischen Ergebnissen können folgende Hypothesen hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen den Komponenten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following) abgeleitet werden:

Hypothese 7.1: Die wahrgenommene Interaktionsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following).

Hypothese 7.2: Die wahrgenommene Informationsqualität hat einen direkt positiven Einfluss auf die Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following).

Operationalisierung der Intensität der Analystenbeurteilung

Als Indikator für die Intensität der Analystenbeurteilung wird in Übereinstimmung mit der einschlägigen Literatur die Anzahl der Analystenschätzungen herangezogen (vgl. z.B. Roulstone, 2003; Imhoff Jr./Lobo, 1992; Shores, 1990; Leuz/Verrecchia, 2000). In der vorliegenden Arbeit sind dies die für das laufende Fiskaljahr im Mai 2005 abgegebenen Schätzungen zu den erwarteten Earning per Share (EPS), die der Datenbank Thomson ONE Analytics entnommen wurden.

Weitere Einflussgrößen auf die Intensität der Analystenbeurteilung

Neben der IR-Qualität wirken noch andere Determinanten auf die Intensität, mit der ein Unternehmen von Analysten beobachtet wird. Diese werden im Folgenden erläutert.

• IR-Zufriedenheit

Bezogen auf die Intensität, mit der ein Unternehmen von Analysten beobachtet wird, wird der IR-Zufriedenheit Einfluss zugesprochen (vgl. zum mediiierenden Einfluss Abschnitt 6.2.1.3 sowie die Abschnitte 6.2.5.1 und 6.2.5.2). Folgende Hypothese erfasst diesen Zusammenhang:

Hypothese 7.3: Die IR-Zufriedenheit wirkt als Mediator der Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität direkt positiv auf die Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following).

● *Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership)*

In Abschnitt 6.2.4.3 wurde bereits auf die möglichen Wirkungszusammenhänge zwischen der Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following) und dem Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership) eingegangen. Die formulierte Hypothese besagt, dass eine hohe Intensität der Analystenbeobachtung zu einem Anstieg des Anteils institutioneller Investoren führt, da institutionelle Investoren eine Präferenz für solche Unternehmen aufweisen, die sie aufgrund der verfügbaren Informationen auch beurteilen können. Die dafür erforderlichen Informationen werden auch von Analysten bereitgestellt, so dass ein positiver Wirkungszusammenhang zwischen dem Aktivitätsniveau der Analysten und dem Interesse der institutionellen Investoren unterstellt wird.

Gleichzeitig wurde angedeutet, dass eine gegensätzliche Wirkung durchaus möglich erscheint: Institutionelle Investoren sind die Hauptabnehmergruppe für von Analysten generierte Informationen (vgl. Hussain, 2000). Folglich sind Unternehmen, die einen hohen Anteil institutioneller Investoren aufweisen, für Analysten aufgrund des damit verbundenen Absatzpotenzials für ihre Dienstleistungen interessant. Innerhalb der heterogenen Gruppe der institutionellen Investoren sind es insb. die transitorischen institutionellen Investoren, die aufgrund ihrer hohen Handelsaktivität einen umfangreichen Informationsbedarf haben. Die Informationsanforderungen von Dedicated Institutions und Quasi Indexern sind eher eingeschränkt. Dieser Effekt wird auch im Rahmen der empirischen Überprüfung beobachtet (vgl. z.B. O'Brien/Bhushan, 1990).

Denkbar ist auch ein negativer Zusammenhang zwischen der Intensität der Analystenbeobachtung und dem Anteil institutioneller Investoren. So kann davon ausgegangen werden, dass ein hoher Anteil institutioneller Investoren zu einem starken Buy Side-Research, also zu einem Research auf Seiten der institutionellen Investoren selbst führt (vgl. Grant/Rogers, 1999, S. 8; Bhushan, 1989, S. 260). Damit würde der Bedarf nach, aus Sicht der institutionellen Investoren, externen Researchleistungen verdrängt werden, da die anteilsbesitzenden Institutionen ihren Informationsbedarf zur Vermeidung potenzieller „Moral Hazard-Probleme“ und zur Reduzierung der Kosten der Informationsversorgung bevorzugt selbst abdecken. Ein solches Vorgehen erscheint vor dem Hintergrund der guten Zugangsmöglichkeiten institutioneller Investoren zu den für sie relevanten Informationen durchaus sinnvoll. Sie haben im Gegensatz zu Privatanlegern Zugang zum Top-Management des Unternehmens und damit zu einer Fülle relevanter Informationen. In einem solchen Fall sind sie nicht auf die Monitoring-Leistungen externer Analysten angewiesen (vgl. Moyer et al., 1989, S. 505f.).

Weiterhin führt ein hohes Engagement institutioneller Investoren zu Signaleffekten. Hohe Anteile solch informierter Anleger an einem Unternehmen werden vom Kapitalmarkt per se als Qualitätsindikator gewertet, wodurch der Bedarf nach von Externen

(hier von Analysten) generierten Informationen tendenziell sinkt (vgl. hierzu das Signaling-Modell von Leland/Pyle, 1977). Eine negative Assoziation zwischen dem Anteil institutioneller Investoren und der Intensität der Analystenbeobachtung wurde bereits empirisch belegt (vgl. z.B. Smith/Sabherwal, 1999). Aufgrund der widersprüchlichen Argumentationsstränge kann keine klare Wirkungsrichtung vorhergesagt werden. Dies findet seinen Niederschlag in den folgenden Hypothesen:

Hypothese 7.4_(a,b): Der Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership) hat einen
 a) direkt positiven Einfluss,
 b) direkt negativen Einfluss auf die Intensität, mit der Unternehmen von Analysten beobachtet werden (Analyst Following).

Die erörterten Zusammenhänge finden sich in *Abbildung 6.9* wieder.

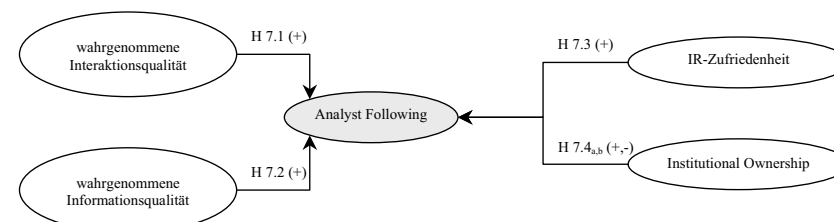


Abbildung 6.9: Hypothesische Zusammenhänge zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der Intensität der Analystenbeobachtung sowie weitere Einflussgrößen der Intensität der Analystenbeobachtung

6.3 Zusammenfassende Darstellung der Wirkungszusammenhänge im Grundmodell

Nachdem in den bisherigen Abschnitten die jeweils direkten Wirkungszusammenhänge dargestellt und entsprechende Hypothesen abgeleitet wurden, werden diese Ausschnitte nun in ein Gesamtmodell integriert. Dies ermöglicht die Identifikation indirekter Zusammenhänge, was im Kontext der Partialbetrachtungen nicht möglich war.

Dieses Modell dient als Ausgangspunkt für die anschließende empirische Auswertung. Die abgeleiteten Hypothesen sind zusammenfassend in *Tabelle 6.1* dargestellt.

Abbildung 6.10 zeigt das Grundmodell in grafischer Form, wie es sich aus den abgeleiteten Hypothesen ergibt. Diesem Modell können nun auch alle bislang nicht beschriebenen indirekten Effekte entnommen werden. Die drei von den wahrgenommenen Qualitätsfacetten sowie der IR-Zufriedenheit ausgehenden, auf die ökonomischen Ziele

Wirkung von \ auf	wahrgenommene IR-Qualität	wahrgenommene Interaktionsqualität	wahrgenommene Informationsqualität	IR-Zufriedenheit	Liquidität	Volatilität	Handelsintensität	Institutional Ownership	Analyst Following
wahrgenommene IR-Qualität				H 1 (+)					
wahrgenommene Interaktionsqualität				H 2.1 (+)	H 3.1 (+)	H 4.1 (-)	H 5.1 (+)	H 6.1 (+)	H 7.1 (+)
wahrgenommene Informationsqualität				H 2.2 (+)	H 3.2 (+)	H 4.2 (-)	H 5.2 (+)	H 6.2 (+)	H 7.2 (+)
IR-Zufriedenheit					H 3.3 (+)	H 4.3 (-)	H 5.3 (+)	H 6.3 (+)	H 7.3 (+)
Liquidität									
Volatilität					H 3.4 (-)				
Handelsintensität					H 3.5 (+)	H 4.4a,b (+,-)			
Institutional Ownership					H 3.6 (-)	H 4.5a,b (+,-)	H 5.4a,b (+,-)		H 7.4a,b (+,-)
Analyst Following					H 3.7 (+)	H 4.6 (-)	H 5.5 (+)	H 6.4 (+)	

Tabelle 6.1: Hypothesen über die abgeleiteten direkten Wirkungszusammenhänge

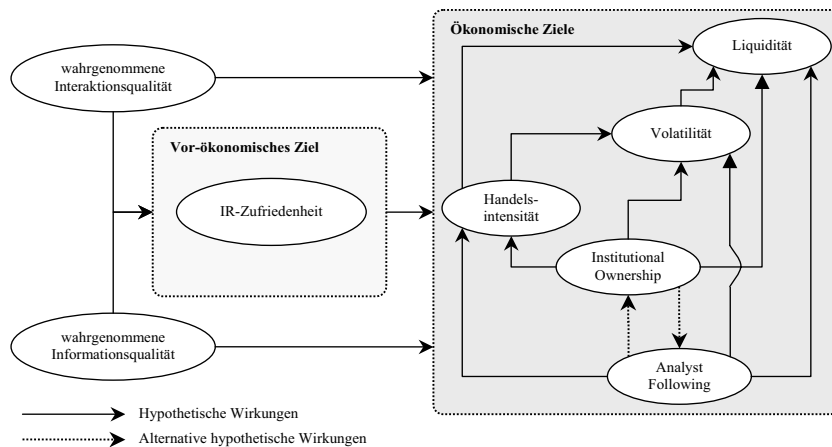


Abbildung 6.10: Vollständiges IR-Wirkungsmodell

zeigenden Pfeile symbolisieren jeweils einen direkten Einfluss auf das entsprechende ökonomische IR-Ziel.

7. Datenbasis und Methodik der empirischen Untersuchung

7.1 Datenerhebung und Datengrundlage

In den nachfolgenden Abschnitten werden die wichtigsten Schritte der auch als „Designphase“ (vgl. z.B. Nieschlag et al., 2002, S. 387ff.) bezeichneten Stufe einer empirischen Untersuchung vorgestellt. Diese Stufe dient der Festlegung der Vorgehensweise im Rahmen der empirischen Erhebung und beinhaltet neben der Definition des Untersuchungsgegenstandes (Abschnitt 7.1.1) und der Auswahl der Erhebungsmethodik (Abschnitt 7.1.2) auch die Konzeption des Fragebogens (Abschnitt 7.1.3) sowie die Auswahl der Informanten (Abschnitt 7.1.4).

7.1.1 Definition des Untersuchungsgegenstandes

Bei der Festlegung des Untersuchungsgegenstandes werden zwei Fragen beantwortet:

1. Welche Gruppen von Kapitalmarktteilnehmern sind grundsätzlich für die vorliegende Arbeit von Interesse?
2. Welche Regionen/Länder werden in die Untersuchung einbezogen?

Die Festlegung der relevanten Gruppen von Kapitalmarktteilnehmern (Frage 1) ist im Kontext der Designphase lange Zeit Gegenstand kontroverser Diskussionen gewesen. Eine Beschränkung auf einzelne IR-Zielgruppen scheint aufgrund der zeitlichen und finanziellen Beschränkung angezeigt. Daher werden nur die Zielgruppen in die Erhebung einbezogen, denen aus Sicht der Unternehmen eine besonders hohe Relevanz für den Unternehmenserfolg zukommt. Die folgenden Erläuterungen dienen der genaueren Abgrenzung des Begriffs „Kapitalmarktteilnehmer“, wie er im empirischen Teil der Arbeit verwendet wird. Wie bereits formuliert, weicht damit die nachfolgende Begriffsabgrenzung von der in Abschnitt 2.3 ab.

Grundsätzlich in Frage kommen die folgenden drei Gruppen von Kapitalmarktteilnehmern (vgl. die Ausführungen zu den IR-Zielgruppen in Abschnitt 2.3):

- *Aktuelle und potenzielle Eigenkapitalgeber*

Diese Gruppe ist hinsichtlich Professionalitätsgrad und Informationsbedarf in sich nicht homogen und kann anhand dieser Kriterien in Privatanleger und institutionelle Anleger differenziert werden. Eine Einbeziehung der *institutionellen Investoren* in die empirische

Erhebung ist aufgrund ihrer Bedeutung erforderlich. Im Fall der *Privatanleger* bietet sich ein nicht so klares Bild. Auf der einen Seite ist die Verbreitung der Aktie in Deutschland immer noch gering. Im zweiten Halbjahr 2004 betrug der Anteil der Aktionäre an der deutschen Bevölkerung über 14 Jahre gerade einmal ca. 16 % (vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI), 2005, S. 1). Auf der anderen Seite wurde bei den Experteninterviews immer wieder auf die kursstabilisierende Wirkung der Privatanleger hingewiesen, da diese im Gegensatz zu institutionellen Anlegern weniger renditeorientiert anlegen (müssen). Aufgrund der von den Interviewpartnern betonten hohen Relevanz der Privatanleger wird diese Gruppe in die empirische Erhebung einbezogen.

- *Aktuelle und potenzielle Fremdkapitalgeber und Rating-Agenturen*

Aufgrund des dieser Arbeit zugrunde gelegten weiten IR-Verständnisses gehören grundsätzlich auch Obligationäre und Rating-Agenturen zu den Adressaten der IR-Aktivitäten (vgl. hierzu die Ausführungen in Abschnitt 2.3.2). Allerdings werden diese nicht in die empirische Erhebung einbezogen, da Unternehmen diesen Zielgruppen für die IR-Aktivitäten nur eine untergeordnete Rolle beimessen (vgl. Günther/Otterbein, 1996, S. 404). Da diese IR-Zielgruppe bislang selten berücksichtigt wurde, sollte sie in künftigen Arbeiten stärkere Beachtung finden. Insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Entwicklungen im Bankenbereich (z.B. Basel II) und der stark steigenden Bedeutung der Rating-Agenturen ist eine genaue Analyse der Informationsbedürfnisse dieser Zielgruppe erforderlich.

- *Informationsintermediäre wie Analysten und Wirtschaftsjournalisten*

Informationsintermediäre sind aufgrund ihres großen Einflusses auf Investitionsentscheidungen eines Großteils der Anleger von hoher Bedeutung (vgl. z.B. Diehl, 2001, S. 398; vgl. die Ausführungen in Abschnitt 2.3.3). Dies gilt in besonderem Maß für (Finanz-) *Analysten*, die daher in den empirischen Teil dieser Arbeit einbezogen werden. Im Fall der *Wirtschaftsjournalisten* ist hingegen eine differenziertere Betrachtung erforderlich. Während Journalisten, deren Beiträge auf spezialisierte Zeitungen/Zeitschriften zugeschnitten sind, einen ähnlichen Informationsbedarf aufweisen wie Analysten (und aus diesem Grund nicht als gesonderte IR-Zielgruppe in der vorliegenden Arbeit erfasst werden), werden weniger spezialisierte Journalisten von der PR-Abteilung betreut und sind für die IR-Abteilung von geringerer Bedeutung (zu dieser Frage vgl. Günther/Otterbein, 1996, S. 402). Aus diesem Grund werden sie nicht als eigenständige Gruppe in die Befragung aufgenommen.

Für die Analyse relevante und damit in die empirische Erhebung einzubeziehende IR-Zielgruppen sind demnach:

- Privatanleger
- Institutionelle Anleger
- Analysten.

Als Nächstes ist zu klären, welche Regionen/Länder im Rahmen der Erhebung zu berücksichtigen sind (Frage 2). Trotz der Dominanz des anglo-amerikanischen Kapitalmarkts wird der Fokus auf Deutschland gelegt, da bislang – bezogen auf den Forschungsgegenstand der Arbeit – kaum Erkenntnisse für den deutschen oder allgemeiner die kontinentaleuropäischen Kapitalmärkte vorliegen. Eine regionenspezifische Erhebung erscheint sinnvoll, denn international differierende Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer, von denen ausgegangen werden kann, lassen eine einfache Übertragung der im Rahmen der vorliegenden Arbeit gewonnenen Erkenntnisse auf andere Regionen nicht zu (Mittal et al. zeigen für den Bereich der Dienstleistungen allgemein, dass nur ca. 10 % der Präferenzunterschiede auf Kundencharakteristika zurückgeführt werden können, ein entsprechend hoher Anteil ist durch regionale Unterschiede bedingt; vgl. Mittal et al., 2004, insb. S. 50; Ali/Lee konnten eine vergleichbare länderabhängige Anforderungsheterogenität in Bezug auf Rechnungslegungsinformationen feststellen; vgl. Ali/Lee-Seok, 2000).

7.1.2 Auswahl der Erhebungsmethodik

Für die Bestimmung der Erhebungsmethodik werden folgende Einzelaspekte adressiert.

● Festlegung der Bezugsquelle der Daten (Primärdaten, Sekundärdaten)

Am Beginn jeder empirischen Untersuchung steht die Frage, ob für den Untersuchungszweck eigene originäre Daten, sog. „Primärdaten“, erhoben werden sollen („Primärforschung“/„Field Research“) oder ob auf bestehendes Datenmaterial, auf sog. „Sekundärdaten“, zurückgegriffen werden kann („Sekundärforschung“/„Desk Research“). Diese Frage muss in Abhängigkeit vom Forschungsgegenstand der Arbeit beantwortet werden. Im Wesentlichen werden mit der Arbeit zwei Ziele verfolgt:

Erstens werden Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer erhoben. Diese können nur mit Hilfe von Primärdaten identifiziert werden, da, wie die Literatursichtung zeigt, keine Daten vorliegen, mit denen die erforderlichen Auswertungen durchgeführt werden können (eingeschränkte Nützlichkeit und Vollständigkeit der Daten). Dies ist insb. auf den Alleinstellungscharakter der Arbeit in diesem Bereich zurückzuführen. Falls für Teilbereiche des Forschungsziels bereits Daten vorliegen, spricht die höhere Aktualität der erhobenen Daten für eine Nutzung der Primärdaten. Zudem kann mit Hilfe einer auf den Forschungsgegenstand bezogenen, umfassenden Primärdatenerhebung eine Konsistenz der Daten erreicht werden, die bei Rückgriff auf bereits bestehende Daten nicht möglich wäre.

Zweitens wird analysiert, inwieweit die in der Literatur immer wieder genannten IR-Ziele auch tatsächlich mit Hilfe der IR-Arbeit erreicht werden können und wie die Zusammenhänge zwischen den einzelnen IR-Zielen sind. Während für das vor-ökonomische IR-Ziel „IR-Zufriedenheit“ Primärdaten erhoben werden müssen, kann der

Kriterium	Großzählige Erhebung	Fallstudienanalyse
Innovationsgrad	Gering	Hoch
Forschungsstand	Hoch	Gering
Kausalitätsorientierung	Stark	Gering
Inhaltliche Komplexität	Gering	Hoch
Anzahl Informanten	Hoch	Gering

Tabelle 7.1: Kriterien für die Wahl zwischen großzähliger Befragung und Fallstudienanalyse

auf ökonomische IR-Ziele bezogene Informationsbedarf mit Hilfe von Sekundärdaten befriedigt werden.

● Festlegung des Erhebungsansatzes (qualitative, quantitative Untersuchung)

Wird eine Primärforschung durchgeführt, stellt sich die Frage nach dem Umfang der Untersuchung bzw. nach der Anzahl der einzubeziehenden Beobachtungseinheiten. Dafür stehen grundsätzlich zwei Vorgehensweisen zur Auswahl: eine großzählige, eher quantitativ ausgerichtete und eine fallstudienorientierte, eher qualitativ ausgerichtete Erhebung. Welche Erhebungsform gewählt wird hängt von 1. dem Innovationsgrad des Modells, 2. dem Stand der Forschung, 3. der Kausalitätsorientierung des Forschungsgegenstandes (inwieweit stehen kausale Zusammenhänge im Vordergrund), 4. der inhaltlichen Komplexität des Forschungsgegenstandes sowie 5. der maximalen Anzahl an Schlüsselinformanten ab (vgl. dazu Miles/Huberman, 1994; LeCompte et al., 1992; Yin, 2003). Welche Erhebungsform gewählt wird, ist abhängig von der Ausprägung der verschiedenen Kriterien. Die Ausprägungen für die vorliegende Arbeit sind in *Tabelle 7.1* grau schraffiert hinterlegt.

Es kann festgehalten werden, dass eine Fallstudienanalyse eher der Exploration von bislang unbekanntem Zusammenhängen dient (exploratorische Analyse), wohingegen eine großzählige Erhebung zur Konfirmation bereits erarbeiteter Erkenntnisse herangezogen werden sollte (konfirmatorische Analyse). Stake formuliert dies so: „Quantitative researchers have pressed for explanation and control; qualitative researchers have pressed for understanding the complex interrelationships among all that exists“ (Stake, 1995, S. 37). Da im vorliegenden Fall Teile der Kriterien für eine explorative und andere für eine konfirmatorische Vorgehensweise sprechen, wird eine kombinierte Vorgehensweise gewählt.

In einer ersten Phase werden Experteninterviews durchgeführt. In das Sample der Experten werden sowohl Vertreter der Praxis wie auch der Wissenschaft einbezogen. Bei der Auswahl der aus der Praxis stammenden Informanten wird darauf geachtet, dass sowohl Erbringer wie auch Inanspruchnehmer der IR-Arbeit befragt werden (eine Liste der Gesprächspartner kann Anhang I entnommen werden). Diese heterogene Zusammensetzung des Informantenkreises wird gewählt, um in dieser frühen Phase des Forschungs-

vorhabens alle relevanten Facetten der Kapitalmarktkommunikation zu erfassen und für das weitere Vorgehen nutzbar zu machen.

Als Gesprächsgrundlage dient ein Gesprächsleitfaden, der sich aus drei Teilen zusammensetzt (ein Abdruck des Gesprächsleitfadens findet sich in Anhang II): In Teil I werden die Gesprächspartner zur Relevanz des Themas befragt, Teil II bezieht sich auf das der Arbeit zugrunde liegende Forschungsmodell. In diesem Befragungsteil werden die Informanten mit der jeweils aktuellen Modellentwicklung konfrontiert und um ihre Einschätzung hinsichtlich der inhaltlichen Vollständigkeit und der Strukturierung gebeten. Der abschließende Teil III widmet sich dem Design der großzahligen empirischen Erhebung. In diesem Befragungsabschnitt werden Ansatzpunkte zur Erhöhung der Rücklaufquote und Fragen hinsichtlich der Notwendigkeit der Einbeziehung verschiedener Kapitalmarktteilnehmergruppen in die großzahlige empirische Erhebung erörtert. Primäres Ziel der Expertengespräche ist die im Rahmen von Teil II durchgeführte Überprüfung des bis dahin auf Angaben in der Literatur basierenden Fragebogens hinsichtlich Vollständigkeit und logischer Strukturierung. Bei diesem explorativen Vorgehen wird so der für die spätere großzahlige empirische Erhebung konzipierte Fragebogen sukzessive verfeinert. Nach Abschluss der Phase der Expertenbefragungen ist die evolutionsorientierte Fragebogenentwicklung beendet, da von den Informanten keine oder nur noch marginale Änderungen vorgeschlagen werden.

In einer zweiten empirischen Phase, einer großzahligen Erhebung, werden die so gewonnenen Erkenntnisse genutzt. Diese quantitative Untersuchung wird zur Konfirmation der mit Hilfe des explorativen empirischen Teils vorhergesagten Zusammenhänge durchgeführt. Damit wird auf der einen Seite dem unzureichenden Forschungsstand, dem hohen Innovationsgrad sowie dem hohen Komplexitätsgrad des Forschungsthemas Rechnung getragen; auf der anderen Seite werden die Vorteile der großzahligen Erhebung (primär die Möglichkeit der Verallgemeinerung auf die Grundgesamtheit) genutzt.

● *Festlegung der Erhebungsmethode (Beobachtung, Befragung)*

Für die großzahlige Erhebung (zweite Phase des empirischen Teils) ist zu klären, ob die Daten mittels Beobachtung oder Befragung gewonnen werden sollen. Da sich die in dieser Arbeit interessierenden IR-Zufriedenheitsdeterminanten einer direkten Beobachtung entziehen, kann eine Analyse nur mittels einer Befragung durchgeführt werden.

● *Festlegung der Kommunikationsweise (persönliche, telefonische, schriftliche Befragung)*

Das Ziel der Arbeit, die Verallgemeinerung der Erkenntnisse auf die zugrunde liegende Grundgesamtheit, stellt Mindestanforderungen an den erforderlichen Stichprobenumfang. Er wird hierbei stark vom angewendeten statistischen Auswertungsverfahren determiniert. Anstelle eines kovarianzbasierten Verfahrens wird PLS gewählt, da PLS geringere Anforderungen an den Stichprobenumfang stellt (vgl. zur Wahl des Auswertungs-

verfahrens auch Abschnitt 7.2.2) und von einem u.a. durch Zeitmangel verursachten, eher zögerlichen Antwortverhalten der in die Erhebung einbezogenen Zielgruppen ausgegangen werden muss. Um dennoch eine möglichst hohe Anzahl an Informanten zu erreichen, wird als Kommunikationsform die schriftliche Befragung gewählt. Weitere wesentliche Vorteile der schriftlichen Befragung sind der geringe Zeitaufwand und die niedrigen Kosten (vgl. Kinnear/Taylor, 1996, S. 333; Bourque/Fielder, 2003, S. 9). Durch die schriftliche Befragung kann ein „Interviewer Bias“ vermieden werden, der bei persönlichen oder telefonischen Befragungen durch Interaktion zwischen Interviewer und Interviewtem entstehen kann (vgl. Kinnear/Taylor, 1996, S. 333; Aaker et al., 1998, S. 236). Die wesentlichen Nachteile der schriftlichen Befragung liegen in der oftmals geringen Rücklaufquote, der Unkontrollierbarkeit der Erhebungssituation sowie der Restriktionen hinsichtlich Fragethematik, Fragenart und Fragebogenlänge (vgl. Berekoven et al., 2001, S. 113f.; Bourque/Fielder, 2003, S. 15ff.).

● *Festlegung des Verfahrens zur Messung der wahrgenommenen Qualität (Aspekt: Messverfahren)*

In diesem Abschnitt werden verschiedene Ansätze zur Messung der IR-Qualität vorgestellt und die eigene Vorgehensweise im Rahmen der großzahligen empirischen Erhebung in das vorgestellte Schema eingeordnet. Hierbei wird eine für den Bereich der Zufriedenheitsmessung erarbeitete Systematik übernommen (daher bezieht sich auch die an den jeweiligen Stellen angegebene Literatur auf die Zufriedenheitsmessung und nicht auf die Messung der Qualitätswahrnehmung; zur Frage nach der Zulässigkeit einer solchen Übertragung vgl. die Ausführungen zum Zusammenhang zwischen wahrgenommener Qualität und Zufriedenheit in Abschnitt 6.1.1).

Abbildung 7.1 zeigt die Systematisierung der verschiedenen Messverfahren. Eine grauschrattierte Hinterlegung signalisiert die Nutzung im Kontext der empirischen Analyse. Im Anschluss werden die verschiedenen Messverfahren erläutert und hinsichtlich ihrer Anwendbarkeit für die großzahlige empirische Erhebung beurteilt.

– *Unterscheidung nach der Wahrnehmung: Objektive vs. subjektive Verfahren*

Objektive Verfahren basieren auf der Überlegung, dass die Qualitätswahrnehmung mittels von subjektiven Faktoren unabhängigen Indikatoren erfassbar ist (vgl. McNeal/Lamb, 1979, S. 43). Bezogen auf die wahrgenommene IR-Qualität würde dies bedeuten, dass beispielsweise Volatilität oder Aktienkurs als Indikatoren für die Qualitätseinschätzungen der Kapitalmarktteilnehmer herangezogen werden. Da solche Größen jedoch noch von anderen Faktoren, wie z.B. der tatsächlichen ökonomischen Leistungsfähigkeit des Unternehmens, beeinflusst werden, wird von ihrer Verwendung im Rahmen der Messung abgesehen (vgl. hierzu auch die Ausführungen von Rudolph, 1998, S. 53).

Subjektive Verfahren hingegen stellen explizit auf die individuellen Erfahrungen und Einschätzungen ab.

Objektive Verfahren werden aufgrund der oben genannten Schwächen als tendenziell ungeeignet für die Messung der wahrgenommenen Qualität angesehen (vgl. Beutin, 2003, S. 119). In dieser Arbeit werden daher subjektive Eindrücke der Investoren als Indikatoren für deren Qualitätswahrnehmung erhoben.

Die subjektiven Verfahren können differenziert werden in ereignis- und merkmalsorientierte Verfahren (vgl. z.B. Stauss/Hentschel, 1992; Schütze, 1992, S. 185).

– Unterscheidung nach der Orientierung: Ereignis- vs. merkmalsgestützte Verfahren

Ereignisorientierte Verfahren konzentrieren sich auf ein oder mehrere als besonders wichtig erachtete Kontakterlebnisse. Mit diesen, auch als „Spot-Ansätze“ bezeichneten Verfahren (vgl. Homburg et al., 2003b, S. 559) ist es zwar möglich, die wahrgenommene Qualität, bezogen auf ein bestimmtes Ereignis, zu ermitteln. Doch eine umfassende Messung der gesamten Qualitätswahrnehmung scheint aufgrund des eingeschränkten Fokus nicht möglich (vgl. Homburg et al., 2003c). Zu den ereignisorientierten Verfahren zählen insbesondere die folgenden vier Instrumente: die „Kontaktpunktanalyse“, die „Frequenz-Relevanz-Analyse“, die „Analyse von Standardereignissen“ und die „Critical Incident Technique“ (vgl. hierzu ausführlich z.B. Homburg/Werner, 1998).

Merkmalsgestützte Verfahren beziehen sich auf ein Bündel aus Produkt-, Service- und/oder Interaktionsmerkmalen. Die hierzu entwickelte Meinung wird mit merkmalsorientierten Verfahren in umfassenden Qualitätsmessungen abgefragt (vgl. Beutin, 2003, S. 120). Die merkmalsgestützten Verfahren werden aufgeteilt in implizite und explizite Verfahren.

Im empirischen Teil der Arbeit wird mit einem merkmalsgestützten Verfahren gearbeitet.

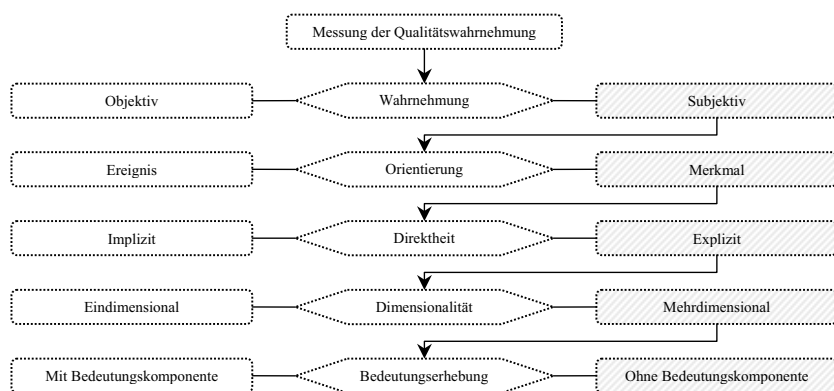


Abbildung 7.1: Ansätze zur Messung der Qualitätswahrnehmung

(Quelle: in Anlehnung an Beutin, 2003, S. 118; Homburg et al., 2003b, S. 558)

– Unterscheidung nach der Direktheit der Messung: Implizite vs. explizite Verfahren

Implizite Verfahren gehen davon aus, dass von einer bestimmten Größe (meist wird hier das Beschwerdeverhalten herangezogen) auf die Qualitätswahrnehmung geschlossen werden kann. Die Messbarkeit mittels impliziter Verfahren ist an bestimmte Voraussetzungen geknüpft. So müsste z.B. für den IR-Bereich eine Aufstellung über das Beschwerdeverhalten der Kapitalmarktteilnehmer vorliegen, um diese dann für eine indirekte Ableitung der IR-Qualität, wie sie durch die Kapitalmarktteilnehmer wahrgenommen wird, nutzen zu können (vgl. die Anmerkungen zu den Voraussetzungen im leistungswirtschaftlichen Bereich von Rudolph, 1998, S. 54; Meffert/Bruhn, 1981). Eine sinnvolle Anwendung dieses Messansatzes setzt voraus, dass alle Kapitalmarktteilnehmer, die die IR-Qualität als unzureichend wahrnehmen, auch eine entsprechende Beschwerde formulieren und einreichen. Da dies nicht angenommen werden kann, wird in Übereinstimmung mit der dominierenden Literaturmeinung resümiert, dass ein indirekter (impliziter) Rückschluss auf die Qualitätswahrnehmung zu keinen angemessenen Ergebnissen führt (vgl. Yi, 1990, S. 70f.).

Explizite Verfahren hingegen messen den Erfüllungsgrad der Erwartungen oder erheben die Qualitätswahrnehmung direkt. Sie werden im Rahmen der Zufriedenheitsmessung sehr häufig angewendet und daher auch in der vorliegenden Arbeit zur Messung der wahrgenommenen IR-Qualität genutzt. Die expliziten Verfahren können in ein- und mehrdimensionale Verfahren unterteilt werden.

– Unterscheidung nach der Dimensionalität: Ein- vs. mehrdimensionale Verfahren

Eindimensionale Verfahren messen die Qualitätswahrnehmung anhand einer inhaltlichen Dimension, in der Praxis sogar meist mit nur einem Faktor, der wiederum nur mit einem Indikator gemessen wird (vgl. Beutin, 2003, S. 122). Eine solche Vorgehensweise ist jedoch vor dem Hintergrund der Komplexität einer Qualitätswahrnehmung nicht angemessen (vgl. Yi, 1990, S. 71) und muss hinsichtlich der Reliabilität und Validität als unzureichend beurteilt werden (vgl. zu den Begriffen Reliabilität und Validität Abschnitt 7.2.3.1).

Mehrdimensionale bzw. multiattributive Verfahren bieten die Möglichkeit genauer zu analysieren, welche Leistungsbestandteile für die Qualitätswahrnehmung ursächlich sind. Mit ihrer Hilfe kann eine Vielzahl von Einzelaspekten erhoben werden (vgl. Homburg et al., 2003b, S. 560). Daher hat sich dieses Messverfahren sowohl in der Wissenschaft wie auch in der Praxis durchgesetzt und wird in der vorliegenden Arbeit angewendet.

– Unterscheidung nach der Anzahl der erhobenen Komponenten: Ein- vs. Zweikomponentenverfahren

Bei der Anwendung des *Einkomponentenverfahrens* wird bei der Befragung lediglich die Qualitätswahrnehmung erhoben. Welche Relevanz der Befragte dem entsprechenden Betrachtungsgegenstand beimisst, wird nicht erhoben.

Das *Zweikomponentenverfahren* sieht eine separate Erhebung der Bedeutungskomponente vor. Bei diesem Verfahren wird für jedes zu beurteilende Attribut/für jede zu beurteilende Dimension nicht nur die wahrgenommene Qualität erhoben, sondern zusätzlich die Relevanz, die der Beurteilende diesem Attribut beimisst. Es wird abgefragt, wie wichtig dem Beurteiler das entsprechende Merkmal/die entsprechende Facette ist. Diese Form der Erhebung ist mit einem beträchtlichen Befragungsaufwand verbunden (vgl. Hentschel, 1995, S. 359). Des Weiteren führt eine separate Abfrage der Bedeutung einzelner Leistungsbestandteile tendenziell zu einer verzerrten Einschätzung, da eher eine zu hohe als eine zu geringe Relevanz von den Befragten angegeben wird (Problem der Bedeutungs-inflation). Daher ist eine indirekte Ermittlung der Relevanz über geeignete statistische Verfahren angezeigt. Diese Vorgehensweise wird in der vorliegenden Arbeit verfolgt.

In *Tabelle 7.2* ist die Erhebungsmethodik für den großzahligen empirischen Teil zusammenfassend dargestellt.

7.1.3 Konzeption des Fragebogens

Inhaltlich ist der Fragebogen weitgehend determiniert durch die Konzeptualisierung der für die Beantwortung der Forschungsfragen relevanten Konstrukte. Als Erfassungsform werden geschlossene, als Aussagen formulierte Fragen gewählt (zur Diskussion hinsichtlich der Angemessenheit der Verwendung von offenen und geschlossenen Fragen vgl. z.B. Bourque/Fielder, 2003, S. 64f.; Churchill Jr., 1999, S. 285ff.). Für die in der vorliegenden Arbeit relevante Domäne der Qualitäts- bzw. Zufriedenheitsforschung bietet sich als Skalierungsverfahren die Likert-Skalierung an, die in der Einstellungsmessung weite Verbreitung gefunden hat (vgl. Stier, 1999, S. 79; DeVellis, 2003, S. 79). Wie allgemein üblich wird eine Abstufung in fünf Schritten gewählt, von „stimme voll zu“ bis „stimme überhaupt nicht zu“.

Aspekt / Unterscheidung nach...	Ausprägung in der vorliegenden Arbeit
...der Bezugsquelle der Daten	Primärdaten und Sekundärdaten
...dem Erhebungsansatz	Quantitativ
...der Erhebungsmethode	Befragung (für die Erhebung der Primärdaten)
...der Kommunikationsweise	Schriftliche Befragung (für die Erhebung der Primärdaten)
...dem Messverfahren	
Wahrnehmung	Abfrage der subjektiven Wahrnehmung
Orientierung	Einzelne Merkmale sind relevant
Direktheit	Explizite Erhebung der Wahrnehmung
Dimensionalität	Erhebung mehrerer Qualitätsdimensionen
Bedeutungserhebung	Keine Erhebung der Bedeutungen der einzelnen Qualitätsdimensionen

Tabelle 7.2: Charakteristika der Methodik im Fall der großzahligen empirischen Erhebung

Der Fragebogen setzt sich aus drei Abschnitten zusammen. Im *ersten Teil* wird auf grundsätzliche Aspekte wie IR-Ziele und mögliche Messgrößen für den IR-Erfolg eingegangen (Teil I: „Grundsätzliches zu IR“). Im *zweiten Abschnitt* werden die IR-Aktivitäten eines bestimmten Unternehmens angesprochen, wobei das Unternehmen vom Antwortenden frei wählbar ist (Teil II: „IR eines bestimmten Unternehmens“). In diesem Abschnitt werden verschiedene Facetten der IR-Arbeit betrachtet, die im Hinblick auf das gewählte Unternehmen vom Beantwortenden zu beurteilen sind. Hierbei wird, wie in der gesamten Arbeit, zwischen inhaltlichen und prozessualen Aspekten unterschieden. Die so erhobenen Daten dienen zum einen der Überprüfung des bereits konzeptionell erarbeiteten IR-Qualitätsmodells und zum anderen der IR-Wirkungsanalyse. Der *dritte und abschließende Teil* des Fragebogens umfasst die Abfrage demografischer Angaben (Teil III: „Demografische Angaben und Anmerkungen“). In diesem Abschnitt wird den Informanten auch die Gelegenheit gegeben, sich in Form eines offenen Kommentars zur Studie bzw. zum Bereich IR-Arbeit generell zu äußern.

Die Wahl des Fragebogaufbaus schließt sich den allgemein üblichen Empfehlungen an: Leichte und allgemeine Fragen stehen am Anfang, um den Befragten nicht abzuschrecken, spezifische Fragen im Mittelteil und am Ende Fragen zu demografischen Aspekten (vgl. dazu z.B. Bourque/Fielder, 2003, S. 56ff.; Kinnear/Taylor, 1996, S. 370f.). Der primär aus der Literatur abgeleitete Fragebogenentwurf wurde im Juni und Juli 2004 einem „Pretest“ unterzogen. Dieser dient der Überprüfung des Fragebogens auf Vollständigkeit und Verständlichkeit. Das Ziel hierbei ist, Ansatzpunkte für Verbesserungen zu identifizieren (vgl. Kinnear/Taylor, 1996, S. 373f.; Reynolds et al., 1993, S. 171ff.). Der Optimierungsprozess wurde so lange fortgeführt, bis sich die Fragebogengestaltung als stabil erwies und aufgrund der geführten Interviews keine (wesentlichen) Änderungen mehr erforderlich waren.

7.1.4 Auswahl der Informanten

In den folgenden Abschnitten wird die Vorgehensweise bei der Auswahl und Ansprache der Informanten dargestellt. Als Auswahlverfahren wird die geschichtete, disproportional, zufallsgesteuerte Stichprobenziehung gewählt (vgl. zu Auswahlverfahren z.B. Berekoven et al., 2001, S. 49ff.; Nieschlag et al., 2002, S. 430). Bei dieser Form der Stichprobenziehung wird die Grundgesamtheit, hier die Kapitalmarktteilnehmer in ihrer Gesamtheit, in einzelne Schichten zerlegt (Aspekt der Schichtung), wobei die Schichten in der Stichprobe einen von den Verhältnissen in der Grundgesamtheit abweichenden Anteil aufweisen (Aspekt der Disproportionalität). Ziel ist die Bildung von Schichten, die eine möglichst geringe (Innenschicht-)Varianz aufweisen.

In einem ersten Schritt werden Schichten gemäß des Kriteriums „Kapitalanlage“ gebildet. Hieraus ergeben sich die beiden Schichten Kapitalmarktintermediäre (keine Kapital-

anlage) und Investoren (Kapitalanlage vorhanden). Die Investoren-Schicht wird aufgrund der vermuteten vorliegenden hohen Innenschichtvarianz weiter zerlegt. Dies geschieht anhand des Kriteriums „Professionalität“. Als weitere Schichten ergeben sich die der Privatanleger (i.d.R. geringer Professionalitätsgrad) und die der institutionellen Investoren (i.d.R. hoher Professionalitätsgrad). Der Grund für eine auf die Anzahl der Akteure bezogene disproportionale Auswahl kann anhand eines Relevanzvergleichs zwischen Privatanlegern und institutionellen Anlegern verdeutlicht werden: Zwar ist die Anzahl der institutionellen Anleger in der Grundgesamtheit wesentlich geringer als die der Privatanleger. Doch wird nicht die Anzahl der Akteure, sondern beispielsweise das Anlagevolumen als Relevanzbeurteilungskriterium herangezogen, ergibt sich ein anderes Bild. Das Abweichen von einer an der Anzahl der Akteure orientierten Proportionalität erscheint sinnvoll, da die Relevanz einer bestimmten IR-Zielgruppe weniger von ihrer an der Anzahl der Akteure festgemachten Größe, sondern vom jeweiligen Anlagevolumen abhängt. Daher wird im Rahmen der empirischen Erhebung keine an der Anzahl der Kapitalmarktteilnehmer gemessene Proportionalität angestrebt. Sie würde die Bedeutung der Privatanleger überschätzen. Im Folgenden wird das Vorgehen zur Gewinnung der Informanten je Schicht kurz dargestellt. Eine Aufstellung über die Anzahl verwertbarer Antworten findet sich am Ende dieses Abschnitts.

● *Institutionelle Investoren*

Die relevante Grundgesamtheit institutioneller Investoren entspricht der Gesamtheit aller Personen, die im Namen Anderer in Deutschland Kapital anlegen (vgl. Abschnitt 2.3.1). Eine Angabe darüber, wie viele Personen als institutionelle Investoren in Deutschland aktiv sind, kann bislang nicht identifiziert werden.

Für die Ansprache der institutionellen Investoren wurde als Unterstützer der BVI (Bundesverband Investment und Asset Management e.V.) als größter deutscher Verband professioneller Anleger gewonnen. Aufgrund der Größe des BVI kann davon ausgegangen werden, dass die angeschlossenen Kapitalanlagegesellschaften repräsentativ für die definierte Grundgesamtheit sind. Der BVI erklärte sich bereit, über die Studie in seinem Newsletter zu berichten und zur Teilnahme aufzurufen. Der Newsletter wird von über 1000 Mitarbeitern in Kapitalanlagegesellschaften gelesen. Der Aufruf erfolgte einmal im Juli 2004 (Newsletter Nr. 14) und einmal im Oktober 2004 (Newsletter Nr. 19). Der Rücklauf war sehr gering. Bis zum Abschluss der Umfrage am 15.04.2005 gingen lediglich 26 verwertbare Fragebögen ein (die Verwertbarkeit bezieht sich hier auf den Grundlagenteil der Befragung (Teil I); für andere Auswertungsbereiche ergeben sich hiervon abweichende Rückläufe; eine detaillierte Darstellung bietet *Tabelle 7.5* am Ende dieses Abschnitts). Ursachen hierfür sind zum einen, dass die potenziellen Informanten nicht direkt angeschrieben wurden, sondern nur über den unverbindlich wirkenden Newsletter um eine Teilnahme gebeten wurden. Zum anderen ist die für eine Umfrageteilnahme zur Verfügung stehende Zeit bei institutionellen Investoren sehr knapp bemessen. Erschwerend kommt hinzu, dass diese Zielgruppe mittlerweile mit

einer nicht mehr zu bewältigenden Anzahl an Umfragen konfrontiert wird. Dies hat, wie in Gesprächen mit Branchenexperten deutlich wurde, mittlerweile dazu geführt, dass in einigen Unternehmen gänzlich von einer Teilnahme an Befragungen abgesehen wird.

Folglich muss konstatiert werden, dass für die IR-Zielgruppe der institutionellen Investoren keine Repräsentativität der erhobenen Daten unterstellt werden kann. Aus diesem Grund werden auch keine gesonderten, auf diese Zielgruppe bezogenen Auswertungen durchgeführt. Berücksichtigt werden die verwertbaren Rückläufe hingegen im Rahmen der Auswertungen, die für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer durchgeführt werden. Eine solche Einbeziehung ist sinnvoll, da den vorliegenden Rückläufen zumindest eine hohe Verlässlichkeit zugesprochen werden kann, denn sie stammen von solchen Informanten, die über erhebliche Erfahrung in der Vermögensanlage verfügen (vgl. *Tabelle 7.3*). Zwei Drittel dieser Informanten sind Mitarbeiter von Investmentgesellschaften, das restliche Drittel ist bei Banken angestellt. Diese Verteilung zeigt erneut die nicht vorhandene Repräsentativität, da z.B. Versicherungen und Pensionsfonds nicht erfasst werden können.

Ø Höhe des durch Befragte verwalteten Vermögens	Ø Höhe des durch die Institution der Befragten verwalteten Vermögens insgesamt	Ø Dauer der Zugehörigkeit zum aktuell ausgeübten Beruf	Ø Dauer der Tätigkeit in der Vermögensanlage insgesamt
169 Mio. Euro	14.393 Mio. Euro	5,3 Jahre	12,6 Jahre
Stichprobenumfang: N = 26			

Tabelle 7.3: Charakteristika der Stichprobe der institutionellen Investoren

● *Privatanleger*

Die für den Fall der Privatanleger relevante Grundgesamtheit entspricht der Gesamtheit aller Personen in Deutschland, die eigenes Kapital in Aktien angelegt haben. Dies trifft in Deutschland für das zweite Halbjahr 2004 auf ca. 4,6 Mio. Personen zu (erfasst werden hier nur direkte Aktionäre; solche Personen, die über eine Fondsanlage in Aktien investiert haben, werden aus den in Abschnitt 2.3.1 genannten Gründen nicht berücksichtigt; vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI), 2004, Abschnitt 8.3; vgl. zur Relevanz der Privatanleger ebenfalls Abschnitt 2.3.1).

Für die Ansprache der Privatanleger wurden verschiedene Wege gewählt. Zunächst wurde die Studie in drei auflagenstarken Zeitschriften, die Privatanleger als ihre Zielgruppe definieren, vorgestellt und zur Teilnahme aufgerufen (namentlich Focus Money, Börse Online, Börse am Sonntag; an dieser Stelle sei den jeweils Verantwortlichen für ihre unkomplizierte und spontane Unterstützung gedankt). Ferner erklärte sich die DSW (Deutsche Schutzgemeinschaft für Wertpapierbesitz e.V.), der ebenfalls Dank für die Unterstützung gebührt, dazu bereit, einen Aufruf auf ihrer Website zu veröffentlichen. Aufgrund dieser Vorgehensweise ist eine Definition der Rücklaufquote nicht möglich.

Die Anzahl der angesprochenen bzw. erreichten Personen kann nicht klar abgegrenzt werden. Zudem ist der Anteil der in diese Studie einbezogenen Privatanleger an der Gesamtheit der Privatanleger recht gering, so dass auch hier nur begrenzt repräsentative Aussagen getroffen werden können. Entsprechend werden die erhobenen Daten, wie im Fall der institutionellen Anleger, nicht für eine eigenständige, allein auf Privatanleger fokussierte Analyse genutzt. Vielmehr gehen die – bezogen auf den Grundlagenteil der empirischen Arbeit (Teil I) – verwertbaren Rückläufe (N = 93) von Privatanlegern, die sich seit durchschnittlich 11 Jahren ca. 7,5 Stunden pro Woche mit Aktien befassen, in die alle IR-Zielgruppen umfassende Gesamtauswertung ein.

● *Analysten*

Die Grundgesamtheit der Analysten umfasst alle Personen, die professionell Unternehmen beobachten und als Informationsintermediäre am deutschen Kapitalmarkt auftreten. Die potenziellen Informanten wurden zusammen mit der DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management) angesprochen. Die Gesamtheit der der DVFA angeschlossenen Analysten kann als repräsentativ für die Grundgesamtheit angesehen werden, da die DVFA die wichtigste und größte Analystenvereinigung in Deutschland ist. Angeschrieben wurden via eMail von der Geschäftsführung der DVFA insgesamt 665 Analysten (60 Heads of Research, 555 Sell Side-Analysten, 50 Buy Side-Analysten). Das erste Anschreiben wurde im August 2004, das zweite in Form einer Erinnerung im September 2004 versandt. Die Rücklaufquote liegt, bezogen auf den Grundlagenteil der Befragung (vgl. hierzu die Ausführungen im nächsten Absatz), mit 94 verwertbaren Antworten bei durchaus akzeptablen 14 %. Die genaue Zusammensetzung der Stichprobe kann *Tabelle 7.4* entnommen werden.

● *Zusammensetzung der Stichprobe*

Die Zusammensetzung der Stichprobe muss für jeden der in Abschnitt 7.1.3 dargestellten Fragebogenabschnitte differenziert betrachtet werden, sie ist letztlich das Ergebnis des Antwortverhaltens der Informanten. Zwei Problembereiche existieren im Zusammenhang mit dem Antwortverhalten der Informanten: So ist es zum einen möglich, dass bestimmte Personen gar nicht an der Umfrage teilnehmen (sog. „Unit Nonresponse“). Andere hingegen beteiligen sich zwar an der Umfrage, füllen den Fragebogen aber nicht vollständig aus (sog. „Item Nonresponse“), so dass er fehlende Werte aufweist. Beide Problemfelder werden nachfolgend mit Blick auf die Analyse untersucht.

Position			Ø Dauer der Zugehörigkeit zum aktuell ausgeübten Beruf	Ø Dauer der Tätigkeit in der Vermögensanlage insgesamt
Buy Side Analyst	Sell Side Analyst	Sonstige		
25%	59%	14%	4,9 Jahre	7,6 Jahre
Stichprobenumfang: N = 94				

Tabelle 7.4: Charakteristika der Analysten-Stichprobe

– *Unit Nonresponse*

Ein Unit Nonresponse liegt dann vor, wenn Befragte ihre Teilnahme an der Erhebung gänzlich verweigern. In diesem Zusammenhang gilt es zu klären, inwieweit ein systematischer Unterschied zwischen den eingegangenen Angaben der Befragten und den nicht vorliegenden Antworten der Nichtteilnehmenden vorliegt (zu Gründen, warum eine Teilnahme an einer Studie von Informanten verweigert wird, vgl. z.B. Churchill Jr., 1999, S. 580ff.; Kinnear/Taylor, 1996, S. 338ff.).

Ein sog. „Unit Nonresponse-Bias“ liegt vor, wenn solche systematischen Unterschiede erkennbar sind. Um dies zu testen, wird die Stichprobe anhand des Rücklaufdatums in drei gleich große Teilstichproben zerlegt und das erste mit dem letzten Drittel verglichen. Diesem Vorgehen liegt die Annahme zugrunde, dass spät antwortende Informanten den nicht antwortenden ähnlicher sind als früh antwortende (vgl. Armstrong/Overton, 1977, S. 397). Als relevantes Vergleichskriterium der Teilstichproben wird der Mittelwert herangezogen. Die Überprüfung auf Mittelwertgleichheit mit Hilfe eines t-Tests weist auf einem Signifikanzniveau von 5 % bei 14 Indikatoren auf einen signifikanten Mittelwertunterschied hin. Wird ein Signifikanzniveau von 1 % angelegt, lässt sich nur im Fall eines Indikators ein signifikanter Mittelwertunterschied identifizieren. Zwar wird in der Literatur kein Grenzwert angegeben, ab dem von einem Unit Nonresponse-Bias auszugehen ist. Die im vorliegenden Fall geringe Anzahl deutet aber darauf hin, dass er nicht vorliegt. Die Stichprobe kann damit hinsichtlich dieses Kriteriums als repräsentativ bezeichnet werden.

– *Item Nonresponse*

Die endgültige Stichprobenzusammensetzung ist Ergebnis der Vorgehensweise bei fehlenden Werten in den Fragebögen (auch unter „Missing Values“ oder „Missing Data“ diskutiert). Fehlende Werte liegen dann vor, wenn ein Informant den Fragebogen unvollständig ausgefüllt zurücksendet (Item Nonresponse). Die in der vorliegenden Arbeit für die Behandlung fehlender Werte gewählte Vorgehensweise basiert auf folgender Überlegung: Die beiden ersten Fragebogenabschnitte stehen in keinem direkten Zusammenhang. Sie können als separate Fragebögen betrachtet werden. Daher haben beispielsweise fehlende Werte in Teil I des Fragebogens keine Auswirkung auf die Einsatzfähigkeit des Fragebogens im Rahmen der Auswertungen von Teil II. Bei fehlenden Werten in Teil I wird der entsprechende Fragebogen komplett aus den Teil I betreffenden Auswertungen herausgenommen. Ein solcher Ausschluss hat keine Auswirkungen auf die Einsatzfähigkeit hinsichtlich der Teil II betreffenden Statistiken. Der bezogen auf Teil I lückenhafte Fragebogen kann und wird demnach bei den Teil II betreffenden Auswertungen berücksichtigt. Damit entspricht das Vorgehen *je Fragebogenteil* dem Verfahren der „Listwise Elimination“ (auch bekannt als „Case Deletion“ oder „Complete Case Analysis“; vgl. Schafer/Graham, 2002, S. 155), das *zwischen den beiden Fragebogenteilen* dem der „Pairwise Deletion“ (auch als „paarweiser Ausschluss“ oder „All-Available

Information-Ansatz“ bezeichnet; vgl. Wirtz, 2004, S. 112). Die Listwise Deletion zeichnet sich dadurch aus, dass ein Fragebogen komplett aus der Berechnung aller Statistiken herausgenommen wird, sobald nur ein Wert für eine zu analysierende Variable fehlt. Im Fall der Pairwise Deletion hingegen werden alle zur Berechnung einer Statistik vorliegenden Daten verwendet, unabhängig von der gesamten Vollständigkeit des Fragebogens. Für den vorliegenden Anwendungsfall bedeutet dies: Fehlen Werte in einem der beiden Teile, wird der Fragebogen für diesen Teil vollständig eliminiert (Listwise Elimination), für die Berechnung von Statistiken des anderen Teils (sofern die Angaben zu diesem Teil vollständig sind) jedoch einbezogen (Pairwise Elimination).

Wie mit fehlenden Werten umgegangen wird, ist hauptsächlich von der Systematik abhängig, mit der Fehlwerte auftreten. Zur Analyse dieser Systematik wird eine sog. „Missing Data-Diagnose“ durchgeführt. Sie dient der Identifikation von Zusammenhängen zwischen fehlenden Werten und anderen im Datensatz enthaltenen Informationen. Für die vorliegende Arbeit kann ein völlig unsystematisches Auftreten der fehlenden Werte mit Hilfe der Missing Data-Diagnose nachgewiesen werden (zu allgemein angewendeten Tests zur Überprüfung auf Systematik in fehlenden Werten vgl. z.B. Wirtz, 2004, S. 111). Die Ausprägung fehlender Werte wird als „Missing Completely at Random“ (MCAR) bezeichnet (vgl. Schafer/Graham, 2002, S. 151f.; Schafer/Olsen, 1998, S. 551ff.; Kamakura/Wedel, 2000, S. 491). Bei Vorliegen von MCAR darf das Fehlen eines Wertes weder a) von den Ausprägungen anderer Variablen noch b) von der Ausprägung der (nicht angegebenen) Werte der Variable selbst abhängen (vgl. Wirtz, 2004, S. 111). Der Umgang mit fehlenden Werten in der vorliegenden Arbeit entspricht der in der Literatur bei Vorliegen von MCAR empfohlenen Vorgehensweise (vgl. Wirtz, 2004, S. 113).

Neben fehlenden Werten im Fragebogen (in den Primärdaten) ergeben sich weitere Restriktionen aus fehlenden Werten in den kapitalmarktbezogenen Sekundärdaten im Rahmen der Analyse der IR-Wirkungen. Für die Einbeziehung eines Fragebogens in diesen Auswertungsbereich müssen nicht nur die Fragen des zweiten Teils des Fragebogens

Zielgruppe		Teil I		Teil II	
		Grundlagen	Qualitätsmodell	Wirkungen	
Analysten	Absolut	94	90	67	
	Anteil an Gesamt (%)	44	53	49	
Institutionelle	Absolut	26	25	15	
	Anteil an Gesamt (%)	12	15	11	
Private	Absolut	93	54	55	
	Anteil an Gesamt (%)	44	32	40	
Gesamt	Absolut	213	169	137	

Tabelle 7.5: Zusammensetzung der Stichprobe in Abhängigkeit vom Auswertungsbereich

beantwortet worden sein. Vielmehr müssen sich die vom Informanten abgegebenen IR-Beurteilungen auch auf ein Unternehmen beziehen, für das alle relevanten kapitalmarkt-basierten Kennzahlen erhoben werden können. Damit wird die Anzahl der verwertbaren Fragebögen in Bezug auf Teil II weiter reduziert.

Die jeweilige Anzahl der auswertbaren Antworten in Abhängigkeit von der zu analysierenden Fragestellung ist in *Tabelle 7.5* dargestellt.

7.2 Methodik der empirischen Untersuchung

Ziel dieses Abschnitts ist die Vorstellung der für die Auswertung der erhobenen Daten relevanten Analysemethoden. Hierfür werden die Beziehungen und Wirkungen nicht beobachtbarer Variablen (synonym latente Variable/theoretische Variable/Konstrukt) untersucht und in Übereinstimmung mit der aktuellen wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Forschung ein Strukturgleichungsmodell erarbeitet. Grundsätzlich können zwei verschiedene Ansätze zur Analyse solcher Modelle genutzt werden: die Kovarianzstrukturanalyse und die PLS-Pfadanalyse.

Im Folgenden werden zunächst Grundlagen zur Messung von Konstrukten gelegt (Abschnitt 7.2.1), bevor die Wahl des geeigneten Analyseverfahrens dargestellt wird (Abschnitt 7.2.2). In einem weiteren Abschnitt wird die Vorgehensweise zur Gütebeurteilung des aufgestellten Strukturgleichungsmodells erläutert (Abschnitt 7.2.3).

7.2.1 Grundlagen zur Messung von Konstrukten und Strukturgleichungsmodellen

Konstrukte können, da sie nicht direkt beobachtbar sind, nicht unmittelbar gemessen werden. Grundlage der Messung stellt die Konzeptualisierung des Konstrukts und damit die Kenntnis der relevanten inhaltlichen Facetten dar (vgl. hierzu die Ausführungen zur Konzeptualisierung komplexer Konstrukte in Abschnitt 5.2). Zur Messung selbst werden Indikatoren herangezogen, die aus konzeptionellen Überlegungen abgeleitet, anschließend mittels Pretests auf Relevanz getestet und unter Umständen modifiziert werden (vgl. Braunstein, 2001, S. 225). „Indikatoren sind unmittelbar messbare Sachverhalte, welche das Vorliegen der gemeinten, aber nicht direkt erfassbaren Phänomene [...] anzeigen“ (Kroeber-Riel/Weinberg, 2003, S. 31). Die identifizierten Indikatoren sind die Grundlage für die Datenerhebung, die wiederum die Basis für die spätere Gütebeurteilung darstellt.

Bei der Konzeption einer Messskala müssen zwei Fragen beantwortet werden: 1. Wie viele Indikatoren sollen zur Messung des Konstrukts verwendet werden? 2. Welcher ‚Natur‘ sind die beobachtbaren Variablen (die Indikatoren).

Hinsichtlich der ersten Frage nach der Anzahl der Indikatoren können der *Single-* und der *Multi Item-Ansatz* unterschieden werden. Von der Verwendung nur eines Indikators zur Messung latenter Variablen, der Nutzung des Single Item-Ansatzes, wird in der Literatur abgeraten (vgl. Jacoby, 1978, S. 93). Insbesondere im Fall komplexer Sachverhalte erscheint dieser Ansatz ungeeignet (vgl. Churchill Jr., 1979). Dennoch kann die Verwendung nur eines Indikators im Rahmen empirischer Arbeiten sinnvoll sein. So sollte darauf geachtet werden, dass der Bearbeitungsaufwand für die Befragten so gering wie möglich gehalten wird. Dies kann auch dadurch geschehen, dass bereits getestete Skalen verwendet werden, was verhindert, dass auch Indikatoren erhoben werden, die sich im Nachhinein als nicht erforderlich erweisen. Empirische Studien haben gezeigt, dass eine Single Item-Messung für das Konstrukt „Zufriedenheit“ durchaus angemessen ist (vgl. Mittal et al., 1998; Yi, 1990; LaBarbera/Mazursky, 1983).

Die zweite Frage nach der Natur der Indikatoren bezieht sich auf die Richtung der Beziehung zwischen einem Konstrukt und seinen Indikatoren (vgl. Fornell, 1982; Bollen/Lennox, 1991; Bagozzi, 1979; Eggert/Fassot, 2003). Für *reflektive Indikatoren* gilt, dass sie durch das hinter ihnen liegende Konstrukt verursacht werden (vgl. *Abbildung 7.2*, Fall 1) oder, wie Fornell es formuliert: „the unobserved construct is thought to give rise to what we observe.“ (Fornell, 1982, S. 8). Für den Fall der *formativen Indikatoren* gilt die Wirkungsweise in umgekehrter Richtung (vgl. *Abbildung 7.2*, Fall 2). Hier ist das Konstrukt eine Funktion seiner Indikatoren: „formative indicators give rise to the unobserved theoretical construct.“ (Fornell, 1982, S. 8). Als Entscheidungsgrundlage, ob die vorliegende Skala formativer oder reflektiver Natur ist, wird jedes in der vorliegenden Arbeit verwendete Konstrukt dem von Jarvis et al. konzipierten Prüfungsprozess unterworfen (vgl. Jarvis et al., 2003, S. 203).

Bisher wurde in vergleichbaren empirischen Studien zumeist mit reflektiven Indikatoren gearbeitet. Dies hat zu einer Fülle an Misspezifikationen geführt. So kommen Jarvis et al.

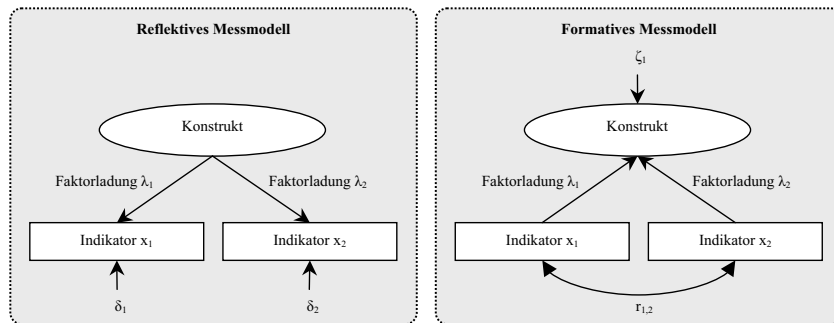


Abbildung 7.2: Reflektive versus formative Messmodelle
(Quelle: in Anlehnung an Backhaus et al., 2003, S. 409)

zu dem Ergebnis, dass bei ca. 30 % aller Modelle, die in der Zeit von 1977-2000 in den vier wesentlichen Marketing Journals (Journal of Consumer Research (JCR), Journal of Marketing (JM), Journal of Marketing Research (JMR), Marketing Science (MS)) publiziert wurden, formative Messmodelle fälschlich als reflektiv spezifiziert wurden (vgl. Jarvis et al., 2003, S. 205ff.). Eine Studie von Fassot/Eggert bestätigt diesen hohen Anteil an Fehlspezifikationen auch für Deutschland. Die Autoren kommen bei ihrer Prüfung aller Beiträge, die bis einschließlich 2002 in der referierten Zeitschrift „Marketing-Zeitschrift für Forschung und Praxis (Marketing-ZFP)“ erschienen sind, zu dem Ergebnis, dass über 80 % der ausschließlich reflektiv modellierten Messmodelle aus messtheoretischer Sicht eigentlich hätten formativ operationalisiert werden müssen (vgl. Fassot/Eggert, 2005, S. 44).

Dies ist größtenteils auf die mittlerweile fortgeschrittene Standardisierung von Schemata zur Gütebeurteilung reflektiver Messmodelle und auf die mangelnde Verfügbarkeit von zur Analyse formativer Messmodelle geeigneten Softwareprogrammen zurückzuführen (vgl. Fassot, 2005, S. 20f.). Trotz der Herausforderungen, die mit der Verwendung formativer Indikatoren verbunden sind, werden diese in der vorliegenden Untersuchung, wenn erforderlich, auch angewendet. Die Darstellungsweise in *Abbildung 7.2* entspricht der in der Literatur üblichen Konvention: Ovale symbolisieren latente Variablen/Konstrukte, Rechtecke Indikatoren und Pfeile Wirkungszusammenhänge.

Bei der Analyse von Strukturgleichungsmodellen sind die Wirkungszusammenhänge zwischen verschiedenen Konstrukten von Interesse. Ein vollständiges Strukturgleichungsmodell setzt sich stets aus Messmodellen für die latenten endogenen Variablen, Messmodellen für die latenten exogenen Variablen und einem Strukturmodell zusammen (vgl. *Abbildung 7.3*). Während, wie bereits ausgeführt, die Messmodelle die empirischen Indikatoren für die Konstrukte enthalten, bildet das Strukturmodell die auf der Basis theoretischer und sachlogischer Überlegungen abgeleiteten Beziehungen zwischen den Konstrukten ab (vgl.

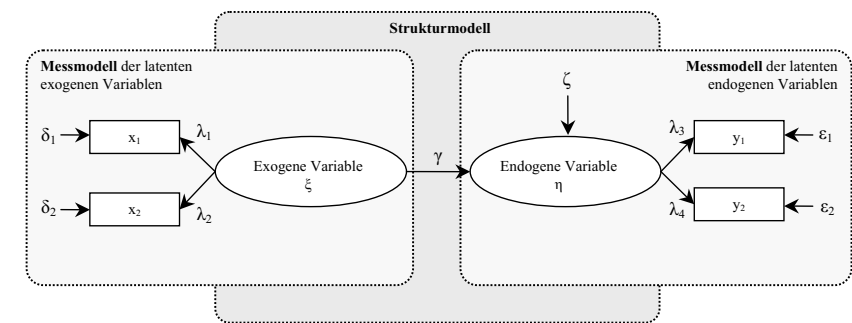


Abbildung 7.3: Vollständiges Strukturgleichungsmodell
(Quelle: in Anlehnung an Backhaus et al., 2003, S. 350)

Backhaus et al., 2003, S. 336f.). Hierbei werden abhängige latente Variablen als „endogene“ und unabhängige latente Variablen als „exogene“ Größen bezeichnet. Zu klären bleibt, mit welchem Ansatz ein solches Strukturgleichungsmodell zu analysieren ist.

7.2.2 Begründung der Wahl von PLS als Analyseverfahren

Die Analyse von Strukturgleichungsmodellen mit latenten Variablen (Konstrukten) kann mit Hilfe von zwei Verfahren erfolgen: der Kovarianzstrukturanalyse und der PLS-Pfadanalyse (zu den Grundlagen der PLS-Pfadanalyse vgl. z.B. Fornell/Cha, 1994). Chin/Newsted schlagen die Verwendung der PLS-Pfadanalyse vor, wenn mindestens eine der nachfolgenden Bedingungen auf den interessierenden Forschungsgegenstand zutrifft (vgl. Chin/Newsted, 1999, S. 314; wiedergegeben nach Bliemel et al., 2005, S. 10):

- Es sollen Vorhersagen getroffen werden.
- Das zu erforschende Phänomen ist neuartig und bewährte Messansätze liegen noch nicht vor.
- Das Modell ist komplex und weist viele Indikatoren auf.
- Es kann nicht von einer Multinormalverteilung der Daten ausgegangen werden.
- Die Beobachtungswerte sind nicht unabhängig.
- Die Stichprobe ist relativ klein.
- Das Modell enthält latente Variablen, die mit formativen Messmodellen operationalisiert werden.

Auf die durchzuführende Analyse treffen mehrere dieser Bedingungen zu. Es ist keine Studie mit einem vergleichbaren Fokus bekannt. Mithin liegen keine bewährten Messansätze vor. Da sowohl mit Hilfe des IR-Qualitätsmodells die Determinanten der wahrgenommenen IR-Qualität analysiert werden wie auch mit Hilfe des IR-Wirkungsmodells die kapitalmarktseitigen Wirkungen der IR-Arbeit, weist das Modell eine hohe Komplexität auf. Auch von einer Normalverteilung der Daten kann nicht ohne weiteres ausgegangen werden (vgl. hierzu Abschnitt 9.3 sowie die Analyse von Kristensen/Eskildsen, 2005, S. 121f.), so dass ein Analyseverfahren wie PLS geeignet scheint, das keine Normalverteilung der Daten voraussetzt (vgl. Kleijnen et al., 2004, S. 211). Außerdem ist nach herrschender Meinung in der Literatur die zur Verfügung stehende und weniger als 200 Fälle umfassende Stichprobe für eine Kovarianzstrukturanalyse nicht ausreichend (vgl. Bagozzi/Yi, 1988, S. 80; Chin/Newsted, 1999, S. 314). Hierzu wird jedoch angemerkt, dass solche ‚Daumenregeln‘, die Empfehlungen zur erforderlichen Stichprobengröße unabhängig von der Modellkomplexität geben, eine zu starke Vereinfachung darstellen. Zur Abschätzung sollte vielmehr die Anzahl der zu schätzenden freien Parameter als Maß für die Komplexität des Modells einbezogen werden. Auch hierzu finden sich Empfehlungen. So wird beispielsweise von Bentler ein Verhältnis von $n \geq 5 \cdot q$ gefordert, wobei q für die Anzahl der zu schätzenden Parameter steht (vgl. Bentler, 1985, S. 3). Wird hingegen PLS als Auswertungs-

verfahren angewendet, wird ein Stichprobenumfang gefordert, der dem Zehnfachen der Anzahl formativer Indikatoren des komplexesten Konstrukts oder der zehnfachen Anzahl an Pfaden entspricht, die auf das Konstrukt weisen, das von der größten Anzahl anderer Konstrukte abhängt (vgl. Bennett/Barkensjo, 2005, S. 133). Ein Großteil der Messmodelle des IR-Qualitätsmodells ist formativer Natur, da ein wesentliches Ziel bei der Erarbeitung eines IR-Qualitätsmodells in der Identifikation der wesentlichen Determinanten liegt, die die wahrgenommene IR-Qualität (als unbeobachtbares Konstrukt) beeinflussen. Diese Determinanten sind relevante Stellhebel, mit denen das Management die wahrgenommene IR-Qualität beeinflussen kann. Die Verwendung einer so großen Anzahl formativer Messmodelle wie in der vorliegenden Arbeit führt bei der Anwendung eines kovarianzbasierten Verfahrens dazu, dass das Gesamtmodell nicht mehr identifiziert ist. Jedes formative Messmodell ist für sich unteridentifiziert, über eine Einbindung in ein größeres Strukturmodell werden Freiheitsgrade des Gesamtmodells ‚aufgebraucht‘. Eine solche Identifizierbarkeit ist aber die Voraussetzung für die eindeutige Lösbarkeit des „Gleichungssystems“ (vgl. Homburg/Pflesser, 2000, S. 645; vgl. zum Gesamtproblem der Identifizierbarkeit Backhaus et al., 2003, S. 360f.). Das in der vorliegenden Arbeit spezifizierte IR-Qualitätsmodell wäre folglich mit Hilfe kovarianzbasierter Verfahren nicht lösbar.

Die Wahl von PLS als Analyseansatz für den vorliegenden Untersuchungsgegenstand stimmt mit der aktuellen internationalen Kundenzufriedenheitsforschung (vgl. Auh et al., 2003, S. 381) überein. Auch wird heute ein Großteil der nationalen Kundenzufriedenheitsindizes mit Hilfe des PLS-Ansatzes berechnet (vgl. Fassot, 2005, S. 23). Die Ähnlichkeit der Zielsetzungen zwischen der vorliegenden Arbeit und Studien zur Kundenzufriedenheitsforschung kann als weiterer Indikator für die Richtigkeit der Wahl angesehen werden.

7.2.3 Grundlagen zur Beurteilung der Schätzergebnisse

Die Gütebeurteilung, also die Beantwortung der Frage, ob das aufgestellte Modell mit dem vorliegenden Datensatz hinreichend übereinstimmt, ist eines der zentralen Probleme bei der Anwendung der Kausalanalyse (vgl. Homburg/Baumgartner, 1998, S. 345). Die Gütebeurteilung erfolgt anhand von drei abstrakten Kriterien, deren Ausprägungen über Gütemaße erfasst werden.

7.2.3.1 Abstrakte Gütekriterien

In der Literatur werden Objektivität, Reliabilität und Validität als relevante Gütekriterien genannt (vgl. Bortz/Döring, 2002, S. 192ff.; Hammann/Erichson, 2000, S. 92ff.; Nieschlag et al., 2002, S. 427ff.; Berekoven et al., 2001, S. 86ff.; Diekmann, 2002, S. 216ff.). Sie werden nachfolgend charakterisiert. Danach wird auf verschiedene Verfahren eingegangen, die die Erfüllung einzelner Gütekriterien beurteilen (vgl. Abschnitte 7.2.3.2 bis 7.2.3.4).

Objektivität

Objektivität des Messvorgangs ist dann gegeben, wenn die Messergebnisse vom Untersuchungsleiter unabhängig sind (vgl. Berekoven et al., 2001, S. 86). Sie wird unterschieden in die folgenden Arten von Messobjektivität (vgl. zu den verschiedenen Messobjektivitäten Berekoven et al., 2001, S. 86; Lienert, 1969, S. 14; Diekmann, 2002, S. 216f.):

Durchführungsobjektivität: Sie ist umso höher, je geringer die Möglichkeiten des Untersuchungsleiters sind, die Befragten zu beeinflussen (z.B. durch sein Erscheinungsbild, seine Bedürfnis-, Ziel- oder Wertstruktur). Diese Form ist aufgrund der nicht vorhandenen Interaktionsmöglichkeiten bei einer Befragung mittels standardisiertem Fragebogen als hoch einzuschätzen.

Auswertungsobjektivität: Sie ist umso höher, je geringer der Auswertungsspielraum des Untersuchungsleiters ist. Da die Frage-Items bei der in dieser Arbeit gewählten Erhebungsform weitgehend standardisiert sind und geschlossene Fragen verwendet werden, kann von einer hohen Auswertungsobjektivität ausgegangen werden und auch davon, dass die Auswertungen unabhängig von der auswertenden Person gleich ausfallen werden.

Interpretationsobjektivität: Sie ist umso höher, je geringer der Interpretationsspielraum des Untersuchungsleiters im Rahmen der Auswertung ist. Vollkommene Interpretationsobjektivität liegt dann vor, wenn gleiche Auswertungsergebnisse auch gleich interpretiert werden, d.h., aus ihnen werden die gleichen Schlüsse gezogen. Aufgrund der Verwendung einfacher Punktwerte auf einer Likert-Skala ist der Interpretationsspielraum des Untersuchungsleiters in der vorliegenden Untersuchung eher gering. Es kann daher von einer hohen Interpretationsobjektivität ausgegangen werden.

Reliabilität

Die Reproduzierbarkeit bzw. die formale Genauigkeit von Messergebnissen wird mit Hilfe der Reliabilität erfasst (vgl. Diekmann, 2002, S. 217). Ein Messinstrument wird dann als reliabel (zuverlässig) bezeichnet, „wenn die Messwerte präzise und stabil, d.h. bei wiederholter Messung reproduzierbar sind“ (Berekoven et al., 2001, S. 87). Nach Churchill ist Reliabilität „the degree to which measures are free from random error and thus reliability coefficients estimate the amount of systematic variance in a measure“ (Peter/Churchill Jr., 1986, S. 4).

In der Literatur werden drei Ursachen genannt, die zu fehlender Reliabilität führen können (vgl. Herrmann/Homburg, 2000, S. 23; Berekoven et al., 2001, S. 87):

Fehlende Bedingungskonstanz: Hier führen äußere Einflüsse zu schwankenden Messergebnissen.

Fehlende Merkmalskonstanz: In einem solchen Fall verändert sich beispielsweise die Einstellung eines Befragten bei wiederholter Messung unter sonst gleichen Bedingungen und bei fehlerfreiem Instrument.

Fehlende instrumentale Konstanz: Sie beschreibt die mangelnde Präzision des Messinstruments.

Validität

Die Validität betrifft ganz allgemein die Gültigkeit. In Abhängigkeit vom Objekt der Gültigkeitsuntersuchung kann unterschieden werden in die Validität der Untersuchung allgemein und in die Validität der eigentlichen Messung. Im Zentrum der nachfolgenden Ausführungen stehen Kriterien, anhand derer die Messvalidität beurteilt werden kann.

Die Überprüfung auf Validität der Messung betrifft die materielle Genauigkeit des Messverfahrens und wird als „Hauptziel“ bezeichnet (vgl. Diekmann, 2002, S. 223). Sie ist gegeben, wenn das Messverfahren tatsächlich das misst, was gemessen werden soll (vgl. Berekoven et al., 2001, S. 88). Nach Churchill liegt Validität dann vor, „when the differences in observed scores reflect true differences on the characteristic one is attempt to measure and nothing else“ (Churchill Jr., 1979, S. 65). Die Messung muss also frei sein von Zufallsfehlern (sie muss folglich reliabel sein) und von systematischen Fehlern. Damit ist die Reliabilität eine notwendige, nicht aber eine hinreichende Bedingung für Validität (vgl. Peter, 1979, S. 6; Berekoven et al., 2001, S. 89).

Im Rahmen der Beurteilung der Validität einer Messung werden im Wesentlichen drei verschiedene Validitätsarten unterschieden (vgl. z.B. Jacoby, 1978, S. 91f.; Peter, 1981; Borg/Staufenbiel, 1997, S. 47ff.; Stier, 1999, S. 56ff.): die Inhaltsvalidität, die Kriteriumsvalidität sowie die Konstruktvalidität. Sie werden im Anschluss kurz in ihren Grundzügen erläutert. Auf eine vertiefte Darstellung wird hier bewusst abgesehen, da eine solche wie auch eine Erläuterung der für die jeweilige Beurteilung relevanten statistischen Kenngrößen an den entsprechenden Stellen in den nachfolgenden Abschnitten 7.2.3.2 bis 7.2.3.4 vorgenommen wird.

Inhaltsvalidität (Content Validity): Sie beschreibt den Grad, zu dem das spezifizierte Messmodell inhaltlich-semantic mit dem Konstrukt übereinstimmt (vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 117; Bohrnstedt, 1970, S. 92). Erfasst wird, inwieweit die formulierten Items auch tatsächlich alle Bedeutungsinhalte und Facetten des Konstrukts abdecken. Die Inhaltsvalidität wird unterschieden in die Augenscheinvalidität („Face Validity“), die dann vorliegt, wenn die Inhaltsvalidität offensichtlich erfüllt ist, und die Expertenvalidität („Expert Validity“), die auf eine Beurteilung der Inhaltsvalidität durch Experten abstellt.

Konstruktvalidität (Construct Validity): Sie orientiert sich an der Beziehung zwischen Konstrukt (Faktor) und dem zugrunde liegenden Messinstrument (vgl. Diekmann, 2002, S. 224; Fassnacht, 2003, S. 70) und geht auf die Frage ein, inwieweit eine Messung das erfasst, was sie erfassen soll. Die Konstruktvalidität kann weitgehend quantitativ beurteilt werden und umfasst zwei Bereiche: die Konvergenzvalidität, die eine Ähnlichkeit der einzelnen Messinstrumente bzw. Indikatoren eines Konstrukts fordert, und die Diskriminanzvalidität, die zusätzlich einen Vergleich mit Indikatoren anderer Konstrukte einbezieht und fordert, dass Indikatoren eines Konstrukts einen stärkeren Zusammenhang aufweisen sollen als Indikatoren verschiedener Konstrukte (vgl. dazu Hüttner/Schwarting, 1997, S. 530). Es ist erkennbar, dass sich diese Ausführungen auf reflektive Messmodelle beziehen, da nur dann von einem starken Zusammenhang oder einer großen Ähnlichkeit der Indikatoren ausgegangen werden kann (vgl. Homburg et al., 2002b, S. 94). Für den Fall formativer Messmodelle wird, wie in Abschnitt 7.2.3.3 näher erläutert wird, aufgrund der Nicht-Anwendbarkeit der genannten Facetten der Konstruktvalidität ersatzweise die nomologische Validität beurteilt. Diese untersucht, inwieweit das formativ gemessene Konstrukt sich in einer vorhergesagten Weise in das aufgestellte Wirkungsnetzwerk einbetten lässt. Dies wird als Maß dafür angesehen, ob das formative Messmodell auch tatsächlich die relevanten Facetten des zu messenden Konstrukts erfasst.

Kriteriumsvalidität (Criterion Validity): Sie bezieht sich auf den Zusammenhang zwischen den empirisch gemessenen Werten des Instruments und dem auf eine andere Weise empirisch gemessenen Kriterium, von dem angenommen wird, dass es in sehr engem Zusammenhang mit dem untersuchten Merkmal steht. Hier wird unterschieden in die Übereinstimmungs- und Vorhersagevalidität. Die Kriteriumsvalidität spielt in der vorliegenden Arbeit keine weitere Rolle.

Im Folgenden wird zunächst das angewendete Schema zur Überprüfung reflektiver Messmodelle vorgestellt (Abschnitt 7.2.3.2), danach wird die Gütebeurteilung formativer Messmodelle skizziert (Abschnitt 7.2.3.3). Es folgt die Erläuterung des Schemas zur Beurteilung von Strukturgleichungsmodellen (Abschnitt 7.2.3.4). Beschrieben werden die jeweils relevanten Gütemaße sowie die für die Arbeit angesetzten Schwellenwerte. Auf eine formale Darstellung der einzelnen Gütemaße wird bewusst verzichtet.

7.2.3.2 Überprüfung der Güte reflektiver Messmodelle

Nachdem die grundlegenden Kriterien erläutert wurden, denen eine Messung genügen muss, wird diskutiert, anhand welcher Gütemaße beurteilt werden kann, ob die reflektive Messung tatsächlich reliabel und valide ist. Die hierfür erforderlichen Methoden gehen zurück auf die Psychologie und Psychometrie der 1950er Jahre (vgl. die grundlegende Arbeit von Cronbach, 1947; Cronbach, 1951; Campbell/Fiske, 1959; Cronbach/Meehl, 1955).

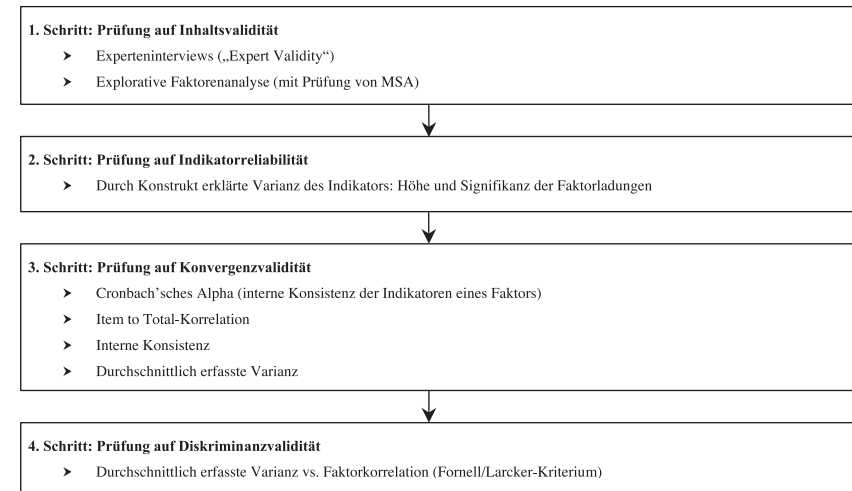


Abbildung 7.4: Angewendetes Prüfschema zur Gütebeurteilung reflektiver Messmodelle

Die Tatsache, dass in der Arbeit PLS und nicht ein kovarianzbasiertes Verfahren wie LISREL angewendet wird, hat weitreichende Auswirkungen auf die Auswahl der für die Beurteilung relevanten Gütemaße (z.B. können inferenzstatistische Anpassungsmaße nicht angewendet werden). Daher können bereits entwickelte Prüfschemata wie beispielsweise das von Homburg/Giering nicht angewendet werden, sie beziehen sich auf kovarianzbasierte Auswertungsverfahren (vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 129). Somit besteht Bedarf an der Entwicklung einer neuen Vorgehensweise, die vor dem Hintergrund der gegebenen Restriktionen eine bestmögliche Prüfung der reflektiven Messmodelle erlaubt. In der vorliegenden Arbeit wird zur Gütebeurteilung reflektiver Messmodelle ein vierstufiger Prozess durchlaufen, der in *Abbildung 7.4* schematisch dargestellt ist. Im Folgenden werden die in der Abbildung angeführten Gütemaße entlang der einzelnen Schritte erläutert.

● 1. Schritt: Prüfung auf Inhaltsvalidität

Die Inhaltsvalidität beschreibt den Grad, zu dem das spezifizierte Messmodell inhaltlich-semantisch mit dem Konstrukt übereinstimmt (vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 117; Bohrnstedt, 1970, S. 92). Die Prüfung kann einerseits qualitativ mit Hilfe von „Experteninterviews“ erfolgen („Expert Validity“). Hierbei ist relevant, inwieweit die von den Experten vorgenommene Zuordnung von Indikatoren zu einzelnen Konstrukten eindeutig ist. Von einer hohen Inhaltsvalidität kann dann ausgegangen werden, wenn sich die Experten bei der Zuordnung von Indikatoren zu einzelnen Faktoren einig sind. Andererseits ist eine quantitative Überprüfung mit Hilfe der explorativen Faktorenanalyse (EFA) möglich. Grundidee der exploratorischen Faktorenanalyse ist, dass sich eine

Vielzahl beobachtbarer Variablen (Indikatoren) auf einige wenige dahinter stehende latente Faktoren zurückführen lassen (vgl. Hüttner/Schwarting, 2000, S. 383). Letztlich soll ohne Vorliegen von Hypothesen (dies ist ein wesentlicher Unterschied zur konfirmatorischen Faktorenanalyse) die den Indikatoren zugrunde liegende Faktorenstruktur erkannt werden (vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 119). Hierbei werden gemäß des Kaiser-Kriteriums nur solche Faktoren extrahiert, deren Eigenwert > 1 ist, wobei der Eigenwert die durch den jeweiligen Faktor erklärte Varianz der Beobachtungswerte repräsentiert (vgl. für eine ausführliche Darstellung z.B. Backhaus et al., 2003, S. 295f.). Grundlage der EFA ist die Korrelationsmatrix der Indikatoren. Geeignet für eine faktorenanalytische Verdichtung sind die Indikatoren jedoch nur dann, wenn sie eine ausreichend hohe Korrelation aufweisen. Diese Eignung kann mit Hilfe des Kaiser-Meyer-Olkin-Kriteriums überprüft werden (vgl. Stewart, 1981, S. 57f.). Als Prüfgröße dient hier das sog. „Measure of Sampling Adequacy (MSA)“ (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 276). Eine Korrelationsmatrix mit einem MSA-Wert von $> 0,7$ (manchmal auch $> 0,8$) wird allgemein als für eine Faktorenanalyse geeignet angesehen (vgl. Kaiser, 1970, S. 405). Die EFA kann also bei der Beurteilung nur eines einzigen Messmodells zur Überprüfung auf eine einfaktorielles Struktur herangezogen werden. So lässt sich ermittelt, ob ein bestimmtes Set an Indikatoren auch tatsächlich nur ein Konstrukt widerspiegelt (vgl. Krafft et al., 2005, S. 73ff.).

● 2. Schritt: Prüfung auf Indikatorreliabilität

Mit Hilfe der Indikatorreliabilität wird überprüft, wie hoch der Varianzanteil eines Indikators ist, der durch die dahinter stehende latente Variable erklärt wird. Hierbei wird allgemein gefordert, dass dieser Anteil bei mindestens 50 % liegen sollte (vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 128). Aus dieser Forderung kann abgeleitet werden, dass eine Ladung der latenten Variablen auf eine Indikatorvariable von 0,7 als akzeptabel angesehen werden kann. Zur Messung der Indikatorreliabilität kann die quadrierte Korrelation (die der Faktorladung entspricht) zwischen einem Faktor und dem entsprechenden Indikator herangezogen werden (vgl. Homburg/Baumgartner, 1998, S. 360). In dieser Arbeit wird der Empfehlung von Hulland gefolgt, der die Elimination eines Indikators bei einer Faktorladung $\leq 0,4$ fordert (vgl. Hulland, 1999, S. 198)

Abgeschlossen wird die Prüfung der Indikatorreliabilität mit Signifikanztests der Faktorladungen. Hierzu werden im Rahmen des (nicht-parametrischen) PLS-Verfahrens mit „Resampling-Techniken“ (z.B. „Bootstrapping“) t-Statistiken generiert, anhand derer die Beurteilung erfolgt (vgl. zu verschiedenen Resampling-Techniken z.B. Efron/Gong, 1983). In der vorliegenden Arbeit wird das Bootstrapping-Verfahren angewendet. Um verlässliche Ergebnisse zu erhalten, werden zur Generierung von t-Werten in Übereinstimmung mit der aktuellen statistischen Literatur 1000 bootstrap samples mit jeweils 100 Fällen erzeugt (vgl. Efron/Tibshirani, 1993, S. 52; Sauerbrei, 1999, S. 326; Kubanová, 2004 hingegen empfiehlt bei nicht-parametrischer Simulation sogar 10.000 bootstrap samples). Dies ist auch für Stich-

proben mit $n < 100$ möglich, da beim Bootstrapping-Verfahren die bereits gezogenen Fälle wieder zurückgelegt werden (vgl. Efron/Gong, 1983, S. 37). Für die Analyse wird eine Irrtumswahrscheinlichkeit von höchstens 0,1 % als akzeptabel festgelegt (andere Autoren fordern ein Signifikanzniveau von 5 %; vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 125). Genügen Indikatoren des reflektiven Messmodells diesem Signifikanzniveau, werden sie nicht eliminiert.

● 3. Schritt: Prüfung auf Konvergenzvalidität

Sie beschreibt den Grad, zu dem die Ergebnisse von zwei oder mehr verschiedenen Messinstrumenten, die dasselbe Konstrukt messen, übereinstimmen (vgl. Bagozzi/Phillips, 1982, S. 468). So fordert die Konvergenzvalidität, dass die Indikatoren, die denselben Faktor messen, einen ausreichend hohen Zusammenhang aufweisen. Dies gilt auch für Faktoren, die der gleichen Dimension zugeordnet sind.

Das *Cronbach'sche Alpha* ist ein besonders häufig angewendetes Kriterium zur Beurteilung der Konvergenzvalidität, der Homogenität der verwendeten Indikatoren (vgl. DeVellis, 2003, S. 27f.; für eine Metaanalyse zur Verwendungsintensität des Cronbach'schen Alphas vgl. z.B. Peterson, 1994). Die weite Verbreitung ist zum Großteil auf die einfache Berechnung und Interpretation zurückzuführen (vgl. zur Berechnung Fassnacht, 2003, S. 74). Das Cronbach'sche Alpha kann Werte zwischen Null und Eins annehmen, wobei dann von einer hohen Reliabilität ausgegangen wird, wenn der Wert nahe Eins liegt. Als Mindestwert wird in der Literatur häufig 0,7 angegeben (vgl. Nunnally, 1978, S. 245), wobei der Mindestwert davon abhängig ist, wie neuartig die Konstruktmessung ist (für eine Übersicht über alternative Mindestwerte vgl. Peterson, 1994, S. 382). Es ist jedoch zu beachten, dass das Cronbach'sche Alpha mit zunehmender Anzahl verwendeter Indikatoren steigt. So konnte Cortina nachweisen, dass bei einer Korrelation von 0,4 zwischen zwei Indikatoren das Cronbach'sche Alpha bei nur 0,57 liegt, wohingegen es bei zehn Indikatoren bereits bei 0,87 liegt (vgl. Cortina, 1993, S. 98ff.). Daher muss eine Beurteilung des Cronbach'schen Alphas immer in Abhängigkeit von der Indikatorenanzahl erfolgen.

Die Korrelation eines Indikators mit der Summe *aller* Indikatoren eines Faktors wird als *Item to Total-Korrelation* bezeichnet. Häufiger wird die *Corrected Item to Total-Korrelation* verwendet, die sich als Korrelation eines Indikators mit allen *übrigen* Indikatoren eines Faktors ergibt, obwohl auch in diesem Fall meist unpräzise von der Item to Total-Korrelation gesprochen wird (in Anlehnung an die allgemeine Terminologie wird in dieser Arbeit die Corrected Item to Total-Korrelation mit Item to Total-Korrelation bezeichnet). Sie wird für jeden Indikator einzeln ausgewiesen. Der Wert des Cronbach'schen Alphas kann nun durch Elimination des Indikators erhöht werden, der die geringste Item to Total-Korrelation aufweist (vgl. Churchill Jr., 1979, S. 68; Kaufmann, 2001, S. 176). Obwohl für die Elimination keine Grenzwerte in der Literatur vorliegen, sollten nach Churchill solche Indikatoren eliminiert werden, die eine Item to Total-Korrelation nahe Null aufweisen (vgl. Churchill Jr., 1979, S. 68).

Wie gut ein Faktor durch alle ihm zugeordneten Indikatoren gemessen wird, kann mit Hilfe der internen Konsistenz beurteilt werden. Die interne Konsistenz, die in der Literatur auch als „Konstruktreliabilität“ (vgl. Fornell/Larcker, 1981, S. 45) oder „Faktorreliabilität“ (vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 124f.) bezeichnet wird, kann Werte zwischen Null und Eins annehmen. Hierbei werden Werte größer 0,6 (vgl. Bagozzi/Yi, 1988, S. 82) bzw. 0,7 (vgl. Nunnally, 1978, S. 245) allgemein als akzeptabel angesehen.

Abschließend kann die *durchschnittlich erfasste Varianz (DEV)* für die Beurteilung der Konvergenzvalidität herangezogen werden. Sie kennzeichnet den Anteil der Varianz, der durch einen Faktor erklärt wird. Die DEV, die einen Wert zwischen Null und Eins annehmen kann, sollte oberhalb von 0,5 liegen. Eine DEV unter 0,5 bedeutet, dass „the variance due to measurement error is larger than the variance captured by the construct [...], and the validity of the individual indicators [...], as well as the construct [...], is questionable.“ (Fornell/Larcker, 1981, S. 46). Allerdings weist Kaufmann darauf hin, dass „diese *Anspruchsniveaus für Indikatorreliabilitäten* und *durchschnittlich erfasste Varianzen keineswegs* als *bindend* angesehen werden (...)“ (Kaufmann, 2001, S. 181; Hervorhebung im Text) sollten.

• 4. Schritt: Prüfung auf Diskriminanzvalidität

Diese fordert, dass die Assoziation zwischen Indikatoren, die unterschiedliche Faktoren messen, geringer ausfällt als die zwischen Indikatoren, die dem selben Faktor zugeordnet sind (vgl. Bagozzi et al., 1991, S. 425). Gleiches gilt für die Beziehungen zwischen verschiedenen Faktoren in Bezug auf Dimensionen. Faktoren, die der selben Dimension zugeordnet sind, sollten eine höhere Kovarianz aufweisen als Faktoren, die unterschiedlichen Dimensionen zugeordnet sind (vgl. Homburg/Giering, 1998, S. 118).

Ausgangspunkt für die Überprüfung der Diskriminanzvalidität ist die durchschnittlich erfasste Varianz (DEV). Das auch als „Fornell/Larcker-Kriterium“ bezeichnete Gütemaß fordert, dass die durchschnittlich erfassten Varianzen von Faktoren jeweils höher sein müssen als die quadrierte Korrelation zwischen den beiden betrachteten Faktoren (vgl. Homburg et al., 2002a, S. 498ff.). D.h., dass die Erklärungskraft eines Faktors hinsichtlich der Varianz seiner Indikatoren größer sein muss als die Erklärungskraft hinsichtlich der Varianz anderer Faktoren.

In *Tabelle 7.6* sind die verschiedenen relevanten Gütemaße mit den entsprechend festgesetzten Schwellenwerten zusammengefasst.

Insgesamt ist festzuhalten, dass in der Literatur hinsichtlich der Schwellenwerte der diskutierten Anpassungsmaße keine Einigkeit besteht. Daher dürfen einzelne Unter- oder Überschreitungen von Schwellenwerten nicht mechanisch zu einer Annahme oder Ablehnung des Modells führen. Stattdessen ist es erforderlich, die Ergebnisse der Überprüfung in ihrer Gesamtheit zu evaluieren.

Gütekriterium	Anpassungsmaß	Schwellenwert	Quelle für Schwellenwert
Inhaltsvalidität	Experteninterviews	/	/
	Exploratorische Faktorenanalyse	MSA \geq 0,7 Eigenwert \geq 1	Backhaus et al., 2003, S. 276, S. 295
Indikatorreliabilität	Höhe der Faktorladung	\geq 0,4	Hulland, 1999, S. 198
	t-Wert der Faktorladung	\geq 3,09 (entspricht 0,1% Niveau)	/
Konvergenzvalidität	Cronbach'sches Alpha	\geq 0,6	DeVellis, 2003, S. 95
	Item to Total-Korrelation	Elimination des Indikators mit niedrigstem Wert (falls erforderlich)	/
	Interne Konsistenz	\geq 0,6	Bagozzi/Yi, 1988, S. 82
	Durchschnittlich erfasste Varianz (DEV)	\geq 0,5	Fornell/Larcker, 1981, S. 46
Diskriminanzvalidität	Fornell/Larcker-Kriterium	DEV > quadrierte Korrelationen zwischen Faktoren	Fornell/Larcker, 1981, S. 46

Tabelle 7.6: Übersicht über die relevanten Gütemaße und Schwellenwerte zur Beurteilung reflektiver Messmodelle

7.2.3.3 Überprüfung der Güte formativer Messmodelle

Die Überprüfung der Güte formativer Messmodelle unterscheidet sich von der reflektiver Messmodelle. Bevor das Schema zur Gütebeurteilung erarbeitet wird, werden die wesentlichen Unterscheidungsmerkmale zwischen reflektiven und formativen Indikatoren aufgezeigt, da sich hieraus Implikationen für die verwendbaren Beurteilungsmaße ergeben.

Für die Gütebeurteilung relevante Eigenschaften formativer Indikatoren

Die folgenden Erläuterungen orientieren sich an der Darstellung von Diamantopoulos/Winkelhofer (vgl. Diamantopoulos/Winkelhofer, 2001). Die Autoren nennen folgende wesentliche Eigenschaften formativer Indikatoren: Erstens sind formative Indikatoren im Gegensatz zu reflektiven nicht untereinander austauschbar, „omitting an indicator is omitting a part of the construct“ (Bollen/Lennox, 1991, S. 308). Zweitens werden die Korrelationen zwischen den formativen Indikatoren nicht durch das Messmodell erklärt, sondern durch exogene Faktoren. Daraus folgt drittens, dass kein spezifisches Korrelationsmuster erwartet werden kann, „internal consistency is of mini-

mal importance because two variables that might even be negatively related can both serve as meaningful indicators of a construct" (Nunnally/Bernstein, 1994, S. 489). Viertens haben formative Indikatoren keinen Fehlerterm. Die Fehlervarianz wird vielmehr durch die Residualvarianz der latenten endogenen Variablen repräsentiert. Diese ist unkorreliert mit den formativen Indikatoren. Fünftens ist ein formatives Messmodell statistisch unteridentifiziert (da die Anzahl der zu schätzenden Modellparameter stets größer ist als die Anzahl der Gleichungen). Mit Hilfe des LISREL-Ansatzes kann es nur geschätzt werden, wenn es in ein größeres Modell eingebunden ist, das auch Konsequenzen des formativ gemessenen Konstrukts beinhaltet. Dieses Problem kann durch Anwendung des PLS-Ansatzes aufgrund dessen spezifischem Schätzalgorithmus umgangen werden (vgl. Reinartz et al., 2004, S. 298).

Ableitung des Prüfschemas

Für die Gütebeurteilung reflektiver Messmodelle mittels kovarianzbasierter Verfahren existieren mittlerweile fundierte Leitfäden. Dies ist auf die lange Tradition der Verwendung dieser Form der Konstruktmessung zurückzuführen. Damit kann auch die weiterhin andauernde Dominanz der Verwendung reflektiver Messmodelle begründet werden (die zumeist mit kovarianzbasierten Verfahren ausgewertet werden): „Cause indicators are neglected despite their appropriateness in many instances“ (Bollen, 1989, S. 65). Die Literatur zur Gütebeurteilung formativer Messmodelle mit PLS ist hingegen noch sehr begrenzt. In dieser Arbeit wird das in *Abbildung 7.5* dargestellte Prüfschema angewendet. Bei formativen Messmodellen von Konstrukten 2. oder höherer Ordnung ist der Prozess entsprechend mehrfach zu durchlaufen. Hierbei wird mit den Messmodellen der Konstrukte 1. Ordnung begonnen. Diese können dann nach Überprüfung und eventueller Bereinigung als Indikatoren der Konstrukte 2. Ordnung verwendet werden usw.

Die folgenden Ausführungen basieren primär auf Empfehlungen von Diamantopoulos/Winkelhofer sowie Götz/Liehr-Gobbers (vgl. Diamantopoulos/Winkelhofer, 2001, Götz/Liehr-Gobbers, 2004).

● 1. Schritt: Prüfung auf Inhaltsvalidität

Eine Überprüfung der Inhaltsvalidität – vergleichbar der reflektiver Messmodelle – ist bei formativen Messmodellen nicht möglich (vgl. Götz/Liehr-Gobbers, 2004, sowie die dort angegebene Literatur). Als Möglichkeit der Prüfung wird vorgeschlagen, die Eindeutigkeit der Zuordnung einzelner Indikatoren zu den entsprechenden Konstrukten heranzuziehen. Dies geschieht im Rahmen von Experteninterviews.

● 2. Schritt: Prüfung auf Indikatorrelevanz

Eine Messung der Indikatorrelevanz soll Aufschluss darüber geben, wie gut ein Indikator für die Messung eines Konstrukts geeignet ist. Es wird vorgeschlagen, die berechneten

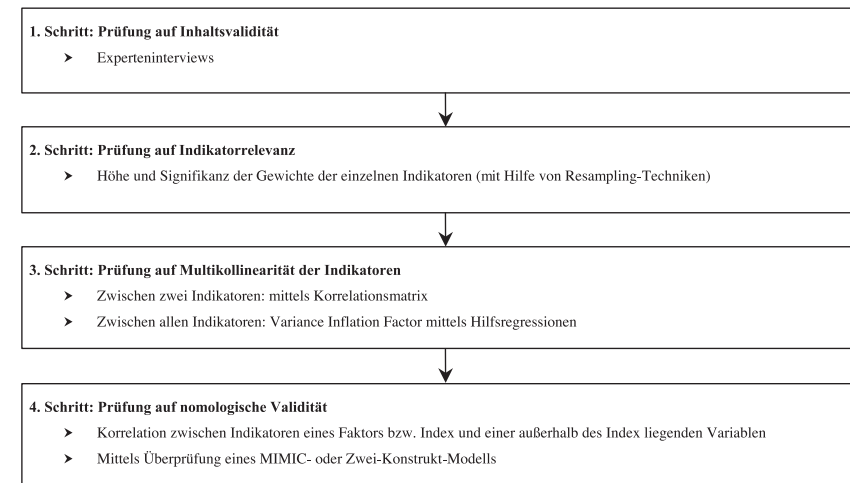


Abbildung 7.5: Angewendetes Prüfschema zur Gütebeurteilung formativer Messmodelle

Gewichte der einzelnen Indikatoren miteinander zu vergleichen, um eine Aussage darüber treffen zu können, inwieweit ein Indikator für Änderungen des Konstruktwertes, also für die Konstruktentstehung, verantwortlich ist (vgl. Götz/Liehr-Gobbers, 2004, S. 18f.). Man beachte, dass für eine Beurteilung nicht wie bei reflektiven Messmodellen die Faktorladungen herangezogen werden, sondern die Gewichte der einzelnen Indikatoren (vgl. Sambamurthy/Chin, 1994, S. 232). Hierbei dürfen geringe Gewichte jedoch nicht als Unzulänglichkeiten des Messmodells gedeutet (vgl. Chin, 1998b, S. 307) oder als Grund für eine Elimination des entsprechenden Indikators herangezogen werden (vgl. Bollen/Lennox, 1991, S. 308). Sie sollten beibehalten werden, da eine Elimination eine „Verfälschung des substantiellen Inhalts des betrachteten Konstrukts zur Konsequenz haben könnte“ (Götz/Liehr-Gobbers, 2004, S. 19).

Abschließend erfolgt wie bei den reflektiven Messmodellen eine Beurteilung der Indikatorrelevanz mit Hilfe von Signifikanztests. Hierzu werden wiederum mit Hilfe des Bootstrapping-Verfahrens t-Werte generiert. Es sei darauf hingewiesen, dass eine Elimination von Indikatoren aufgrund niedriger Signifikanzniveaus im Fall formativer Messmodelle nicht mechanisch erfolgen darf, sondern nur nach genauer theoretischer Fundierung, da sich hierdurch, wie bereits angemerkt, die Bedeutung der latenten Variablen ändert. Daher muss die Bereinigung des Messmodells hauptsächlich wegen möglicher vorliegender Multikollinearität der Indikatoren sehr vorsichtig durchgeführt werden. Im Rahmen eines zweistufigen Bereinigungsprozesses werden in dieser Arbeit zunächst solche Indikatoren eliminiert, deren Gewichte auf einem Niveau von 50 % nicht signifikant sind. Nach Schätzung des sich ergebenden Modells werden in der zweiten Bereinigungsstufe diejenigen Indikatoren entfernt, deren Ge-

wichte dem 30 %-Signifikanzniveau nicht genügen konnten. Dieses Vorgehen hat den Effekt, dass Indikatoren, die, ausgedrückt durch das jeweilige Gewicht, einen relativ starken Einfluss auf das Konstrukt haben, trotz geringer Unterschreitung des Signifikanzniveaus beibehalten werden, wodurch eine starke inhaltliche Veränderung des Konstrukts vermieden wird. Ein zweistufiger Prozess ist erforderlich, da eine Elimination von Indikatoren zu einer Änderung der Parameterschätzungen hinsichtlich der verbleibenden Indikatoren führt bzw. führen kann. So ist durchaus denkbar, dass ein Indikator, der in einer ersten Bereinigungsstufe bei Forderung eines 30 %-Signifikanzniveaus eliminiert würde, in der zweiten Stufe erhalten bleibt, da ihm aufgrund der Bereinigung um verschiedene andere Indikatoren (die dem 50 %-Signifikanzniveau nicht genügen konnten) nun ein höheres Gewicht beigemessen wird.

● 3. Schritt: Prüfung auf Multikollinearität der Indikatoren

Der Ausschluss eines Indikators ist bei Multikollinearität angezeigt, da formative Messungen auf dem Prinzip der multiplen Regression beruhen (vgl. Diamantopoulos/Winklhofer, 2001, S. 272). Dies zeigt erneut die grundsätzliche Unterschiedlichkeit der Anwendbarkeit von Gütemaßen bei reflektiven und formativen Indikatoren. Während bei reflektiven Indikatoren ein hohes Maß an interner Konsistenz und in der Folge eine hohe Korrelation gewünscht sind, kann dies im Fall eines formativen Messmodells zu Verzerrungen in den Parameterschätzungen führen. Hohe Multikollinearität führt zu einem hohen Standardfehler der Indikatorkoeffizienten, die Schätzung der Regressionsparameter wird mithin unzuverlässiger (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 88f.). Zur Prüfung auf Multikollinearität können verschiedene Prüfverfahren herangezogen werden. Eine Aufdeckung der paarweisen Abhängigkeiten ist durch die Analyse der Korrelationsmatrix möglich. Hohe, nahe am Betrag von Eins liegende Werte weisen auf ausgeprägte Multikollinearität hin (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 89f.). Auch die paarweisen Korrelationen werden anschließend einem Signifikanztest unterzogen.

Für eine über die paarweise Überprüfung hinausgehende Analyse bietet sich die Berechnung von Hilfsregressionen an. Hierbei wird eine Regression für jeden Indikator mit allen anderen Indikatoren des gleichen Messmodells als Regressoren durchgeführt. Liegt das Bestimmtheitsmaß nahe Eins, muss von hoher Multikollinearität ausgegangen werden (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 90; Götz/Liehr-Gobbers, 2004, S. 20). Dieser Prüfgröße sehr ähnlich ist die *Toleranz*. Sie ergibt sich als 1-Bestimmtheitsmaß (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 90). Weite Verbreitung zur Analyse des Multikollinearitätsgrads hat der *Variance Inflation Factor (VIF)* gefunden. Dieser berechnet sich als Kehrwert der Toleranz und hat einen Minimalwert von Eins. Er wird erreicht, wenn die Indikatoren voneinander völlig unabhängig sind (vgl. zu den Möglichkeiten, einer hohen Multikollinearität zu begegnen, Backhaus et al., 2003, S. 90f.). Als Grenze für eine akzeptable Multikollinearität wird ein Schwellenwert für den VIF von Zehn genannt (vgl. Diamantopoulos/Winklhofer, 2001). Auch hier gilt wieder, dass die Elimination eines Indikators bei einer Überschreitung von theoretischen Überlegungen begleitet sein muss und nicht rein mechanisch erfolgen darf (vgl. Reuter, 2004,

S. 182). Abschließend sei darauf hingewiesen, dass eine hohe Multikollinearität im Falle formativer Messmodelle durchaus wahrscheinlich ist. Dies sei am Beispiel der IR-Arbeit verdeutlicht: Wird von den IR-Akteuren eines Unternehmens viel Wert auf das optische Erscheinungsbild der bereitgestellten Unterlagen gelegt, ist davon auszugehen, dass diese auch auf die optische Attraktivität der Räumlichkeiten und der Internetseite achten. All dies sind einzelne Facetten des Konstrukts „wahrgenommene Qualität des physischen Umfelds“, die in einem solchen Fall (hoch) korreliert sind. Daher schlagen Law/Wong vor, alle Indikatoren trotz Insignifikanz beizubehalten (vgl. Law/Wong, 1999, S. 158). Auch Chin/Gopal sprechen lediglich von einer Überprüfung des Gewichts im Rahmen der Beurteilung der Faktorvarianz (vgl. Chin/Gopal, 1995, S. 59). Eine völlige Ignoranz der Signifikanz ist aber nicht sinnvoll. Bei geringer Unterschreitung des geforderten Signifikanzniveaus sollte diese Überlegung jedoch berücksichtigt werden, da eine Elimination eines formativen Indikators zu einer inhaltlichen Änderung des zugehörigen Konstrukts führt.

● 4. Schritt: Prüfung auf nomologische Validität

Eine Überprüfung der internen Konsistenz verbietet sich aufgrund der Natur formativer Messmodelle. Daher wird alternativ vorgeschlagen, das formative Messmodell auf seine nomologische Validität hin zu überprüfen (vgl. Reinartz et al., 2004, S. 298; Diamantopoulos/Winklhofer, 2001, S. 272): „the best we can do [...] is to examine how well the index relates to measures of other variables“ (Bagozzi, 1994, S. 333; unter einem Index wird in der Literatur ein formativ gemessenes Konstrukt verstanden, vgl. dazu Diamantopoulos/Winklhofer, 2001; Beutin, 2000, S. 107). Wie dies zu geschehen hat, ist in der Literatur umstritten (vgl. Diamantopoulos/Winklhofer, 2001, S. 272). Eine Möglichkeit wird in der Überprüfung der Korrelation zwischen den einzelnen Indikatoren eines formativ zu messenden Konstrukts (= Index) und einer anderen, außerhalb des entsprechenden Index liegenden Variablen gesehen (vgl. Diamantopoulos/Winklhofer, 2001, S. 272).

Als weitere Möglichkeit der Überprüfung wird die Bildung eines sog. MIMIC („Multiple Indicators and Multiple Causes“-Modells genannt (vgl. Götz/Liehr-Gobbers, 2004, S. 21f.; Diamantopoulos/Winklhofer, 2001, S. 272f.; Hauser/Goldberger, 1971). Hierbei wird eine latente Variable sowohl formativ als auch reflektiv gemessen. Ergibt sich bei der Überprüfung des Gesamtmodells mit Hilfe geeigneter Gütemaße ein guter Fit, kann dies als Beleg dafür gewertet werden, dass die formativen Indikatoren tatsächlich zusammengehören und für die Entstehung des entsprechenden Konstrukts verantwortlich sind (vgl. Diamantopoulos/Winklhofer, 2001; S. 272). Allerdings wird eine solche Spezifikation nicht von allen PLS-Softwarelösungen unterstützt (wie z.B. PLS-GRAPH). Für einen solchen Fall bietet sich die Konzeption eines Zwei-Konstrukt-Modells an. Es kann in Abhängigkeit davon, ob auch eine reflektive Operationalisierung des interessierenden formativ gemessenen Konstrukts stattgefunden hat, auf zwei Arten modelliert werden. Grundsätzlich wird bei einem Zwei-Konstrukt-Modell der Index (die mit Hilfe formativer Indikatoren gemessene latente Variable) mit einem anderen Konstrukt verbunden, zu dem aufgrund theoretischer Überlegungen ei-

ne Beziehung besteht. Dieses Konstrukt, zu dem die Verbindung zu überprüfen ist, muss seinerseits reflektiv gemessen werden. Dies kann nun entweder das reflektiv operationalisierte Konstrukt sein, das dann als „Phantomvariable“ bezeichnet wird (vgl. Krafft et al., 2005, S. 82). Alternativ kann ein anderes Konstrukt herangezogen werden, zu dem ein aus der Theorie abgeleiteter Zusammenhang angenommen wird. Das sich ergebende Modell ist schematisch in *Abbildung 7.6* wiedergegeben. Bei Verwendung einer Phantomvariablen wird eine nomologische Validität angenommen, wenn ein starker und signifikanter Zusammenhang nachgewiesen werden kann. Wird hingegen der Einfluss auf ein anderes Konstrukt untersucht, sind weniger die Höhe als vielmehr das Vorzeichen und die Signifikanz des Pfadkoeffizienten relevant. Stimmt das Vorzeichen mit der theoretisch fundierten Vorhersage überein und ist der Pfadkoeffizient signifikant, wird nomologische Validität unterstellt.

Die für diese Arbeit relevanten Anpassungsmaße sowie die angewendeten Schwellenwerte können der zusammenfassenden *Tabelle 7.7* entnommen werden.

7.2.3.4 Überprüfung der Güte von Strukturmodellen

Die Gütebeurteilung von mit PLS ausgewerteten Strukturmodellen unterscheidet sich grundlegend von der Gütebeurteilung solcher Strukturmodelle, die mit Hilfe kovarianzbasierter Verfahren analysiert werden (vgl. Chin, 1998a, S. xiif.). Eine Anwendung inferenzstatistischer Tests ist nicht möglich (vgl. Götz/Liehr-Gobbers, 2004, S. 23). Eine standardisierte Vorgehensweise zur Beurteilung von Strukturmodellen, die mit dem PLS-Verfahren berechnet werden, konnte sich bisher noch nicht herausbilden. Die folgenden Ausführungen orientieren sich primär an der Empfehlung von Krafft et al., 2005.

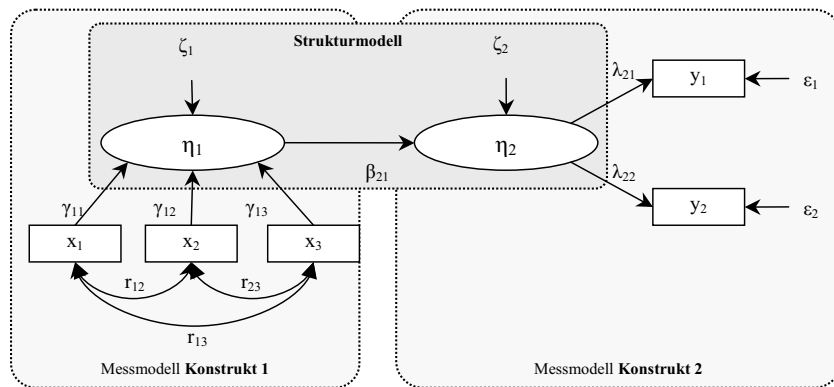


Abbildung 7.6: Zwei-Konstrukt-Modell mit formativen und reflektiven Indikatoren
(Quelle: Diamantopoulos/Winklhofer, 2001, S. 273)

Gütekriterium	Anpassungsmaß	Schwellenwert	Quelle für Schwellenwert
Inhaltsvalidität	Experteninterviews	/	/
Indikatorrelevanz	Höhe der Gewichte der Indikatoren	Explizit keine Grenze; Beibehaltung der Indikatoren auch bei geringem Gewicht	/
	t-Wert der Gewichte der Indikatoren	$\geq 1,036$	/
Multikollinearität	Paarweise Korrelationen	$\leq 0,9$	Backhaus et al., 2003, S. 89 (kein genauer Wert spezifiziert)
	Bei > 2 Indikatoren: zusätzlich Variance Inflation Factor (VIF) der Hilfsregression	≤ 10	Diamantopoulos/Winklhofer, 2001, S. 272; Kleinbaum et al., 1998, S. 241
Nomologische Validität	MIMIC- oder Zwei-Konstrukt-Modell	Vgl. Schwellenwerte zur Beurteilung von Strukturmodellen	/

Tabelle 7.7: Angewendetes Prüfschema zur Gütebeurteilung von PLS-Strukturmodellen

Zur Gütebeurteilung wird in dieser Arbeit das in *Abbildung 7.7* dargestellte Prüfschema angewendet.

• 1. Schritt: Prüfung der Güte des Modells

Ein erster Anhaltspunkt im Rahmen der Gütebeurteilung des Strukturmodells (synonym: „inneres Modell“) ist das Bestimmtheitsmaß R^2 (vgl. Fornell/Cha, 1994, S. 67). Es zeigt den Anteil der mit Hilfe der Regressionen des Strukturmodells erklärten Varianz der latenten Konstrukte an der Gesamtvarianz und misst damit die Güte der Anpassung der Regressionsfunktion an die empirischen Daten (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 63ff.).

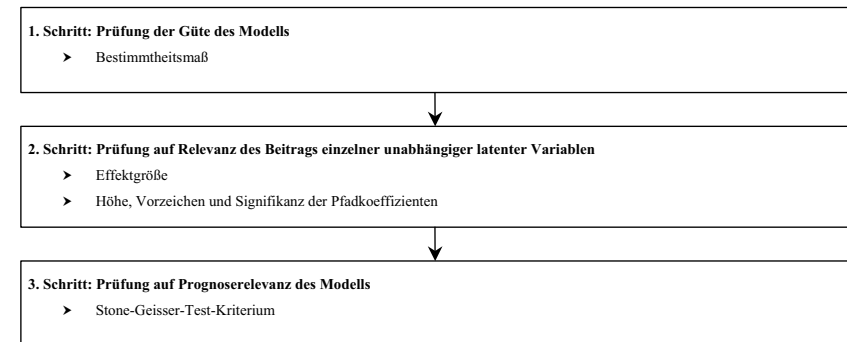


Abbildung 7.7: Angewendetes Prüfschema zur Gütebeurteilung von PLS-Strukturmodellen

R^2 , das einen Wert zwischen Null und Eins annehmen kann, ist umso größer, je höher der Anteil der erklärten Streuung an der Gesamtstreuung ist (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 66). Somit weist ein hoher Wert des Bestimmtheitsmaßes tendenziell auf eine hohe Güte des Modells hin. Allerdings kann keine allgemeingültige Aussage darüber getroffen werden, ab welcher Höhe ein R^2 als gut einzustufen ist (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 96). Zudem sei darauf hingewiesen, dass mit der Aufnahme weiterer Regressoren in das Modell R^2 immer gleich bleiben oder steigen wird (vgl. Kleinbaum et al., 1998, S. 120). Ein Absinken des Bestimmtheitsmaßes ist, auch wenn die zusätzlich in das Modell einbezogenen Variablen für die Erklärung des Regressanden irrelevant sind, nicht möglich. Daher wird häufig auch das korrigierte Bestimmtheitsmaß verwendet, das als Korrekturgrößen die Anzahl der Regressoren sowie die der Freiheitsgrade berücksichtigt, es kann also bei Aufnahme zusätzlicher Regressoren auch sinken (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 67f.). In der vorliegenden Arbeit wird auf der Basis der bisherigen Studien das einfache (unkorrigierte) Bestimmtheitsmaß verwendet.

● *2. Schritt: Prüfung auf Relevanz des Beitrags einzelner unabhängiger latenter Variablen*

Ob eine unabhängige latente Variable einen substantiellen Beitrag auf eine abhängige Variable ausübt, kann mit Hilfe der sog. „Effektgröße“ ermittelt werden (vgl. Krafft et al., 2005, S. 84).

Den Ausgangspunkt dieses von Cohen entwickelten Gütebeurteilungsmaßes stellt das Bestimmtheitsmaß dar (vgl. zur Berechnung Cohen, 1988, S. 470ff.). Berechnet wird die Effektgröße über die Änderung des Bestimmtheitsmaßes der abhängigen Variablen. Hierzu wird das Strukturmodell einmal inklusive und einmal exklusive der auf ihren Beitrag hin zu überprüfenden unabhängigen latenten Variablen geschätzt. Nach Cohen weisen Werte für f^2 von 0,02 auf einen schwachen, 0,15 auf einen moderaten und 0,35 auf einen substantiellen Einfluss hin (vgl. Cohen, 1988, S. 413f.).

Ferner ist zu prüfen, inwieweit die ermittelten Pfadkoeffizienten signifikant von Null verschieden sind und ob die Vorzeichen mit den aufgestellten Hypothesen in Einklang stehen (vgl. Krafft et al., 2005, S. 83f.). Hierbei sind die Pfadkoeffizienten des PLS-Strukturmodells wie standardisierte β -Koeffizienten zu interpretieren. Eine Reliabilitätsüberprüfung der Pfadkoeffizienten erfolgt dann wiederum mit Hilfe von t-Werten, die in der vorliegenden Arbeit mittels Bootstrapping erzeugt werden (vgl. Sambamurthy/Chin, 1994, S. 231; Efron/Gong, 1983). Es ist darauf hinzuweisen, dass eine Elimination latenter Variablen aufgrund einer geringfügigen Unterschreitung eines oder mehrerer geforderter Mindestniveaus nicht sinnvoll erscheint, da PLS die Korrelationen und damit die Gewichte der Pfade zwischen latenten Variablen tendenziell unterschätzt (vgl. Anderson/Gerbing, 1988, S. 412; Chin et al., 2003, S. 205; zu den Gründen hierfür vgl. Scholderer/Balderjahn, 2005, S. 90f.).

Gütekriterium	Anpassungsmaß	Schwellenwert	Quelle für Schwellenwert
Güte des Modells	Bestimmtheitsmaß	$R^2 = 0,67$ substantzieller $R^2 = 0,33$ durchschnittl. $R^2 = 0,19$ schwacher Einfluss	Chin, 1998b, S. 323
Erklärungsbeitrag einzelner exogener latenter Variablen	Vorzeichen des Pfadkoeffizienten Höhe des Pfadkoeffizienten t-Wert der Pfadkoeffizienten Effektgröße	Muss Vorhersage entsprechen $\geq 10,11$ $\geq 1,645$ $f^2 = 0,02$ schwacher $f^2 = 0,15$ moderater $f^2 = 0,35$ substantzieller Einfluss	Lohmöller, 1989, S. 60 / Cohen, 1988, S. 413f.
Prognoserelevanz	Stone-Geisser- Q^2	$> 0 \rightarrow$ Prog.-relevant $< 0 \rightarrow$ Prog.-irrelevant	Fornell/Cha, 1994, S. 73

Tabelle 7.8: Übersicht über die relevanten Gütemaße und Schwellenwerte zur Beurteilung von PLS-Strukturmodellen

● *3. Schritt: Prüfung auf Prognoserelevanz des Modells*

In einem dritten Schritt wird das Modell daraufhin überprüft, inwieweit es dazu geeignet ist, die empirisch erhobenen Daten zu rekonstruieren (vgl. Fornell/Cha, 1994, S. 72). Hierzu wird der Stone-Geisser-Test genutzt. Dieser Test basiert auf einer Blindfolding-Prozedur, die einzelne Daten aus der Rohdatenmatrix entfernt und sie im Rahmen der Parameterschätzung als fehlend behandelt (Krafft et al., 2005, S. 84). Mit Hilfe der auf diesem Weg berechneten Parameterschätzungen werden dann die als fehlend angenommenen Werte geschätzt. Das Stone-Geisser-Test-Kriterium Q^2 zeigt an, wie gut die Daten mit Hilfe des Modells und des PLS-Parameters geschätzt werden können. Sind die im Modell spezifizierten Zusammenhänge prognoserelevant, nimmt Q^2 einen Wert größer Null an. Keine Prognoserelevanz kann dem Modell dann zugesprochen werden, wenn Q^2 einen Wert kleiner Null annimmt (vgl. Fornell/Cha, 1994, S. 73).

Die für die Beurteilung von Strukturmodellen relevanten Gütemaße sowie die dazugehörigen in der Arbeit angewendeten Schwellenwerte können *Tabelle 7.8* entnommen werden.

8. Empirische Überprüfung der Determinanten der Investor Relations-Qualität – Validierung des Investor Relations Qualitätsmodells

8.1 Grundlegendes

In den nachfolgenden Abschnitten wird das in Abschnitt 5.4 erarbeitete IR-Qualitätsmodell mit Hilfe der hergeleiteten Prüfschemata empirisch getestet. Hierbei werden alle Auswertungen für die gesamte Stichprobe (im Folgenden als „Gesamtauswertung“ oder „Auswertung für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer“ bezeichnet) durchgeführt. Zusätzlich findet eine nur auf Analysten (im Folgenden als „Analystenauswertung“ bezeichnet) bezogene Überprüfung des IR-Qualitätsmodells statt. Für ein besseres Verständnis der Erläuterungen sind einige Anmerkungen vorangestellt:

Vor der Gütebeurteilung eines Messmodells muss festgelegt werden, ob es reflektiver oder formativer Natur ist. Die Überprüfung mit Hilfe des Beurteilungsschemas nach Jarvis et al. ergibt (vgl. Jarvis et al., 2003), dass die beiden Facetten der wahrgenommenen Qualität, die wahrgenommene Interaktionsqualität sowie die wahrgenommene Informationsqualität (primäre Dimensionen bzw. Dimensionen auf Level 2) reflektiv und alle Dimensionen dieser Facetten (Sub-Dimensionen bzw. Dimensionen auf Level 3) formativ zu messen sind (vgl. zu den Begriffen Sub-Dimensionen und primäre Dimensionen *Abbildung 5.8*, die das IR-Qualitätsmodell zeigt). Auf das Messmodell der gesamten wahrgenommenen Qualität (Level 1) wird, als Sonderfall, in Abschnitt 8.2 näher eingegangen.

Der erste Schritt der Gütebeurteilung formativer Messmodelle, die Prüfung auf Inhaltsvalidität mit Hilfe von Experteninterviews, wird im Folgenden nicht näher erläutert. Es kann bereits an dieser Stelle festgehalten werden, dass die Ergebnisse der geführten Experteninterviews eine klare Zuordnung der Indikatoren zu einzelnen Konstrukten erkennen lassen, weshalb von Inhaltsvalidität ausgegangen werden kann. Abgeschlossen

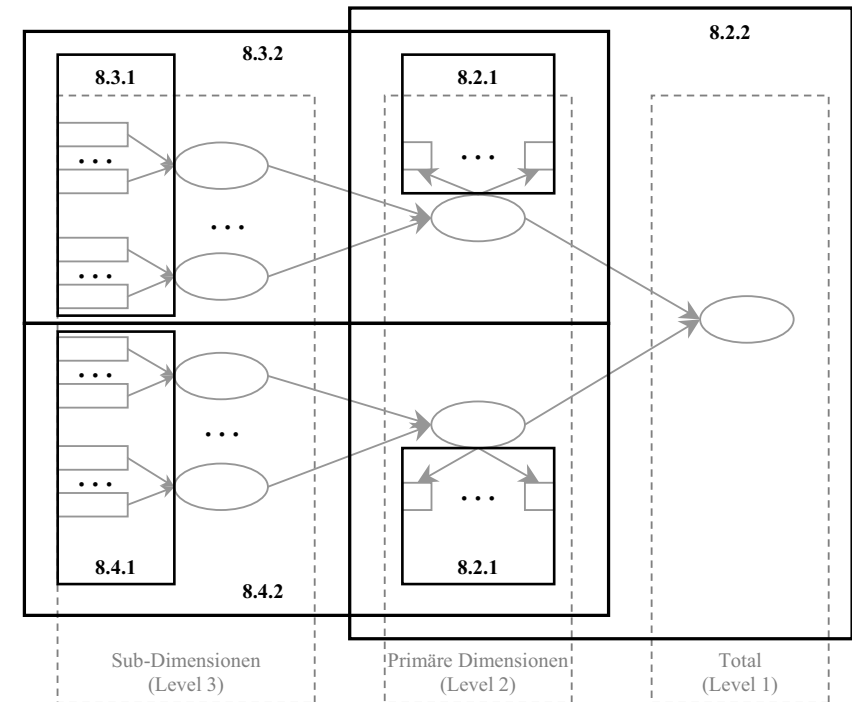


Abbildung 8.1: Aufbau der Operationalisierung und Gütebeurteilung des IR-Qualitätsmodells

wurde die Phase des Pretests erst, als sich keine (wesentlichen) Änderungen mehr in der Indikatorenzuordnung ergaben. Im Fall der reflektiven Messmodelle benötigt die Prüfung auf Inhaltsvalidität zusätzlich die Durchführung einer explorativen Faktorenanalyse. Die jeweiligen Ergebnisse werden in den entsprechenden Abschnitten dargestellt.

Die quantitativen Auswertungen wurden zum einen über alle IR-Zielgruppen hinweg und zum anderen für Analysten durchgeführt. Eine spezifische Auswertung für institutionelle Investoren und Privatanleger ist aufgrund eines zu geringen Stichprobenumfangs nicht möglich (vgl. zum Stichprobenumfang *Tabelle 7.5*).

Bei der nun folgenden Operationalisierung und Gütebeurteilung wird zunächst das Messmodell der gesamten wahrgenommenen IR-Qualität überprüft (Level 1). Danach werden die beiden primären Dimensionen (Level 2) „wahrgenommene Interaktionsqualität“ und „wahrgenommene Informationsqualität“ separat voneinander betrachtet. Innerhalb der jeweiligen Abschnitte werden dann erst die Messmodelle der Sub-Dimensionen (Level 3) beurteilt, bevor die Zusammenhänge zwischen den Sub-Dimen-

sionen und der jeweiligen primären Dimension begutachtet werden (Analyse des Strukturmodells). Dieser Aufbau ist in *Abbildung 8.1* schematisch dargestellt.

8.2 Überprüfung der gesamten wahrgenommenen Investor Relations-Qualität

Die gesamte wahrgenommene IR-Qualität stellt ein Konstrukt 2. Ordnung dar. Ein solches abstraktes Konstrukt zeichnet sich dadurch aus, dass die Indikatoren, die zur Messung herangezogen werden, nicht direkt beobachtbar sind, sondern selbst über Indikatoren gemessen werden müssen. Somit sind Indikatoren von Konstrukten 2. oder höherer Ordnung selbst wieder latente Variablen, also (hypothetische) Konstrukte (vgl. für eine vertiefende Darstellung von Konstrukten höherer Ordnung z.B. Jarvis et al., 2003, S. 204ff.). Zunächst wird daher die gesamte wahrgenommene IR-Qualität als ein solches Konstrukt 2. Ordnung operationalisiert (vgl. Abschnitt 8.2.1). Die abgeleiteten Konstrukte 1. Ordnung, die den primären Dimensionen auf Level 2 entsprechen, müssen daraufhin selbst operationalisiert (Abschnitt 8.2.1.1) und hinsichtlich ihrer Güte beurteilt (Abschnitt 8.2.1.2) werden. Abschließend wird das so erarbeitete Messmodell des Konstrukts 2. Ordnung (die gesamte wahrgenommene IR-Qualität) auf seine Anpassungsgüte hin untersucht (Abschnitt 8.2.2.) und die Ergebnisse der Überprüfung diskutiert.

8.2.1 Operationalisierung des Konstrukts 2. Ordnung

Auf die Operationalisierung der gesamten wahrgenommenen IR-Qualität wurde bereits ausführlich in Abschnitt 5.4. eingegangen. In Anlehnung an die Ausführungen von Grönroos und gestützt durch die qualitative empirische Überprüfung wurde die Hypothese aufgestellt, dass sich die gesamte wahrgenommene IR-Qualität aus zwei Bereichen/ Facetten zusammensetzt (vgl. Grönroos, 1982): zum einen aus einer funktionalen Komponente, die hier als „wahrgenommene Interaktionsqualität“ bezeichnet wird, zum anderen aus einer technischen Komponente, die aufgrund der Anpassung an IR-Arbeit als relevanter Einsatzbereich mit „wahrgenommene Informationsqualität“ umschrieben wird. Diese beiden primären Dimensionen fungieren als Dimensionen bzw. formative Indikatoren der gesamten Qualitätswahrnehmung als Konstrukt 2. Ordnung. Um jedoch die Güte dieses Messmodells beurteilen zu können, bedarf es vorab einer Operationalisierung der primären Dimensionen (der Konstrukte 1. Ordnung) mit anschließender Gütebeurteilung dieser Messmodelle.

8.2.1.1 Operationalisierung der Konstrukte 1. Ordnung

Zur reflektiven Messung der beiden primären Dimensionen „wahrgenommene Interaktionsqualität“ und „wahrgenommene Informationsqualität“ konnte auf bereits etablierte Skalen zurückgegriffen werden (vgl. Dabholkar et al., 2000, S. 151; Spreng/Mackoy,

Faktor		Indikator	
Nr.	Bezeichnung	Nr.	Zugehöriges Item im Fragebogen
A	wahrgenommene Interaktionsqualität	A.1	Der Bereitstellungsprozess ist insgesamt exzellent.
		A.2	Der Bereitstellungsprozess hat eine sehr hohe Qualität.
		A.3	Der Bereitstellungsprozess hat einen hohen Standard.
B	wahrgenommene Informationsqualität	B.1	Die bereitgestellten Informationen sind insgesamt exzellent.
		B.2	Die bereitgestellten Informationen haben eine sehr hohe Qualität.
		B.3	Die bereitgestellten Informationen entsprechen einem hohen Standard.

Tabelle 8.1: Skalen der primären Dimensionen des IR-Qualitätsmodells

1996, S. 206; Wallenburg, 2004, S. 167f.). Die bisherigen empirischen Überprüfungen deuten auf eine hervorragende Güte dieser reflektiven Messmodelle hin. Folglich werden diese ohne wesentliche Änderung in der von Wallenburg übersetzten Form übernommen. Die Skalen der beiden primären Dimensionen finden sich in *Tabelle 8.1*.

8.2.1.2 Gütebeurteilung der Messmodelle der Konstrukte 1. Ordnung

Zur Gütebeurteilung der reflektiven Messmodelle der beiden primären Dimensionen wird der in Abschnitt 7.2.3.2 erarbeitete Prozess herangezogen. Es folgt die Darstellung der Ergebnisse der einzelnen Prüfungsschritte.

• Prüfung auf Inhaltsvalidität

Die Inhaltsvalidität wird mit Hilfe der explorativen Faktorenanalyse untersucht. In die Analyse einbezogen werden die Indikatoren der beiden Messmodelle der primären Dimensionen „wahrgenommene Interaktionsqualität“ und „wahrgenommene Informationsqualität“ (vgl. *Tabelle 8.1*). Ziel ist die Überprüfung der unterstellten Zweiteilung in die genannten primären Dimensionen und die angenommene Indikatorenzuordnung zu den beiden primären Dimensionen. Bei Vorgabe von zwei zu extrahierenden Faktoren, der Anwendung der Hauptachsenanalyse (vgl. zur Abgrenzung zur Hauptkomponentenanalyse und zu entsprechenden Einsatzgebieten insb. Backhaus et al., 2003, S. 291ff.) und der Varimax-Rotationsmethode mit Kaiser-Normalisierung ergeben sich die für die Gesamt- sowie für die Analystenauswertung in *Tabelle 8.2* dargestellten Ergebnisse. Die hypothetische Zweiteilung kann klar bestätigt werden. Auch die Zuordnung der Indikatoren zu einem der beiden Faktoren ist in allen Fällen aufgrund der Ladungen problemlos möglich.

• Prüfung auf Indikatorreliabilität und Konvergenzvalidität

Die Ergebnisse der Prüfung auf Indikatorreliabilität und Konvergenzvalidität für die Gesamt- wie auch für die Analystenauswertung sind in *Tabelle 8.3* dargestellt. Alle in Abschnitt 7.2.3.2 aufgestellten Forderungen sind nicht nur erfüllt, sondern sogar weit

Faktor (= primäre Dimension)	Indikator	Rotierte Faktorenmatrix			
		Gesamt	Analysten	Gesamt	Analysten
A: wahrgenommene Interaktionsqualität	A.1	0,506	0,459	0,709	0,794
	A.2	0,410	0,449	0,897	0,859
	A.3	0,443	0,407	0,781	0,845
B: wahrgenommene Informationsqualität	B.1	0,808	0,871	0,441	0,400
	B.2	0,883	0,849	0,426	0,476
	B.3	0,796	0,826	0,494	0,476

Tabelle 8.2: Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse für die Indikatoren der Messmodelle der primären Dimensionen des IR-Qualitätsmodells

Ø Höhe des durch Befragte verwalteten Vermögens	Ø Höhe des durch die Institution der Befragten verwalteten Vermögens insgesamt	Ø Dauer der Zugehörigkeit zum aktuell ausgeübten Beruf	Ø Dauer der Tätigkeit in der Vermögensanlage insgesamt
169 Mio. Euro	14.393 Mio. Euro	5,3 Jahre	12,6 Jahre
Stichprobenumfang: N = 26			

Tabelle 8.3: Ergebnisse der Prüfung auf Indikatorreliabilität und Konvergenzvalidität der reflektiven Messmodelle der primären Dimensionen des IR-Qualitätsmodells

überschritten. Damit kann in Übereinstimmung mit den Ergebnissen der bisherigen Arbeiten die hervorragende Güte dieser Skalen zur Messung der wahrgenommenen Qualitätsfacetten festgestellt werden.

• Prüfung auf Diskriminanzvalidität

Die Ergebnisse der Überprüfung auf Diskriminanzvalidität, die sich aus einem Vergleich zwischen durchschnittlich erfasster Varianz (DEV) und quadrierter Korrelation der Dimensionen ergibt (Fornell/Larcker-Kriterium), können sowohl für die Gesamt- wie auch für die Analystenauswertung der nachfolgenden *Tabelle 8.4* entnommen werden.

Primäre Dimension		A: wahrgenommene Interaktionsqualität		B: wahrgenommene Informationsqualität	
		Gesamt	Analysten	Gesamt	Analysten
	DEV	0,928	0,924	0,890	0,887
A: wahrgenommene Interaktionsqualität	Gesamt	1,000	Quadrierte Korrelationen der Dimensionen		
	Analysten	0,924	n.a.	1,000	
B: wahrgenommene Informationsqualität	Gesamt	0,890	0,811	n.a.	1,000
	Analysten	0,887	n.a.	0,825	n.a.

Tabelle 8.4: Ergebnisse der Prüfung auf Diskriminanzvalidität der primären Dimensionen des IR-Qualitätsmodells

Indikator (= primäre Dimension)	Gewicht Gesamt	Signifikanz Gesamt	Gewicht Analysten	Signifikanz Analysten
A: Wahrgenommene Interaktionsqualität	0,537	*	0,534	*
B: Wahrgenommene Informationsqualität	0,514	*	0,513	*
* → Wirkung signifikant auf dem 0,1%-Niveau				

Tabelle 8.5: Prüfung der primären Dimensionen als formative Indikatoren des Konstrukts 2. Ordnung „gesamte wahrgenommene IR-Qualität“ auf Indikatorrelevanz

Die Forderung, dass die durchschnittlich erfasste Varianz oberhalb der quadrierten Korrelation der Dimensionen liegen muss, ist bei hoher Korrelation der Dimensionen erfüllt. Es kann folglich von Diskriminanzvalidität ausgegangen werden.

8.2.2 Gütebeurteilung des Messmodells des Konstrukts 2. Ordnung

Die Beurteilung eines formativen Messmodells eines Konstrukts 2. Ordnung vollzieht sich, wie im Fall eines Konstrukts 1. Ordnung auch, anhand des in Abschnitt 7.2.3.3 dargestellten Prüfprozesses (die Prüfung auf Inhaltsvalidität erfolgte im Rahmen der qualitativen empirischen Überprüfung).

Die nun dargestellten Ergebnisse basieren auf der Anwendung des von Lohmöller vorgeschlagenen „Repeated Manifest Variable-Verfahren“ (auch bekannt unter der Bezeichnung „Repeated Indicator-Verfahren“ oder „Hierarchical Component Model“; vgl. Lohmöller, 1989, S. 130-133; Zhang/Li, 2004). Dieses sieht vor, die zur Messung der Konstrukte 1. Ordnung verwendeten Indikatoren auch zur Messung des Konstrukts 2. Ordnung, das durch diese Konstrukte 1. Ordnung gemessen wird, zu nutzen. Auf diese Weise wird es möglich, das Modell mit PLS zu analysieren (vgl. Venai et al., 2001, S. 19).

• Prüfung auf Indikatorrelevanz

Zur Prüfung auf Indikatorrelevanz wird zum einen das Gewicht des Indikators herangezogen. Zum anderen ist relevant, ob dieses Gewicht signifikant von Null verschieden ist. Dies wird mit Hilfe des t-Tests ermittelt. Die Ergebnisse können *Tabelle 8.5* entnommen werden.

Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, deuten sowohl die Gewichte wie auch die dazugehörigen Signifikanzen auf eine hohe Indikatorrelevanz hin. Eine Bereinigung kann damit für die Gesamt- und für die Analystenauswertung unterbleiben.

• Prüfung auf Multikollinearität der Indikatoren

In einem weiteren Schritt werden die Indikatoren (die primären Dimensionen) auf Multikollinearität hin untersucht. Hierfür wird die Korrelationsmatrix analysiert. Diese gibt, den Ausführungen in Abschnitt 7.2.3.3 entsprechend, Aufschluss über die paarweise

Multikollinearität. Da im vorliegenden Fall lediglich zwei Indikatoren vorliegen, bedarf es keiner weitergehenden Untersuchung mittels Hilfsregressionen. Die Ergebnisse der Überprüfung auf (paarweise) Multikollinearität sind in *Tabelle 8.6* dargestellt.

Indikator (= primäre Dimension)	Auswertung	A: wahrgenommene Interaktionsqualität		B: wahrgenommene Informationsqualität	
		Gesamt	Analysten	Gesamt	Analysten
A: wahrgenommene Interaktionsqualität	Gesamt	1			
	Analysten	n.a.	1		
B: wahrgenommene Informationsqualität	Gesamt	0,811	n.a.	1	n.a.
	Analysten	n.a.	0,825	n.a.	1

Tabelle 8.6: Prüfung der primären Dimensionen als formative Indikatoren des Konstrukts 2. Ordnung „wahrgenommene IR-Qualität“ auf Multikollinearität

Die Ergebnisse zeigen eine recht hohe Korrelation der beiden primären Dimensionen. Da allerdings in der Literatur von ernsthafter Multikollinearität erst bei einer Korrelation nahe Eins ausgegangen wird (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 89) und auf dieser Grundlage in der Arbeit ein Grenzwert von 0,9 gefordert wird, kann konstatiert werden, dass die vorliegende Multikollinearität sowohl im Fall der Gesamt- wie auch der Analystenauswertung noch vertretbar ist.

● Prüfung auf nomologische Validität

Zur Prüfung auf nomologische Validität der einzelnen Messmodelle wird der Einfluss des betrachteten Konstrukts auf das mit nur einem Indikator reflektiv gemessene Konstrukt „IR-Zufriedenheit“ analysiert (vgl. zu empirischen Ergebnissen hinsichtlich der Güte einer Single Item-Messung für den Fall des Konstrukts „Zufriedenheit“ die Literaturangaben in Abschnitt 7.2.1). Für diesen Zusammenhang wird aufgrund theoretischer Überlegungen und geführter Expertengespräche ein positiver Zusammenhang angenommen (vgl. Abschnitt 6.1). Stimmt das Vorzeichen des Pfadkoeffizienten mit dieser Vorhersage überein und erweist sich der Pfadkoeffizient als signifikant, kann von externer Validität ausgegangen werden (vgl. Abschnitt 7.2.3.3). Die zur Beurteilung erforderlichen Ergebnisse für die Gesamt- und für die Analystenauswertung präsentiert *Tabelle 8.7*. Zudem wird das Bestimmtheitsmaß ausgewiesen, ohne dass dafür ein spezielles Niveau gefordert wird.

Da für die wahrgenommene IR-Qualität als Konstrukt 2. Ordnung sowohl im Fall der Gesamt- wie auch der Analystenauswertung das Vorzeichen mit dem vorhergesagten Einfluss übereinstimmt und der jeweilige Pfadkoeffizient auf einem 0,1 %-Niveau hochgradig signifikant ist, kann auf nomologische Validität des untersuchten Messmodells geschlossen werden.

8.2.3 Diskussion der Ergebnisse

Die vorangegangenen Erläuterungen zeigen, dass sich die von den Kapitalmarktteilnehmern wahrgenommene IR-Qualität aus zwei erstmals von Grönroos beschriebenen Aspekten zu-

Prüfgröße	Gesamt	Analysten
R ²	0,832	0,848
Vorzeichen	✓	✓
Signifikanz	*	*
* → Wirkung signifikant auf dem 0,1%-Niveau		
✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage		

Tabelle 8.7: Prüfung des Konstrukts 2. Ordnung „wahrgenommene IR-Qualität“ auf nomologische Validität

sammensetzt: Zum einen beziehen die Kapitalmarktteilnehmer in ihre Beurteilung ein, wie die Informationsversorgung durch die IR-Verantwortlichen des Unternehmens erfolgt. Diese als „wahrgenommene Interaktionsqualität“ bezeichnete Komponente umfasst neben Aspekten, die auf das Verhalten der IR-Akteure bezogen sind, auch die optische Attraktivität der Unterlagen und des Umfelds (nähere Erläuterungen hierzu bietet Abschnitt 8.3). Zum anderen fließt in die Qualitätsbeurteilung der Kapitalmarktteilnehmer die wahrgenommene Qualität der von den IR-Verantwortlichen bereitgestellten Informationen ein. Dieser Bereich, und hier insbesondere die Art der geforderten Information (die Frage nach geforderten Information Items), steht bislang im Mittelpunkt der wissenschaftlichen IR-Untersuchungen (vgl. hierzu die Ergebnisse der Literatursichtung in Abschnitt 3.2.2.1). Mit Blick auf die dargestellte Indikatorrelevanz erscheint dieser Forschungsschwerpunkt zumindest fraglich. Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass das Verhalten der IR-Verantwortlichen aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer in Bezug auf die gesamte Qualitätswahrnehmung einen mindestens eben so hohen Stellenwert einnimmt wie die bereitgestellten Informationen (vgl. zu den entsprechenden Ergebnissen *Tabelle 8.5*). Beide Bereiche wirken in ungefähr gleich hohem Maß auf die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer. Diese Schlussfolgerung wird allerdings dadurch eingegrenzt, dass Ergebnisse empirischer Untersuchungen immer nur in einem bestimmten Kontext Gültigkeit haben. So hat sich im Lauf der Zeit auch das Kapitalmarktumfeld stark gewandelt. Daher ist es möglich, dass Informationsqualität, bezogen auf die Interaktionsqualität, an relativer Bedeutung verloren hat. Dies könnte u.a. darauf zurückgeführt werden, dass sich die Informationsversorgung in den vergangenen Jahren erheblich verbessert hat und die Kapitalmarktteilnehmer diese heute nur noch zu einem geringeren Anteil in ihr Qualitätsurteil einfließen lassen.

Unabhängig davon kann aber festgehalten werden, dass auf der Basis der empirischen Ergebnisse davon ausgegangen werden kann, dass die von Grönroos aufgezeigte Zweiteilung in eine prozessbezogene und eine ergebnisbezogene Komponente auch für den Bereich der IR-Arbeit zutrifft. Damit bestätigt die vorliegende Arbeit andere aktuelle Forschungsergebnisse, die ebenfalls die Dichotomie in der Qualitätswahrnehmung nachweisen (vgl. Carman, 2000; Richard/Allaway, 1993; Grönroos, 1990; Nick/Antony, 1998; Powpaka, 1996). Vor diesem Hintergrund erscheint die Schwerpunktsetzung im Bereich

der wissenschaftlichen IR-Forschung auf die ergebnisbezogene Komponente nicht ausreichend oder im Hinblick auf den Erhebungszeitpunkt nicht mehr aktuell zu sein.

Offen bleibt, was aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer die Qualität der Interaktion und die der Informationen ausmacht. Die Kenntnis über solche Stellhebel ist aber wichtig, damit die Verantwortlichen die IR-Strategie an den Bedürfnissen der Kapitalmarktteilnehmer ausrichten können. Die Identifikation dieser Einflussfaktoren ist Gegenstand der nachfolgenden Abschnitte.

8.3 Überprüfung der Sub-Dimensionen der wahrgenommenen Interaktionsqualität

Im folgenden Abschnitt wird die primäre Dimension „wahrgenommene Interaktionsqualität“ näher beleuchtet. Im ersten Schritt werden die Messmodelle der einzelnen Sub-Dimensionen inhaltlich hergeleitet (Abschnitt 8.3.1.1) und hinsichtlich ihrer Güte beurteilt (Abschnitt 8.3.1.2). Danach werden die Beziehungen zwischen den einzelnen Sub-Dimensionen und den primären Dimension – modelliert als Strukturmodell – untersucht (Abschnitt 8.3.2).

8.3.1 Messmodelle

8.3.1.1 Operationalisierung

Bei der Operationalisierung der einzelnen Determinanten (Sub-Dimensionen) der wahrgenommenen Interaktionsqualität wird auf die SERVQUAL-Skala von Parasuraman et al. zurückgegriffen. In Übereinstimmung mit der aktuellen Literatur wird sie jedoch nicht unkritisch übernommen. Obwohl SERVQUAL mit dem Anspruch entwickelt wurde, in allen Dienstleistungsbereichen einsetzbar zu sein, kann das Modell diesem Anspruch aufgrund der Unterschiedlichkeit des Dienstleistungssektors nicht gerecht werden. „Die Sinnhaftigkeit des branchen- und typenübergreifenden Messanspruchs muss aufgrund der Heterogenität des Dienstleistungssektors bezweifelt werden“ (Hentschel, 1990, S. 236).

So ergaben sich im Verlauf der Prüfung auf Inhaltsvalidität (mit Hilfe von Experteninterviews) einige Änderungen an der von Parasuraman et al. vorgeschlagenen Skala. Zum einen wurden einige Indikatoren neu zugeordnet, zum anderen weitere Indikatoren und ein neues, IR-spezifisches Konstrukt (Einbindung des Top-Managements) hinzugefügt.

Die von Parasuraman et al. vorgenommene reflektive Messung der Konstrukte der SERVQUAL-Skala scheint fragwürdig, da einzelne Facetten betrachtet werden, die die Qualitätswahrnehmung *determinieren* und nicht durch diese bedingt werden, wie bei einer reflektiven Messung implizit unterstellt wird. Zwar sind diese Facetten das Ergebnis eines tatsächlich vorliegenden Qualitätsniveaus (dann wäre eine reflektive Messung adäquat). Da

Sub-Dimension		Indikator	
Nr.	Bezeichnung	Nr.	Zugehöriges Item im Fragebogen
AA	wahrgenommene Individualität der Leistungserbringung	AA.1	Die IR-Akteure (insb. IR-Mitarbeiter und Management) des betrachteten Unternehmens... ...beantworten meine Fragen individuell auf mich zugeschnitten.
		AA.2	...kennen und verstehen meine individuellen Bedürfnisse.
		AA.3	...kennen mich bereits und versorgen mich daher mit auf meine Anforderungen zugeschnittenen Informationen.
		AA.4	...sind über vergangene Anfragen und Kontakte mit mir informiert.
AB	wahrgenommenes physisches Umfeld/optische Attraktivität	AB.1	Die Ausstattung und die Räumlichkeiten (z.B. bei Hauptversammlungen, Roadshows) sind optisch einwandfrei und ansprechend.
		AB.2	Die IR-Akteure zeichnen sich stets durch ein gepflegtes Erscheinungsbild aus.
		AB.3	Alle zur Verfügung gestellten Unterlagen (z.B. Geschäftsberichte, Unternehmensbroschüren) sind optisch ansprechend gestaltet.
		AB.4	Die Internetseite ist ansprechend gestaltet.
AC	wahrgenommener Leistungswille der Akteure		Die IR-Akteure des betrachteten Unternehmens...
		AC.1	...helfen mir stets unbürokratisch.
		AC.2	...sind jederzeit bereit mir zu helfen.
		AC.3	...sind zu Tageszeiten zu erreichen, die meinen Anforderungen entsprechen.
		AC.4	...sind stets freundlich.
		AC.5	...gehen proaktiv auf mich zu und versorgen mich auch ohne eigene Anfrage mit Informationen.
AC.6	...versorgen mich, wenn ich eine Frage stelle, auf Eigeninitiative mit Zusatzinformationen, die im Zusammenhang mit meiner Frage stehen.		
AD	wahrgenommene Kompetenz der Akteure		Die IR-Akteure des betrachteten Unternehmens...
		AD.1	...sorgen stets für kompetente Beantwortung meiner Fragen.
		AD.2	...sprechen meine Sprache fließend.
AD.3	...kennen die angebotenen Produkte und/oder Dienstleistungen des Unternehmens gut.		
AE	wahrgenommene Zuverlässigkeit der Akteure		Die IR-Akteure des betrachteten Unternehmens...
		AE.1	...halten ihre Terminzusagen stets ein.
AE.2	...machen stets Aussagen, die fehlerfrei sind.		
AF	wahrgenommene Einbindung des Top-Managements	AF.1	Das Top-Management (CEO, CFO, Senior Management) ist bei IR-Veranstaltungen in der Regel anwesend.
		AF.2	IR-Veröffentlichungen sind vom Top-Management unterzeichnet.
		AF.3	Ich erhalte die Möglichkeit, mit dem Top-Management zu sprechen.

Tabelle 8.8: Unbereinigte Skalen der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“

jedoch die Leistungsempfänger lediglich zu ihrer *Qualitätswahrnehmung* befragt werden können und nicht zu der durch sie nicht beobachtbaren und damit auch nicht beurteilbaren tatsächlichen *Qualität*, muss eine formative Messung angewendet werden (vgl. Abschnitt 5.1. zu den Unterschieden zwischen *Qualität* und *wahrgenommener Qualität*).

Die für die anschließende Gütebeurteilung relevante Skala kann *Tabelle 8.8* entnommen werden.

8.3.1.2 Gütebeurteilung

Nachfolgend werden die einzelnen Messmodelle mit Hilfe des in Abschnitt 7.2.3.3 erarbeiteten Prüfschemas hinsichtlich ihrer Güte beurteilt, wobei auf Schritt 1, die Prüfung auf Inhaltsvalidität, aus den genannten Gründen nicht eingegangen wird.

• Prüfung auf Indikatorrelevanz

In *Tabelle 8.9* sind die Ergebnisse der Prüfung auf Indikatorrelevanz wiedergegeben. Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Auswertung über alle Zielgruppen hinweg und die der Auswertung nur für Analysten. Die Gewichte der Indikatoren sind für den Fall der Aus-

Faktor	Indikator	Vor Bereinigung				Nach Bereinigung			
		GG	Sig.G.	GA	Sig.A.	GG	Sig.G.	GA	Sig.A.
AA	AA.1	0,135	n.s.	0,481	***			0,510	*** *
	AA.2	0,330	n.s.	-0,048	n.s.	0,355	n.s.		
	AA.3	0,722	***	0,524	***	0,693	***	0,575	*** *
	AA.4	-0,149	n.s.	0,151	n.s.				
AB	AB.1	0,086	n.s.	0,017	n.s.				
	AB.2	0,303	*	0,410	*	0,342	*	0,491	***
	AB.3	0,254	n.s.	0,168	n.s.	0,287	n.s.		
	AB.4	0,537	**	0,611	***	0,539	**	0,706	*** *
AC	AC.1	0,166	n.s.	0,553	***			0,644	*** *
	AC.2	0,221	n.s.	0,032	n.s.	0,371	**		
	AC.3	0,070	n.s.	0,198	n.s.			0,246	**
	AC.4	0,281	n.s.	0,139	n.s.	0,316	n.s.		
	AC.5	0,248	n.s.	0,169	n.s.	0,256	n.s.	0,234	*
	AC.6	0,170	n.s.	0,049	n.s.	0,201	n.s.		
AD	AD.1	0,991	***	0,947	***	1,000	n.a.	1,000	n.a.
	AD.2	-0,007	n.s.	0,097	n.s.				
	AD.3	0,017	n.s.	0,065	n.s.				
AE	AE.1	0,796	***	0,788	***	0,796	***	0,788	*** *
	AE.2	0,306	*	0,332	**	0,306	*	0,331	**
AF	AF.1	0,562	***	0,494	***	0,562	***	0,508	*** *
	AF.2	0,200	n.s.	0,090	n.s.	0,200	n.s.		
	AF.3	0,553	***	0,655	***	0,553	***	0,681	*** *

n.s. → Wirkung nicht signifikant
 *, **, ***, **** → Wirkung auf dem 10%-, 5%-, 1%-, 0,1% -Niveau signifikant
 GG; Sig.G. → Gewichte bei Gesamtauswertung über alle Zielgruppen sowie dazugehörige Signifikanz
 GA; Sig.A. → Gewichte bei Analystenauswertung sowie dazugehörige Signifikanz

Tabelle 8.9: Höhe und Signifikanz der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ vor und nach Bereinigung der Skalen

Indikator	AA.2	AA.3	AB.2	AB.3	AB.4	AC.2	AC.4	AC.5	AC.6	AD.1	AE.1	AE.2	AF.1	AF.2	AF.3
AA.2	1,00														
AA.3	0,80	1,00													
AB.2			1,00												
AB.3			0,60	1,00											
AB.4			0,45	0,72	1,00										
AC.2						1,00									
AC.4						0,76	1,00								
AC.5						0,65	0,62	1,00							
AC.6						0,68	0,62	0,73	1,00						
AD.1										1,00					
AE.1											1,00				
AE.2											0,56	1,00			
AF.1													1,00		
AF.2													0,36	1,00	
AF.3													0,34	0,19	1,00

Tabelle 8.10: Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ auf paarweise Multikollinearität für die Gesamtauswertung

wertung über alle Zielgruppen hinweg mit GG (Gewichte Gesamtauswertung), die Gewichte für die Analystenauswertung mit GA (Gewichte Analystenauswertung) gekennzeichnet. Die Signifikanzen der Gewichte für die Gesamtauswertung sind in der Spalte mit der Bezeichnung Sig.G. (Signifikanzen Gesamtauswertung), für die Analystenauswertung in der Spalte mit der Bezeichnung Sig.A. (Signifikanzen Analystenauswertung) abgetragen. Ausgewiesen werden diese Werte sowohl für die unbereinigten wie auch für die bereinigten Skalen. Die Bereinigung erfolgt mit Hilfe des in Abschnitt 7.2.3.3 dargestellten zweistufigen Prüfprozesses auf Signifikanz der Gewichte. Es sei darauf hingewiesen, dass solche Indikatoren, die nach Bereinigung beibehalten werden, jedoch als nicht signifikant kenntlich gemacht wurden, zumindest dem 30%-Signifikanzniveau entsprechen.

• Prüfung auf Multikollinearität der Indikatoren

Im nächsten Schritt werden die nach Bereinigung verbliebenen Indikatoren auf Multikollinearität hin untersucht. Diese Prüfung vollzieht sich in zwei Teilen. Zunächst werden die paarweisen Abhängigkeiten mit Hilfe der Korrelationsmatrizen sowohl für die Gesamtauswertung (vgl. *Tabelle 8.10*) wie auch für die Analystenauswertung (vgl. *Tabelle 8.11*) untersucht, bevor dann unter Anwendung von Hilfsregressionen die Multikollinearität zwischen einem Indikator und allen anderen Indikatoren des gleichen Messmodells mit Hilfe des Variance Inflation Factors (VIF) beurteilt wird.

Indikator	AA.1	AA.3	AB.2	AB.4	AC.1	AC.3	AC.5	AD.1	AE.1	AE.2	AF.1	AF.3
AA.1	1,00											
AA.3	0,70	1,00										
AB.2			1,00									
AB.4			0,38	1,00								
AC.1					1,00							
AC.3					0,64	1,00						
AC.5					0,64	0,65	1,00					
AD.1								1,00				
AE.1									1,00			
AE.2									0,52	1,00		
AF.1											1,00	
AF.3											0,40	1,00

Tabelle 8.11: Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ auf paarweise Multikollinearität für die Analystenauswertung

Die Überprüfung der paarweisen Korrelationen ergibt weder für die Gesamtauswertung über alle Zielgruppen hinweg noch für die Analystenauswertung einen Hinweis auf hochgradige Korrelation, da der gesetzte Grenzwert von 0,9 in keinem Fall überschritten wird.

Auch die Berechnung des VIF lässt, wie *Tabelle 8.12* zeigt, nicht auf erhebliche Multikollinearität schließen, da der Grenzwert von Zehn in keinem Fall auch nur annähernd erreicht wird.

Folglich kann davon ausgegangen werden, dass zwischen den nach Bereinigung verbliebenen Indikatoren ein ausreichendes Maß an Unabhängigkeit besteht.

● *Prüfung auf nomologische Validität*

Zur Prüfung auf nomologische Validität der einzelnen Messmodelle wird der Einfluss der jeweiligen Sub-Dimension auf das reflektiv gemessene Konstrukt „wahrgenommene Interaktionsqualität“ (primäre Dimension) analysiert. Für alle Sub-Dimensionen wird aufgrund theoretischer Überlegungen und geführter Expertengespräche ein positiver Zusammenhang angenommen (entsprechend den Zusammenhängen des IR-Qualitätsmodells). Entspricht das Vorzeichen des Pfadkoeffizienten dieser Vorhersage und ist der Pfadkoeffizient signifikant, kann von externer Validität ausgegangen werden. Die Ergebnisse sind in *Tabelle 8.13* dargestellt. Die Tabelle beinhaltet Angaben zur Gesamtauswertung über alle Zielgruppen hinweg (in den Spalten mit der Bezeichnung „Ges.“) und zur Analystenauswertung (in den Spalten mit der Bezeichnung „Anal.“). Aus Gründen der Zusatzinformation wird zusätzlich das Bestimmtheitsmaß ausgewiesen, ohne dass dafür ein spezielles Niveau gefordert wird.

Auswertung	Sub-Dim. AA		Sub-Dim. AB		Sub-Dim. AC		Sub-Dim. AD		Sub-Dim. AE		Sub-Dim. AF	
	Indikator	VIF	Indikator	VIF	Indikator	VIF	Indikator	VIF	Indikator	VIF	Indikator	VIF
Gesamt	AA.1		AB.2	1,58	AC.1		AD.1	n.a.	AE.1	1,46	AF.1	1,26
Analysten		1,95		1,16		1,96		n.a.		1,36		1,19
Gesamt	AA.2	2,77	AB.3	2,62	AC.2	2,87			AE.2	1,46	AF.2	1,16
Analysten										1,36		
Gesamt	AA.3	2,77	AB.4	2,09	AC.3						AF.3	1,14
Analysten		1,95		1,16		2,04						1,19
Gesamt					AC.4	2,58						
Analysten												
Gesamt					AC.5	2,42						
Analysten						2,04						
Gesamt					AC.6	2,55						
Analysten												

Sub-Dim. → Sub-Dimension

Tabelle 8.12: Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ auf Multikollinearität mit Hilfe des Variance Inflation Factors

Prüfgröße	Sub-Dim. AA		Sub-Dim. AB		Sub-Dim. AC		Sub-Dim. AD		Sub-Dim. AE		Sub-Dim. AF	
	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.
R ²	0,380	0,536	0,348	0,367	0,483	0,609	0,391	0,428	0,344	0,426	0,275	0,339
Vorzeichen	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Signifikanz	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*

* → Wirkung signifikant auf dem 0,1%-Niveau
 ✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage
 Sub-Dim. → Sub-Dimension
 Ges. → Gesamtauswertung über alle Zielgruppen; Anal. → Analystenauswertung

Tabelle 8.13: Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“ auf nomologische Validität

Für alle Faktoren stimmt das Vorzeichen mit dem vorhergesagten Einfluss überein. Zudem sind alle Pfadkoeffizienten auf einem 0,1 %-Niveau hochgradig signifikant. Demzufolge kann auf nomologische Validität der untersuchten Messmodelle geschlossen werden.

8.3.2 Strukturmodell

Nachdem bislang die einzelnen Messmodelle hinsichtlich ihrer Güte beurteilt wurden, sind im Folgenden die Beziehungen zwischen der primären Dimension „wahrgenommene Interaktionsqualität“ und den sechs zugeordneten Sub-Dimensionen näher zu analysieren.

Die Sub-Dimensionen stellen hierbei, wie in Abschnitt 5.4.3 erläutert, Antezedenzen – und nicht, wie alternativ denkbar, Komponenten bzw. formative Indikatoren – der primären Dimension dar. Folglich liegt ein Strukturmodell vor. Entsprechend wird der in Abschnitt 7.2.3.4 erarbeitete Prozess zur Gütebeurteilung von Strukturmodellen angewendet.

Die Ergebnisse des gesamten Prüfprozesses für die Gesamt- als auch für die Analystenauswertung können *Tabelle 8.14* entnommen werden.

Ein relevanter Einfluss einer Sub-Dimension auf die wahrgenommene Interaktionsqualität wird dann unterstellt, wenn zumindest die Schwellenwerte von drei der vier Kriterien (t-Wert und Signifikanz werden hierbei als ein Kriterium betrachtet, da die Signifikanz aus dem t-Wert berechnet wird), wie sie in Abschnitt 7.2.3.4 hergeleitet wurden, auf der Ebene der Sub-Dimensionen erreicht werden. Allerdings wird für die in *Tabelle 8.14* als nicht signifikant gekennzeichneten, aber dennoch einbezogenen Sub-Dimensionen gefordert, dass diese zumindest auf dem 30 %-Niveau signifikant sind. Sub-Dimensionen, für die diese Anforderungen zutreffen, sind in *Tabelle 8.14* grau hinterlegt. Eine Analyse der Kriterien, die sich auf das Strukturmodell insgesamt beziehen (Bestimmtheitsmaß

Pfadkoeffizient von Sub-Dimension...	Auswertung	Höhe der Pfadkoeffizienten	t-Wert der Pfadkoeffizienten	Signifikanz Pfadkoeffizient	Vorzeichen = Vorhersage?	Effektgröße
AA	Gesamt	0,127	1,189	n.s.	✓	0,01
	Analysten	0,203	1,966	**	✓	0,04
AB	Gesamt	0,189	1,953	*	✓	0,05
	Analysten	0,085	1,064	n.s.	✓	0,01
AC	Gesamt	0,276	1,981	**	✓	0,05
	Analysten	0,342	2,713	***	✓	0,09
AD	Gesamt	0,140	1,124	n.s.	✓	0,02
	Analysten	0,078	0,787	n.s.	✓	0,01
AE	Gesamt	0,084	0,673	n.s.	✓	0,01
	Analysten	0,165	1,587	n.s.	✓	0,04
AF	Gesamt	0,073	0,719	n.s.	✓	0,01
	Analysten	0,098	1,194	n.s.	✓	0,02
Bestimmtheitsmaß	Gesamt			0,556		
	Analysten			0,683		
Stone-Geisser-Test	Gesamt			0,442		
	Analysten			0,545		

*, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau
n.s. → Wirkung nicht signifikant
✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage
Graue Hinterlegung → relevanter Einfluss

Tabelle 8.14: Ergebnisse der Gütebeurteilung des Strukturmodells zwischen Sub-Dimensionen und „wahrgenommener Interaktionsqualität“ als primäre Dimension

und Stone-Geisser-Test), zeigt, dass ein Modell spezifiziert wurde, das eine recht hohe Erklärungskraft besitzt, unabhängig davon, ob alle IR-Zielgruppen in die Auswertung einbezogen werden oder nur die Antworten der Analysten. Allerdings sind in Abhängigkeit von der betrachteten Zielgruppe unterschiedliche Sub-Dimensionen relevant. Auf mögliche Gründe hierfür wird im nächsten Abschnitt näher eingegangen.

8.3.3 Diskussion der Ergebnisse

In Abschnitt 8.3 wurde bislang analysiert, welche Sub-Dimensionen in welchem Umfang die von den Kapitalmarktteilnehmern wahrgenommene Interaktionsqualität beeinflussen und welche Aspekte wie intensiv auf die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich dieser einzelnen Sub-Dimensionen wirken. Die Ergebnisse zu beiden Aspekten sind in *Tabelle 8.15* und *Tabelle 8.16* zusammenfassend dargestellt.

Sub-Dimension	Gewicht	Indikator	Gewicht
AC wahrgenommener Leistungswille der IR-Akteure	0,276	AC.2 Jederzeitige Hilfsbereitschaft	0,371
		AC.4 Freundlichkeit	0,316
		AC.5 Proaktive Informationsversorgung	0,256
		AC.6 Versorgung mit Zusatzinformationen	0,201
AB wahrgenommenes physisches Umfeld / optische Attraktivität	0,189	AB.4 Gestaltung der Internetseite	0,539
		AB.2 Erscheinungsbild der IR-Akteure	0,342
		AB.3 Optik der bereitgestellten Unterlagen	0,287
AD wahrgenommene Kompetenz der IR-Akteure	0,140	AD.1 Kompetente Antworten	1,000

Anmerkung: sortiert nach abnehmender Relevanz

Tabelle 8.15: Übersicht über die aus Sicht aller Kapitalmarktteilnehmer relevanten Determinanten der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“

Sub-Dimension	Gewicht	Indikator	Gewicht
AC wahrgenommener Leistungswille der IR-Akteure	0,342	AC.1 Unbürokratische Hilfe	0,644
		AC.3 Anforderungsgerechte Erreichbarkeit	0,246
		AC.5 Proaktive Informationsversorgung	0,234
AA wahrgenommene Individualität der Leistungserbringung	0,203	AA.3 Persönliche Beziehung und individualisierte Informationen	0,575
		AA.1 Individuelle Beantwortung der Fragen	0,510
AE wahrgenommene Zuverlässigkeit der Akteure	0,165	AE.1 Einhalten von Terminzusagen	0,788
		AE.2 Fehlerfreie Aussagen	0,331
AF wahrgenommene Einbindung des Top-Managements	0,098	AF.3 Direkter Kontakt zum Top-Management	0,681
		AF.1 Anwesenheit auf Veranstaltungen	0,508

Anmerkung: sortiert nach abnehmender Relevanz

Tabelle 8.16: Übersicht über die aus Sicht der Analysten relevanten Determinanten der „wahrgenommenen Interaktionsqualität“

Es ist erkennbar, dass für Analysten andere Aspekte der IR-Leistung relevant sind als für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer.

Eine Gemeinsamkeit liegt darin, dass sowohl für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer wie auch für Analysten der *Leistungswille der IR-Akteure* für ihre Qualitätswahrnehmung die wichtigste Rolle spielt. Unterschiede sind erkennbar, wenn analysiert wird, durch was sich aus Sicht der Leistungsempfänger dieser Leistungswille auszeichnet. Während aus Sicht aller Kapitalmarktteilnehmer die *jederzeitige Hilfsbereitschaft* der IR-Akteure entscheidend ist, schätzen Analysten vor allem die *unbürokratische Hilfe*. Diese hohe Relevanz einer unbürokratischen und schnellen Hilfestellung aus Sicht der Analysten kann mit der knappen Zeit erklärt werden, die ihnen zur Verfügung steht. Auch die hohe Relevanz einer *anforderungsgerechten Erreichbarkeit* der IR-Akteure aus Sicht der Analysten bekräftigt diesen Erklärungsansatz. Hier zeigt sich, dass lange Verzögerungen in der Leistungserbringung für Analysten nicht akzeptabel sind und daher negative Auswirkungen auf ihre Qualitätswahrnehmung haben. Bekräftigt wird diese Interpretation dadurch, dass die *wahrgenommene Zuverlässigkeit der IR-Akteure*, festgemacht an der *Fehlerfreiheit der Aussagen* sowie an der *Einhaltung der Terminzusagen*, einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Qualitätswahrnehmung durch die Analysten hat. Nicht eingehaltene Termine führen zu Zeitverzögerungen auf Seiten der Analysten, was aus deren Sicht nicht akzeptabel ist. Dass die *Freundlichkeit* für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer (zu denen auch die Privatanleger gehören) eine recht bedeutende, für Analysten hingegen keine nennenswerte Rolle spielt, kann mit dem Professionalitätsgrad erklärt werden. Analysten verfolgen mit der Kontaktaufnahme zur IR-Abteilung das Ziel der Informationsbeschaffung, während zumindest Privatanlegern, als eine Gruppe aller Kapitalmarktteilnehmer, auch ein gewisses Verlangen nach einem Erlebniswert unterstellt werden kann. Diese Vermutung wird auch dadurch gestützt, dass *optische Aspekte der Leistungserbringung* aus Sicht der Analysten eher unbedeutend, für die Qualitätswahrnehmung durch die Kapitalmarktteilnehmer insgesamt aber relevant sind. Einig sind sich die Befragten hinsichtlich der Relevanz einer *proaktiven Informationsversorgung*. Diese Erkenntnis scheint sich in der IR-Praxis bereits durchgesetzt zu haben. So kann erklärt werden, dass in den letzten Jahren immer mehr vor allem größere Unternehmen von Inhaber- auf Namensaktien umstellen. Mittlerweile lauten schon die Aktien von zehn der dreißig DAX-Unternehmen auf die Namen ihrer Eigentümer (Stand: 25.04.2005; Quelle: eigene Erhebung). Namensaktien versetzen Unternehmen in die Lage, einzelne Kapitalmarktteilnehmer direkt und gezielt anzusprechen.

Nur schwer erklärbar ist, dass die *Kompetenz der IR-Akteure* auf die Qualitätswahrnehmung der Analysten, im Gegensatz zu den Kapitalmarktteilnehmern insgesamt, keinen nennenswerten Einfluss hat. Ein möglicher Erklärungsansatz stellt auf den hohen Wissensstand der Analysten als Informationsempfänger ab. So können diese selbstständig die Interpretation der zur Verfügung gestellten Informationen vornehmen. Sie benötigen keine weitreichen-

de inhaltliche Interpretation durch die IR-Akteure. Eine Bereitstellung des Zahlenmaterials ist für sie ausreichend. Diese Tatsache sollte die IR-Mitarbeiter nicht dazu verleiten, von einer inhaltlichen Interpretation abzusehen, da, wie bei der konzeptionellen Ableitung des Wirkungsmodells ausgeführt wurde (vgl. Abschnitt 6.2.3.1), eine Vernachlässigung zu einer höheren Erwartungsheterogenität unter den Kapitalmarktteilnehmern und damit u.a. zu einer höheren Volatilität führen kann. Privatanleger, als eine Gruppe der gesamten Kapitalmarktteilnehmer, sind meist auf Einschätzungen und Interpretationen durch die IR-Akteure angewiesen, die Kompetenz der IR-Akteure ist damit von höherer Relevanz.

Des Weiteren ist aus Sicht der Analysten eine *individualisierte Leistungserbringung* von hoher Relevanz. Ob diese vorliegt machen sie insbesondere daran fest, ob ihre *Fragen individuell beantwortet* werden, ob die IR-Akteure Kenntnis über die *besonderen Bedürfnisse* des einzelnen Analysten haben und die bereitzustellenden Informationen entsprechend aufbereiten. Hierin kommt weniger eine Forderung der Analysten nach einer inhaltlichen Interpretation als vielmehr nach einer spezifisch auf sie zugeschnittenen Auswahl an Informationen zum Ausdruck. Um diesen Anforderungen gerecht werden zu können, sollte ein stärkerer Wissensaustausch zwischen IR- und Marketing-Abteilung stattfinden. Das personalisierte Marketing ist ein seit vielen Jahren praktiziertes Vorgehen. Auf die entsprechenden Erfahrungen sollten die IR-Akteure stärker zurückgreifen.

Dass die *Einbindung des Top-Managements* für Analysten für die wahrgenommene Interaktionsqualität eine wichtige Rolle spielt, zeigen bereits frühere Untersuchungen. Nach einer Studie des AIMR halten 74 % der befragten Analysten persönliche Gespräche mit der Unternehmensleitung für extrem oder sehr wichtig (vgl. Association for Investment Management and Research (AIMR), 2000, S. 14ff.). Diesen Ergebnissen zufolge wäre eine noch höhere Relevanz der Einbindung des Top-Managements zu erwarten gewesen. Dabei muss berücksichtigt werden, dass die Studie des AIMR im sehr auf das Top-Management fokussierten anglo-amerikanischen Raum durchgeführt wurde. Eine Studie von Ernst et al. zeigt am Beispiel institutioneller Investoren dieses im Vergleich zu anderen Regionen besonders stark ausgeprägte Verlangen anglo-amerikanischer Kapitalmarktteilnehmer nach persönlichen Kontakten zum Top-Management (vgl. Ernst et al., 2005, S. 34). Ob eine Einbindung des Top-Managements erfolgt, machen Analysten daran fest, ob die Vertreter *regelmäßig auf IR-Veranstaltungen anwesend* sind und ob sie für einen *direkten Kontakt* zur Verfügung stehen. Diese Ergebnisse stützen auch die Geringschätzung der Kompetenz der IR-Mitarbeiter. Relevante Ansprechpartner für inhaltlich weitreichende Aspekte sind für Analysten entsprechend der Umfrageergebnisse die Vertreter des Top-Managements.

Abschließend kann in Übereinstimmung mit der aktuellen Forschungsliteratur (vgl. z.B. Sureshchandar et al., 2001) festgehalten werden, dass die in Teilen modifizierte SERVQUAL-Skala gut dazu geeignet ist, die wahrgenommene Interaktionsqualität zu erklären. So liegt der erklärte Varianzanteil bei Anwendung des mit Hilfe der SERVQUAL-Skala

erarbeiteten Messmodells für die Gesamtauswertung bei über 55 % und bei mehr als 68 % im Falle der Analystenauswertung.

8.4 Überprüfung der Sub-Dimensionen der wahrgenommenen Informationsqualität

8.4.1 Messmodelle

8.4.1.1 Operationalisierung

Für das Konstrukt „wahrgenommene Informationsqualität“ existiert in der Literatur bislang keine Skala, auf die zurückgegriffen werden könnte. Daher muss sie erst erarbeitet werden. Berücksichtigt werden, wie in Abschnitt 5.4.2 dargestellt, die qualitativen Anforderungen an Informationen der externen Rechnungslegung, wie sie den Rahmenkonzepten der beiden großen internationalen Rechnungslegungssysteme IFRS und US-GAAP entnommen werden können. Nachfolgend werden die einzelnen Sub-Dimensionen operationalisiert (wird im Folgenden Bezug genommen auf Absätze des Conceptual Framework der IFRS, so wird dies, wie allgemein üblich, mit einem „F.“ gefolgt von der relevanten Absatznummer kenntlich gemacht; das vollständige Conceptual Framework kann International Accounting Standards Board (IASB), 2005 entnommen werden).

● *Wahrgenommene Relevanz der Informationen (Relevance)*

Informationen sind dann relevant, wenn sie zu wirtschaftlichen Entscheidungen der Adressaten beitragen (F.26). Hierzu müssen sie den Adressaten in die Lage versetzen, die vergangenen, aktuellen und künftigen Ergebnisse einzuschätzen (vgl. Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980, SFAC No. 2, Abs. 59). Dazu benötigt er sowohl quantitative wie auch qualitative Informationen über die in *Abbildung 8.2* dargestellten Teilbereiche.

● *Wahrgenommene Verlässlichkeit der Informationen (Reliability)*

Eine verlässliche Information ist „ohne wesentliche Fehler, objektiv, neutral und vorurteilsfrei“ (Raffournier, 2000, S. 98; F.31f.). Was dies genau bedeutet, wird mit Hilfe weiterer untergeordneter Prinzipien spezifiziert: Damit Informationen verlässlich sind, müssen sie glaubwürdig dargestellt werden (F.33). Das Prinzip der *glaubwürdigen Darstellung* fordert, dass sämtliche Vermögensgegenstände und Schulden, die die Ansatzkriterien erfüllen, auch bilanziert werden („Faithful Presentation“; F.33f.; Item 2.1). Ferner müssen die bereitgestellten Informationen frei von *verzerrenden Einflüssen* sein („Neutrality“; F.36; Item 2.2). Des Weiteren wird gefordert, dass die Informationen gemäß der *tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse* dargestellt werden und nicht entsprechend ihrer rechtlichen Gestaltung („Substance Over Form“; F.35; Item 2.3). Das *Vorsichtsprinzip* besagt, dass Vermögensgegenstände im Fall von Unsicherheiten nicht zu hoch und Schulden

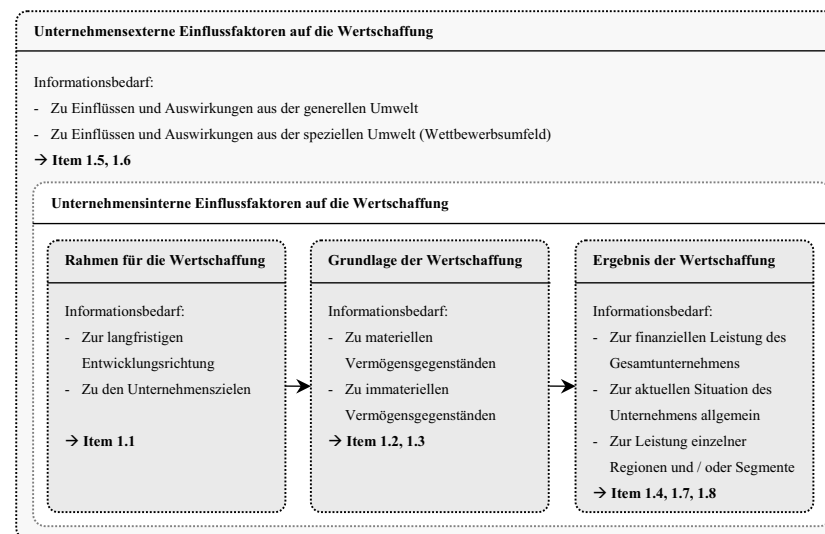


Abbildung 8.2: Operationalisierung der Relevanz von Informationen

nicht zu niedrig angesetzt werden dürfen („Prudence“; F.37; Item 2.4). Abschließend wird die *Vollständigkeit* der Informationen gefordert („Completeness“; F.38; Item 2.5).

● *Wahrgenommene Verständlichkeit der Information (Understandability)*

Informationen sind dann verständlich, wenn diese für den sachkundigen Adressaten leicht erfassbar sind (F.25). Was Verständlichkeit ausmacht, wird in der Literatur nicht näher erläutert. Folgende Punkte wurden von den Experten im Rahmen der qualitativen Phase der empirischen Arbeit immer wieder genannt: Erstens sollen Informationen eindeutig formuliert sein, was einer Forderung nach der Minimierung des Interpretationsspielraums entspricht (Item 3.1). Zweitens muss die wirtschaftliche Tragweite der Information erkennbar sein (Item 3.2). Drittens werden eine einfache und unkomplizierte Formulierung (Item 3.3) sowie eine übersichtliche Darstellung (Item 3.4) der Informationen gefordert.

● *Wahrgenommene Vergleichbarkeit der Information (Comparability)*

Vergleichbarkeit von Informationen liegt dann vor, wenn zum einen die Abschlüsse eines Unternehmens über die Zeit hinweg und die Abschlüsse verschiedener Unternehmen miteinander vergleichbar sind (F.39). Die erste Forderung ist dann erfüllt, wenn dauerhaft die gleichen Bewertungsmethoden (materieller Aspekt des Stetigkeitsprinzips; Item 4.1) sowie Gliederungsschemata angewendet werden (formeller Aspekt des Stetigkeitsprinzips; Item 4.2). Eine Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen liegt dann vor, wenn sich deren Abschlüsse sowohl in materieller (Item 4.3) wie auch in formeller (Item 4.4) Hinsicht ähneln oder sogar entsprechen.

In *Tabelle 8.17* sind die erarbeiteten Messmodelle bzw. Skalen der einzelnen Sub-Dimensionen im Überblick dargestellt.

8.4.1.2 Gütebeurteilung

Die erarbeiteten formativen Messmodelle werden nun unter Zuhilfenahme des in Abschnitt 7.2.3.3 entworfenen Prüfungsprozesses hinsichtlich ihrer Güte beurteilt und entsprechend der Ergebnisse bereinigt.

Sub-Dimension		Indikator	
Nr.	Bezeichnung	Nr.	Zugehöriges Item im Fragebogen
BA	Wahrgenommene Entscheidungsrelevanz der Information		Aufgrund der vom Unternehmen bereitgestellten Informationen bin ich stets in der Lage, folgendes zu beurteilen:
		BA.1	Langfristige Entwicklungsrichtung und Ziele des Unternehmens.
		BA.2	Relevanz und Wert der materiellen Vermögensgegenstände des Unternehmens.
		BA.3	Relevanz und Wert der immateriellen Vermögensgegenstände (z.B. Managementqualität, Innovationsfähigkeit) des Unternehmens.
		BA.4	Finanzielle Leistung des Unternehmens (z.B. Cash-flow, EBIT).
		BA.5	Wettbewerbsituation, in der sich das Unternehmen befindet, und die damit zusammenhängenden Auswirkungen auf das Unternehmen.
		BA.6	Einflüsse aus der Umwelt und die zu erwartenden Auswirkungen auf das Unternehmen.
		BA.7	Aktuelle Situation des Unternehmens.
BA.8	Leistungsfähigkeit des Unternehmens hinsichtlich einzelner Regionen und/oder Segmente.		
BB	Wahrgenommene Verlässlichkeit der Information		Die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen...
		BB.1	...geben die beschriebenen Sachverhalte korrekt wieder.
		BB.2	...sind nicht verfälscht durch Einflussnahmen und persönliche Präferenzen.
		BB.3	...geben die tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse wider.
		BB.4	...stellen den Geschäftsverlauf ausreichend vorsichtig dar.
BB.5	...stellen alle relevanten Geschäfte und Ereignisse dar.		
BC	Wahrgenommene Verständlichkeit der Information		Die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen...
		BC.1	...sind klar in ihrer Bedeutung.
		BC.2	...sind hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Tragweite einschätzbar.
		BC.3	...sind unkompliziert formuliert.
BC.4	...sind übersichtlich dargestellt.		
BD	Wahrgenommene Vergleichbarkeit der Information		Die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen...
		BD.1	...basieren jedes Jahr auf den gleichen Bewertungsgrundsätzen.
		BD.2	...werden jedes Jahr gleich gegliedert.
		BD.3	...basieren auf Bewertungen, wie sie von anderen Unternehmen auch vorgenommen werden.
BD.4	...sind so gegliedert wie andere Unternehmen sie auch gliedern.		

Tabelle 8.17: Unbereinigte Skalen der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“

Faktor	Indikator	Vor Bereinigung				Nach Bereinigung			
		GG	Sig.G.	GA	Sig.A.	GG	Sig.G.	GA	Sig.A.
BA	BA.1	0,235	*	0,147	n.s.	0,257	**	0,150	n.s.
	BA.2	0,120	n.s.	0,140	n.s.	0,136	n.s.	0,134	n.s.
	BA.3	0,165	*	0,225	**	0,172	*	0,245	**
	BA.4	0,078	n.s.	0,198	*			0,187	n.s.
	BA.5	0,020	n.s.	0,021	n.s.				
	BA.6	0,008	n.s.	0,050	n.s.				
	BA.7	0,406	*** *	0,380	*** *	0,427	*** *	0,402	*** *
	BA.8	0,281	**	0,162	n.s.	0,307	**	0,181	*
BB	BB.1	0,181	n.s.	0,032	n.s.	0,195	n.s.		
	BB.2	0,100	n.s.	0,016	n.s.				
	BB.3	0,531	***	0,677	*** *	0,514	*** *	0,703	*** *
	BB.4	-0,170	n.s.	-0,225	n.s.			-0,217	n.s.
	BB.5	0,464	**	0,516	*** *	0,425	**	0,524	*** *
BC	BC.1	0,299	*	0,312	n.s.	0,299	*	0,308	n.s.
	BC.2	0,458	*** *	0,617	*** *	0,458	***	0,612	***
	BC.3	0,155	n.s.	-0,036	n.s.	0,155	n.s.		
	BC.4	0,239	n.s.	0,194	n.s.	0,239	n.s.	0,175	n.s.
BD	BD.1	0,251	n.s.	-0,067	n.s.	0,253	n.s.		
	BD.2	0,002	n.s.	0,041	n.s.				
	BD.3	0,587	**	0,882	*** *	0,587	***	0,865	*** *
	BD.4	0,317	n.s.	0,203	n.s.	0,317	n.s.	0,205	n.s.

n.s. → Wirkung nicht signifikant
 *, **, ***, *** → Wirkung auf dem 10%-, 5%-, 1%-, 0,1% -Niveau signifikant
 GG; Sig.G. → Gewichte bei Gesamtauswertung über alle Zielgruppen sowie dazugehörige Signifikanz
 GA; Sig.A. → Gewichte bei Analytensauswertung sowie dazugehörige Signifikanz

Tabelle 8.18: Höhe und Signifikanz der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ vor und nach Bereinigung der Skalen

● Prüfung auf Indikatorrelevanz

Tabelle 8.18 zeigt die Ergebnisse der Prüfung auf Indikatorrelevanz. Wie bereits bei der Analyse der Messmodelle der Sub-Dimensionen der wahrgenommenen Interaktionsqualität wird eine Auswertung über alle Zielgruppen hinweg (Spalte „GG“ für die Gewichte und „Sig.G.“ für die zugehörigen Signifikanz) und eine nur für Analysten (Spalte „GA“ für die Gewichte und „Sig.A.“ für die zugehörigen Signifikanz) durchgeführt.

● Prüfung auf Multikollinearität der Indikatoren

Die Prüfung auf Multikollinearität der Indikatoren eines Messmodells wird in zwei Schritten durchgeführt: Zunächst werden die paarweisen Abhängigkeiten mit Hilfe der Korrelations-

matrizen für die Gesamtauswertung (vgl. *Tabelle 8.19*) und für die Analystenauswertung (vgl. *Tabelle 8.20*) untersucht. Im zweiten Schritt wird dann unter Anwendung von Hilfsregressionen die Multikollinearität zwischen einem Indikator und allen anderen

Indikator	BA.1	BA.2	BA.3	BA.7	BA.8	BB.1	BB.3	BB.5	BC.1	BC.2	BC.3	BC.4	BD.1	BD.3	BD.4	
BA.1	1,00															
BA.2	0,34	1,00														
BA.3	0,56	0,50	1,00													
BA.7	0,54	0,47	0,45	1,00												
BA.8	0,49	0,28	0,32	0,53	1,00											
BB.1						1,00										
BB.3						0,73	1,00									
BB.5						0,60	0,62	1,00								
BC.1									1,00							
BC.2									0,73	1,00						
BC.3									0,64	0,55	1,00					
BC.4									0,66	0,61	0,75	1,00				
BD.1													1,00			
BD.3													0,58	1,00		
BD.4													0,46	0,66	1,00	

Tabelle 8.19: Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ auf paarweise Multikollinearität für die Gesamtauswertung

Indikator	BA.1	BA.2	BA.3	BA.4	BA.7	BA.8	BB.3	BB.4	BB.5	BC.1	BC.2	BC.4	BD.3	BD.4
BA.1	1,00													
BA.2	0,34	1,00												
BA.3	0,53	0,60	1,00											
BA.4	0,54	0,49	0,43	1,00										
BA.7	0,58	0,55	0,54	0,61	1,00									
BA.8	0,33	0,33	0,22	0,60	0,43	1,00								
BB.3							1,00							
BB.4							0,65	1,00						
BB.5							0,72	0,64	1,00					
BC.1										1,00				
BC.2										0,77	1,00			
BC.4										0,66	0,65	1,00		
BD.3													1,00	
BD.4													0,59	1,00

Tabelle 8.20: Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ auf paarweise Multikollinearität für die Analystenauswertung

Auswertung	Sub-Dimension BA		Sub-Dimension BB		Sub-Dimension BC		Sub-Dimension BD	
	Indikator	VIF	Indikator	VIF	Indikator	VIF	Indikator	VIF
Gesamt		1,86		2,32		2,65		1,53
Analysten	BA.1	1,84	BB.1		BC.1	2,76	BD.1	
Gesamt		1,48		2,42		2,28		2,14
Analysten	BA.2	1,89	BB.3	2,33	BC.2	2,70	BD.3	1,54
Gesamt		1,73				2,49		1,81
Analysten	BA.3	2,00	BB.4	1,94	BC.3		BD.4	1,54
Gesamt				1,77		2,71		
Analysten	BA.4	2,32	BB.5	2,31	BC.4	1,94		
Gesamt		1,85						
Analysten	BA.7	2,17						
Gesamt		1,51						
Analysten	BA.8	1,60						

Tabelle 8.21: Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ auf Multikollinearität mit Hilfe des Variance Inflation Factors

Indikatoren des gleichen Messmodells mit Hilfe des Variance Inflation Factors (VIF) beurteilt.

Festzuhalten bleibt, dass die Korrelationsmatrizen nicht auf hochgradige Multikollinearität schließen lassen. Der gesetzte Grenzwert von 0,9 wird in keinem Fall überschritten. Neben der Frage, ob zwei Indikatoren miteinander korrelieren, ist auch von Interesse, inwieweit ein Indikator durch andere Indikatoren des gleichen Messmodells bestimmt wird. Zur Beantwortung dieser Frage werden Hilfsregressionen für alle Indikatoren berechnet und der jeweilige Variance Inflation Factor bestimmt (vgl. *Tabelle 8.21*).

Auch die Berechnung des VIF lässt nicht auf erhebliche Multikollinearität schließen, da der Grenzwert von Zehn in keinem Fall auch nur annähernd erreicht wird.

Folglich kann davon ausgegangen werden, dass zwischen den nach Bereinigung verbliebenen Indikatoren ein ausreichendes Maß an Unabhängigkeit besteht.

• Prüfung auf nomologische Validität

Die Prüfung auf nomologische Validität der Messmodelle der Sub-Dimensionen erfolgt, indem der Einfluss der jeweiligen Sub-Dimension auf die primäre Dimension „wahrgenommene Informationsqualität“ analysiert wird. Für alle Sub-Dimensionen wird aufgrund theoretischer Überlegungen sowie geführter Expertengespräche ein positiver Zusammenhang angenommen. Von externer Validität wird ausgegangen, sofern das Vorzeichen des Pfadkoeffizienten dieser Vorhersage entspricht und der Pfadkoeffizient

signifikant ist. Angaben hierzu sowie das Bestimmtheitsmaß können für die Gesamtauswertung (Spalten mit der Bezeichnung „Ges.“) wie auch für die Analystenauswertung (Spalten mit der Bezeichnung „Anal.“) *Tabelle 8.22* entnommen werden.

Prüfgröße	Sub-Dimension BA		Sub-Dimension BB		Sub-Dimension BC		Sub-Dimension BD	
	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.
R ²	0,654	0,669	0,512	0,593	0,545	0,547	0,311	0,444
Vorzeichen	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Signifikanz	*	*	*	*	*	*	*	*

* → Wirkung signifikant auf dem 1%-Niveau
 ✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage
 Ges. → Gesamtauswertung über alle Zielgruppen; Anal. → Analystenauswertung

Tabelle 8.22: Prüfung der Indikatoren der Sub-Dimensionen der „wahrgenommenen Informationsqualität“ auf nomologische Validität

Da alle Forderungen erfüllt werden, kann von externer Validität der untersuchten Messmodelle ausgegangen werden.

8.4.2 Strukturmodell

Nach Überprüfung und Bereinigung der Messmodelle der Sub-Dimensionen stehen nun deren Beziehungen zur primären Dimension „wahrgenommene Informationsqualität“ im Mittelpunkt. Zur Analyse wird wiederum der in Abschnitt 7.2.3.4 erarbeitete Prüfprozess für Strukturmodelle herangezogen. Die Ergebnisse für die Gesamt- als auch für die Analystenauswertung finden sich in *Tabelle 8.23*.

Wird erneut gefordert, dass zumindest drei der vier Kriterien (t-Wert und Signifikanz werden als ein Kriterium gewertet) auf der Ebene der Sub-Dimensionen erfüllt sein müssen, damit ein relevanter Einfluss einer Sub-Dimension auf die primäre Dimension unterstellt werden kann, wird erneut deutlich, dass für einen Großteil der spezifizierten Sub-Dimensionen von einem solchen relevanten Einfluss ausgegangen werden kann (vgl. grau hinterlegte Sub-Dimensionen). Auch die Kriterien, die sich auf das Strukturmodell insgesamt beziehen (Bestimmtheitsmaß und Stone-Geisser-Test) deuten auf eine hohe Güte des Modells hin. Obwohl die Anpassungsgüte des Modells insgesamt für die Gesamt- wie auch für die Analystenauswertung als hoch zu beurteilen ist, gilt im Fall der wahrgenommenen Informationsqualität, wie auch schon bei der wahrgenommenen Interaktionsqualität, dass in Abhängigkeit von der betrachteten Zielgruppe unterschiedliche Sub-Dimensionen relevant sind. Auf mögliche Gründe hierfür wird im nächsten Abschnitt näher eingegangen.

Pfadkoeffizient von Sub-Dimension...	Auswertung	Höhe der Pfadkoeffizienten	t-Wert der Pfadkoeffizienten	Signifikanz Pfadkoeffizient	Vorzeichen = Vorhersage?	Effektgröße
BA	Gesamt	0,529	4,897	***	✓	0,26
	Analysten	0,417	3,996	***	✓	0,18
BB	Gesamt	0,092	0,935	n.s.	✓	0,01
	Analysten	0,252	2,610	***	✓	0,08
BC	Gesamt	0,249	2,430	**	✓	0,07
	Analysten	0,175	1,675	*	✓	0,04
BD	Gesamt	0,024	0,305	n.s.	✓	0,00
	Analysten	0,101	1,182	n.s.	✓	0,01
Bestimmtheitsmaß	Gesamt				0,691	
	Analysten				0,732	
Stone-Geisser-Test	Gesamt				0,577	
	Analysten				0,602	

n.s. → Wirkung nicht signifikant
 *, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau
 Graue Hinterlegung → relevanter Einfluss

Tabelle 8.23: Ergebnisse der Gütebeurteilung des Strukturmodells zwischen Sub-Dimensionen und „wahrgenommener Informationsqualität“ als primäre Dimension

8.4.3 Diskussion der Ergebnisse

In Abschnitt 8.4 wurde untersucht, woran Kapitalmarktteilnehmer allgemein und Analysten speziell ihre Beurteilung der Informationsqualität festmachen (Identifikation der Sub-Dimensionen). Weiterhin wurde analysiert, welche Aspekte darüber entscheiden, ob diesen identifizierten Qualitätsdeterminanten eine hohe oder eher eine geringe Güte zugesprochen wird, was die Treiber dieser Determinanten sind (Identifikation der Indikatoren der Sub-Dimensionen). Die Ergebnisse sind in den *Tabelle 8.24* und *Tabelle 8.25* dargestellt.

Sub-Dimension	Gewicht	Indikator	Gewicht
BA Wahrgenommene Entscheidungsrelevanz der Informationen	0,529	BA.7 Aktuelle Unternehmenssituation	0,427
		BA.8 Leistung von Regionen & Segmenten	0,307
		BA.1 Entwicklungsrichtung und Ziele	0,257
		BA.3 Immaterielle Vermögensgegenstände	0,172
		BA.2 Materielle Vermögensgegenstände	0,136
BC Wahrgenommene Verständlichkeit der Informationen	0,249	BC.2 Wirtschaftliche Tragweite einschätzbar	0,458
		BC.1 Klar erkennbare Bedeutung	0,299
		BC.4 Übersichtliche Darstellung	0,239
		BC.3 Unkomplizierte Formulierung	0,155

Anmerkung: sortiert nach abnehmender Relevanz

Tabelle 8.24: Übersicht über die aus Sicht aller Kapitalmarktteilnehmer relevanten Determinanten der „wahrgenommenen Informationsqualität“

Sub-Dimension	Gewicht	Indikator	Gewicht
BA Wahrgenommene Entscheidungsrelevanz der Informationen	0,417	BA.7 Aktuelle Unternehmenssituation	0,402
		BA.3 Immaterielle Vermögensgegenstände	0,245
		BA.4 Finanzielle Leistung	0,187
		BA.8 Leistung von Regionen & Segmenten	0,181
		BA.1 Entwicklungsrichtung und Ziele	0,150
		BA.2 Materielle Vermögensgegenstände	0,134
BB Wahrgenommene Verlässlichkeit der Informationen	0,252	BB.3 Tats. wirtschaftl. Verhältnisse erkennbar	0,703
		BB.5 Vollständigkeit der Information	0,524
		BB.4 Vorsichtigkeit der Darstellung	-0,217
BC Wahrgenommene Verständlichkeit der Informationen	0,175	BC.2 Wirtschaftliche Tragweite einschätzbar	0,612
		BC.1 Klar erkennbare Bedeutung	0,308
		BC.4 Übersichtliche Darstellung	0,175
Anmerkung: sortiert nach abnehmender Relevanz			

Tabelle 8.25: Übersicht über die aus Sicht der Analysten relevanten Determinanten der „wahrgenommenen Informationsqualität“

Unabhängig von der betrachteten IR-Zielgruppe wird die *Entscheidungsrelevanz* der bereitgestellten Informationen als das wichtigste Qualitätsmerkmal eingestuft. Dies entspricht den Ausführungen zu den konzeptionellen Rahmenkonzepten der Rechnungslegungssysteme, aus denen die geforderten qualitativen Charakteristika von Informationen abgeleitet wurden. Basierend auf dieser Erkenntnis kann festgehalten werden, dass bisherige Forschungsarbeiten, die sich meist auf die Erhebung der informationsbezogenen Anforderungen von Kapitalmarktteilnehmern konzentrieren, bezogen auf den Bereich der Informationsqualität den richtigen Schwerpunkt gesetzt haben. Damit steht diese Aussage jedoch nicht in Widerspruch zu den Ausführungen in Abschnitt 8.2.3. Die dort erhobene Kritik bleibt erhalten, da eine alleinige Konzentration auf den Bereich Informationsqualität den zweiten wichtigen Bereich, die Interaktionsqualität, vernachlässigt.

Auch hinsichtlich der Frage, was entscheidungsrelevante Informationen ausmacht, sind die Einschätzungen der Kapitalmarktteilnehmergruppen recht einheitlich. Allerdings wird ihnen eine unterschiedliche Bedeutung beigemessen. Zwar sind sich die Befragten einig, dass Informationen, die die *aktuelle Situation* des Unternehmens beschreiben, für ihre Entscheidungsfindung die höchste Relevanz haben. Hinsichtlich der Bedeutung von Informationen zu *immateriellen Vermögensgegenständen* gehen die Einschätzungen jedoch weit auseinander. Diese Bewertungsdiskrepanz kann auf die unterschiedlichen Beurteilungen hinsichtlich der Bedeutung dieser immateriellen Vermögensgegenstände für das wirtschaftliche Geschehen zurückgeführt werden. Während Analysten sich der hohen Bedeutung bewusst sind (vgl. Barth et al., 2001b), ist aufgrund geringerer Sachkenntnis für Teile der Privatanleger fraglich, ob sie diese Einschätzung richtig vor-

nehmen können. Damit eng verbunden ist die Frage, inwieweit ein Großteil privater Anleger Informationen zu immateriellen Vermögensgegenständen überhaupt bewerten und damit in ihre Kauf- oder Verkaufsentscheidung einbeziehen können. Einig sind sich die Kapitalmarktteilnehmer hingegen, dass *materielle Vermögensgegenstände* für ihre Entscheidungsfindung nur eine untergeordnete Rolle spielen. Weiterhin relevant sind für alle IR-Zielgruppen Informationen zu einzelnen Regionen und Segmenten sowie die langfristige Entwicklungsrichtung und Ziele des Unternehmens. Offen bleibt, warum Informationen zur *finanziellen Leistung* des Unternehmens für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer nur eine unbedeutende Entscheidungsrelevanz besitzen. Ein möglicher Erklärungsansatz stellt auf den hohen Standardisierungsgrad und die heute beinahe jederzeitige Verfügbarkeit dieser Informationen ab. Informationen zur finanziellen Leistungsfähigkeit werden demzufolge eher als unabdingbare Voraussetzung und weniger als Merkmal einer qualitativ hochwertigen Kapitalmarkt-kommunikation angesehen.

Weiterhin einig sind sich die verschiedenen Kapitalmarktteilnehmergruppen hinsichtlich der Bedeutung der *Verständlichkeit* der bereitgestellten Informationen. Diese spielt in der Qualitätswahrnehmung aller eine wichtige Rolle. Auch über die Frage, wann Informationen als verständlich gelten, herrscht weitgehend Einigkeit. Hier zeigt die Analyse, dass die Möglichkeit der Einschätzung der *wirtschaftlichen Tragweite* der bereitgestellten Informationen oberste Priorität hat. Zweitwichtigstes Kriterium, an dem die Verständlichkeit einer Information festgemacht wird, ist für alle Befragten die *klar erkennbare Bedeutung* der Information. Der für die Kapitalmarktteilnehmer verbleibende Spielraum bei der Interpretation der bereitgestellten Informationen sollte folglich so gering wie möglich sein. Ferner wird eine übersichtliche Darstellung von allen Befragten als wichtig eingestuft.

Erstaunlich ist, dass die wahrgenommene *Verlässlichkeit* der bereitgestellten Informationen aus Sicht der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer eine nur untergeordnete Rolle spielt (wobei die geforderten Schwellenwerte nur geringfügig unterschritten wurden). Eine mögliche Erklärung stellt auf das eher geringere Fachwissen und die fehlende Fähigkeit einer Verlässlichkeitseinschätzung besonders der Privatanleger ab. Sollten sich die Kapitalmarktteilnehmer dieses Mangels bewusst sein, ist nachvollziehbar, dass sie dieses von ihnen nicht beurteilbare Kriterium auch nicht in ihre Qualitätseinschätzung einbeziehen. Gestützt wird diese Argumentation dadurch, dass Analysten, die über das für eine entsprechende Beurteilung erforderliche Fachwissen verfügen, dieses Kriterium in ihre Qualitätseinschätzung aufnehmen. Für sie sind die bereitgestellten Informationen vor allem dann verlässlich, wenn durch sie die *tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse* erkennbar werden. Außerdem müssen aus Sicht der Analysten die bereitgestellten Informationen vollständig sein, damit sie als verlässlich wahrgenommen werden. Die Tatsache, dass eine *vorsichtige Darstellung des Geschäftsverlaufs* zu einer geringeren wahrgenommenen Verlässlichkeit und damit letztlich auch zu einer geringeren wahrgenommenen IR-Qualität führt, kann als Kritik an der deutschen Rechnungslegung nach HGB interpretiert wer-

den, die dem Vorsichtsprinzip ein international unüblich hohes Gewicht beimisst. So ist den Analysten eine an den tatsächlichen Verhältnissen orientierte Informationsaufbereitung wichtiger als eine konservativ am Vorsichtsprinzip ausgerichtete.

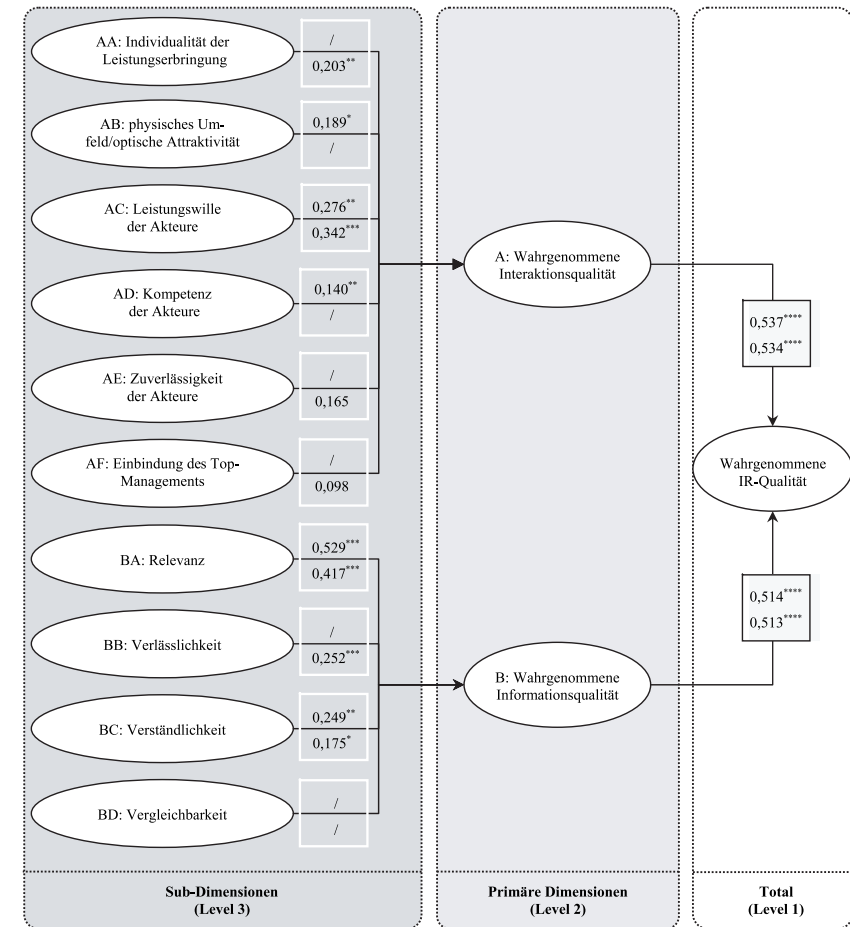
8.5 Zusammenfassende Darstellung des IR-Qualitätsmodells

In den vorangegangenen Abschnitten wurden die Determinanten der durch die Kapitalmarktteilnehmer wahrgenommenen IR-Qualität analysiert. Hierbei wurde von einer Zweiteilung der gesamten IR-Qualität in die beiden Qualitätsfacetten „wahrgenommene Interaktionsqualität“ und „wahrgenommene Informationsqualität“ ausgegangen, wobei erstere die funktionale Sichtweise und letztere die technische, ergebnisorientierte Komponente repräsentiert.

In *Abbildung 8.3* sind die Ergebnisse der empirischen Überprüfung noch einmal grafisch wiedergegeben. Die Darstellung weist die Wirkungsintensitäten der einzelnen Sub-Dimensionen auf die beiden genannten IR-Qualitätsfacetten (primäre Dimensionen) sowie die dazugehörigen Signifikanzen aus. Ist kein Signifikanzniveau angegeben, ist die entsprechende Wirkung dennoch auf dem 30 %-Niveau signifikant (vgl. hierzu auch Abschnitt 8.3.2). Angegeben wurden sowohl die Ergebnisse für die Gesamt- wie auch für die Analystenauswertung. Darüber hinaus zeigt die Abbildung die Wirkungen der beiden IR-Qualitätsfacetten auf die gesamte wahrgenommene IR-Qualität. Auch hier wurden die Ergebnisse aus der Gesamt- und aus der Analystenauswertung abgetragen. Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird auf eine Darstellung der reflektiven Messmodelle der primären Dimensionen verzichtet. Die relevanten Ergebnisse hierzu können Abschnitt 8.2.1 entnommen werden. Die Messmodelle der Sub-Dimensionen werden aus dem gleichen Grund nicht in die Abbildung aufgenommen. Verwiesen wird hier auf die Abschnitte 8.3.3 und 8.4.3, denen ebenfalls eine detaillierte Diskussion und Interpretation der Ergebnisse entnommen werden kann.

Die beiden wesentlichen Erkenntnisse der Analyse werden wie folgt zusammengefasst:

- Sowohl die wahrgenommene Interaktions- wie auch die wahrgenommene Informationsqualität haben einen erheblichen Einfluss auf die Einschätzung der gesamten IR-Qualität durch die Kapitalmarktteilnehmer. Dieses Ergebnis gilt unabhängig davon, welche Zielgruppe betrachtet wird.
- Welche Determinanten auf die Qualitätswahrnehmung der Interaktion bzw. Information wirken, ist in hohem Maß davon abhängig, welche Zielgruppe betrachtet wird. So wirkt z.B. die Individualität der Leistungserbringung positiv auf die wahrgenommene Interaktionsqualität der Analysten. Privatanleger hingegen messen den Ergebnissen zufolge dieser Determinante keine Bedeutung bei.



* ** *** **** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-, 0,1%-Niveau
 Wert in erster Zeile: Ergebnisse der Gesamtauswertung über alle Zielgruppen
 Wert in zweiter Zeile: Ergebnisse der Analystenauswertung
 / → kein Einfluss

Abbildung 8.3: Vollständiges IR-Qualitätsmodell bei Angabe der PLS-Pfadgewichte und Signifikanzen

9. Empirische Überprüfung der Wirkungen der Investor Relations-Qualität – Validierung des Investor Relations Wirkungsmodells

Nachdem bislang die *Determinanten* der IR-Qualität im Mittelpunkt standen, wird in den folgenden Abschnitten untersucht, welche *Wirkungen* die IR-Qualität hat. In einem ersten Schritt wird dargestellt, wie die verschiedenen Kapitalmarktteilnehmergruppen die einzelnen IR-Ziele hinsichtlich ihrer Beeinflussbarkeit mit Hilfe von IR-Arbeit direkt einschätzen (Abschnitt 9.1). Neben einer direkten Einschätzung kann dieser Beeinflussbarkeitsgrad auch indirekt ermittelt werden. Hierzu wird der Zusammenhang zwischen der wahrgenommenen IR-Qualität und verschiedenen, mit Hilfe von kapitalmarktorientierten Indikatoren gemessenen IR-Zielen analysiert. Als Grundlage dienen die in Abschnitt 6 bereits abgeleiteten Hypothesen, die in Abschnitt 9.2 überprüft werden.

9.1 Direkte Relevanzeinschätzungen einzelner Ziele durch die Kapitalmarktteilnehmer

Mit der IR-Arbeit von Unternehmen wird eine Vielzahl von Zielen verfolgt. Umfragen zur Bedeutung der einzelnen Ziele zeigen, dass mit IR-Aktivitäten nicht alle Ziele gleich gut erreicht werden können (vgl. zu einer Umfrage unter Analysten z.B. Wichels, 2002, S. 167; einen internationalen Vergleich bieten Eccles et al., 2001, S. 190ff.). Des Weiteren weisen die Ergebnisse darauf hin, dass die Möglichkeit der jeweiligen Zielerreichung von den verschiedenen Kapitalmarktteilnehmergruppen unterschiedlich eingeschätzt wird (vgl. z.B. Eccles/Mavrinac, 1995, S. 22f.). *Abbildung 9.1* skizziert die Einschätzung der Befragten zur Beeinflussbarkeit der IR-Ziele mittels IR-Maßnahmen. Im Rahmen dieser Befragung wird, wie aus der Abbildung ersichtlich, auf eine größere Anzahl vor-ökonomischer IR-Ziele Bezug genommen als im IR-Wirkungsmodell, das in den vorangegangenen Abschnitten hergeleitet wurde. Diese Abweichung in den untersuchten IR-Zielsystemen hat jedoch keinerlei Konsequenzen auf die weitere Vorgehensweise, da die (direkte) Relevanzeinschätzung durch die Kapitalmarktteilnehmer völlig losgelöst von dem eigentlichen Forschungsmodell der vorliegenden Arbeit ist. Die Einbeziehung dieser größeren Anzahl von IR-Zielen in diesem Teil der empirischen Erhebung ist das

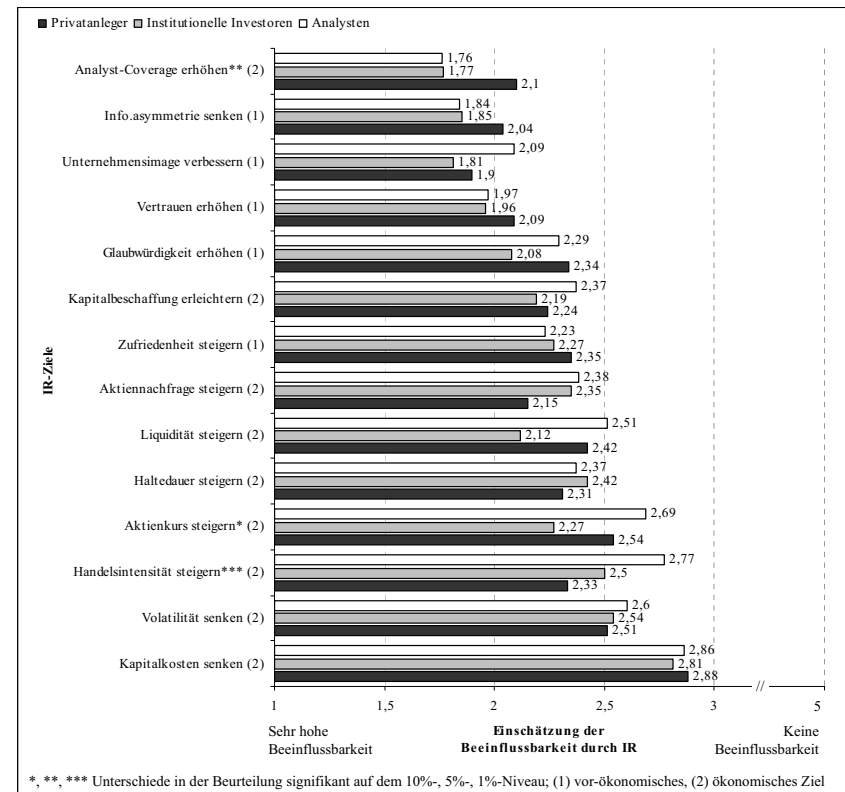


Abbildung 9.1: Einschätzung der Beeinflussbarkeit der IR-Ziele aus Sicht der IR-Zielgruppen

Ergebnis der Zielsetzung einer möglichst breit angelegten direkten Befragung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich der Frage, inwieweit die in der IR-Literatur am häufigsten genannten IR-Ziele tatsächlich mit Hilfe der IR-Arbeit beeinflusst werden können. Im Rahmen der Konzeption und der dazugehörigen empirischen Überprüfung des Wirkungsmodells kann aufgrund eines ansonsten zu hohen Komplexitätsgrades nur die Überprüfung einer Auswahl dieser IR-Ziele erfolgen, der Schwerpunkt liegt hierbei auf ökonomischen IR-Zielen.

Für die Beurteilung, inwieweit die Unterschiede in der Einschätzung der Beeinflussbarkeit durch die einzelnen Kapitalmarktteilnehmergruppen signifikant voneinander abweichen, wird der nicht-parametrische H-Test (Kruskal-Wallis-Test) herangezogen, der der Varianzanalyse zwischen mehr als zwei unabhängigen Gruppen (hier Analysten, institutionelle Anleger, Privatanleger) dient.

Erstens weisen die Ergebnisse darauf hin, dass die Kapitalmarktteilnehmer generell von einer mittleren bis hohen Beeinflussbarkeit der Ziele durch die IR-Arbeit ausgehen. In keinem Fall wird die Beeinflussbarkeit als gering oder nicht vorhanden eingestuft. Hier wird interessant sein, ob diese Einschätzungen auch mit den Ergebnissen der indirekten Ableitung der Beeinflussungsmöglichkeiten in den späteren Abschnitten übereinstimmen. Zweitens lässt sich festhalten, dass die Kapitalmarktteilnehmer von einer recht hohen Beeinflussbarkeit vor-ökonomischer IR-Ziele ausgehen, die Möglichkeit der Beeinflussung ökonomischer IR-Ziele wird dagegen geringer eingeschätzt. Eine Ausnahme bildet die Erhöhung der Analyst Coverage, wobei eine Einordnung dieses Ziels als ökonomisches IR-Ziel nicht eindeutig ist. Eine geringere Einschätzung der Beeinflussungsmöglichkeiten in Bezug auf die ökonomischen IR-Ziele impliziert jedoch nicht, dass damit IR-Arbeit für deren Erreichung ungeeignet ist. Vielmehr stellen vor-ökonomische Ziele die Grundlage für die Erreichung ökonomischer IR-Ziele dar. Da diese nach Ansicht der Kapitalmarktteilnehmer gut beeinflussbar sind, kann damit indirekt auf ökonomische IR-Ziele eingewirkt werden. Drittens zeigt sich eine recht hohe Homogenität der Einschätzungen durch die verschiedenen Kapitalmarktteilnehmergruppen. Lediglich die Beurteilungen der Einflussnahmemöglichkeiten auf die Analyst Coverage, den Aktienkurs sowie die Handelsintensität unterscheiden sich signifikant voneinander.

Von einer detaillierten Diskussion der Ergebnisse wird an dieser Stelle abgesehen, sie erfolgt im Rahmen der Hypothesenprüfung.

9.2 Analyse der direkten Wirkungen auf einzelne Ziele

In diesem Abschnitt werden jeweils einzelne Ausschnitte aus dem gesamten Strukturmodell betrachtet. Diese Vorgehensweise führt nicht zur isolierten Schätzung einzelner Teilmodelle, sondern es erfolgt stets eine Schätzung des Gesamtmodells. Einzig die Darstellung bezieht sich jeweils nur auf den spezifischen Beobachtungsbereich. Er entspricht dabei stets einer abhängigen Variablen mit ihren zugehörigen Einflussvariablen. Ein solches ‚Teilmodell‘ wird dann analysiert und um nicht relevante und/oder signifikante Zusammenhänge bereinigt. Diese Vorgehensweise dient der Komplexitätsreduktion der Darstellung.

In den Abschnitten zu den verschiedenen IR-Zielen werden sowohl die Ergebnisse aus der Anwendung des in Abschnitt 7.2.3.4 erarbeiteten Beurteilungsprozesses für Strukturmodelle dargestellt wie auch eine entsprechende Interpretation und Diskussion dieser Ergebnisse vorgenommen. Der Fokus richtet sich auf eine prägnante Erläuterung der wichtigsten Erkenntnisse. Für eine detaillierte Darstellung der jeweiligen Aspekte und Argumentationen wird auf die Hypothesenherleitungen in Abschnitt 6 verwiesen. Dort finden sich auch die relevanten Literaturhinweise.

9.2.1 Wirkungen auf das vor-ökonomische Ziel „Investor Relations-Zufriedenheit“

Die Wirkung der wahrgenommenen IR-Qualität auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten wird anhand zweier Modellspezifikationen überprüft. Mit Hilfe von Modell A wird der Einfluss der gesamten wahrgenommenen IR-Qualität analysiert. Modell B hingegen dient der Relevanzermittlung der einzelnen Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität hinsichtlich der IR-Zufriedenheit. Dieses zweite Modell ermöglicht eine differenziertere Analyse. Die Ergebnisse der Überprüfung von Modell A sind in *Tabelle 9.1* wiedergegeben, die aus der Analyse von Modell B in *Tabelle 9.2*.

Die Ergebnisse der Überprüfung von Modell A weisen für die Gesamt- wie auch für die Analystenauswertung auf eine sehr starke Abhängigkeit der IR-Zufriedenheit von der wahrgenommenen IR-Qualität hin. Ihnen zufolge erklärt die Qualität der IR-Arbeit ca. 70 % der gesamten Varianz der Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit der erbrachten IR-Leistung. Andere Faktoren neben der IR-Qualität spielen nur eine untergeordnete Rolle.

Nicht geklärt ist bislang, wie groß der jeweilige Beitrag der beiden Qualitätsfacetten ist. Hierüber gibt *Tabelle 9.2* Auskunft.

Sowohl für die Kapitalmarktteilnehmer insgesamt wie auch für die Analysten gilt, dass die wahrgenommene Interaktionsqualität einen wesentlich stärkeren Einfluss auf ihre Zufriedenheit ausübt als die wahrgenommene Informationsqualität. Dieses Ergebnis mag auf den ersten Blick erstaunen. Bei genauerer Analyse jedoch erscheint es plausibel. Wie bereits erläutert, wird es heute zunehmend schwieriger, sich mit Blick auf die Kapitalbeschaffung von anderen Unternehmen zu differenzieren. Die Informationsversorgung ist, auch wenn gewisse Freiheiten bestehen, rechtlich weitgehend durch Rechnungslegungsvorschriften determiniert. Daher besteht hinsichtlich der Informationsqualität und hier in Bezug auf die durch Rechnungslegungsvorschriften geregelten Informationsbereiche eine hohe Erwartungshaltung der Kapitalmarktteilnehmer (dies entspricht auch den Erkenntnissen in Abschnitt 8.4.3). Sie wiederum kann kaum übertroffen werden, weshalb auch keine Zufriedenheit entsteht. Diese Argumentation trifft vor allem für die Analysten zu, die an die Qualität besonders hohe Anforderungen stellen. Das Übertreffen dieser Anforderungen scheint, den empirischen Ergebnissen zufolge, kaum möglich zu sein, weshalb die wahrgenommene Informationsqualität auch keinen signifikanten Einfluss auf die IR-Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer ausübt. Wie bereits vorhergesagt: Eine positive Differenzierung über die Informationsqualität ist nicht möglich.

Anders sieht dies bei der Interaktionsqualität aus. Hier besteht den Ergebnissen zufolge Raum für die Schaffung von IR-Zufriedenheit bei den Kapitalmarktteilnehmern und für eine positive Abgrenzung von anderen Unternehmen im Wettbewerb um Kapital (vgl. zur Wettbewerbsrelevanz der Interaktionsqualität auch Takeuchi/Quelch, 1983, S. 143; Lewis, 1991, S. 47f.). Einen besonders hohen Einfluss hat die Interaktionsqualität auf die IR-Zufriedenheit der Analysten. Dies überzeugt, da Analysten im Gegensatz zu beispielsweise Privatanlegern in engem Kontakt mit den Unternehmen stehen und in stärkerem Maß auf eine hohe Qualität im Rahmen dieser Interaktion angewiesen sind.

Beurteilung der einzelnen Pfade											
Determinante	Hypothese	Höhe Pfadkoeffizienten		t-Wert		Signifikanz		Vorzeichen = Vorhersage?		Effektgröße	
		Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.
Gesamte w. IR-Qualität	H1	0,832	0,848	23,249	19,863	***	***	✓	✓	n.a.	n.a.
Gesamtbewertung											
Bestimmtheitsmaß (R ²)	Gesamt:					0,692					
	Analysten:					0,719					
*, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau ✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage Ges. → Gesamtauswertung über alle Zielgruppen; Anal. → Analystenauswertung Graue Hinterlegung → Hypothese angenommen											

Tabelle 9.1: Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der IR-Zufriedenheit bei Verwendung der gesamten wahrgenommenen IR-Qualität (Modell A)

Beurteilung der einzelnen Pfade											
Determinante	Hypothese	Höhe Pfadkoeffizienten		t-Wert		Signifikanz		Vorzeichen = Vorhersage?		Effektgröße	
		Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.	Ges.	Anal.
w. Interaktionsqualität	H2.1	0,656	0,831	6,986	10,627	**	***	✓	✓	0,05	0,92
w. Informationsqualität	H2.2	0,215	0,049	2,116	0,482	***	n.s.	✓	✓	0,50	0,00
Gesamtbewertung											
Bestimmtheitsmaß (R ²)	Gesamt:					0,705					
	Analysten:					0,761					
n.s. → Wirkung nicht signifikant *, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau ✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage Ges. → Gesamtauswertung über alle Zielgruppen; Anal. → Analystenauswertung Graue Hinterlegung → Hypothese angenommen											

Tabelle 9.2: Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der IR-Zufriedenheit bei Verwendung der einzelnen Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität (Modell B)

Beurteilung der einzelnen Pfade						
Determinante	Hypothese	Höhe Pfadkoeffizienten	t-Wert	Signifikanz	Vorzeichen = Vorhersage?	Effektgröße
w. Interaktionsqualität	H3.1	0,027	0,207	n.s.	✓	0,00
w. Informationsqualität	H3.2	-0,037	0,353	n.s.	×	0,00
IR-Zufriedenheit	H3.3	-0,072	0,766	n.s.	×	0,01
Volatilität	H3.4	-0,455	3,807	***	✓	0,32
Handelsintensität	H3.5	0,251	2,930	***	✓	0,10
Institutional Ownership	H3.6	-0,064	0,628	n.s.	✓	0,01
Analyst Following	H3.7	0,303	2,743	***	✓	0,12
Gesamtbewertung						
Bestimmtheitsmaß (R ²)	Vor Bereinigung			0,693		
	Nach Bereinigung			0,683		
w. Interaktionsqualität → wahrgenommene Interaktionsqualität w. Informationsqualität → wahrgenommene Informationsqualität n.s. → Wirkung nicht signifikant *, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau ✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage × → Vorzeichen entspricht nicht Vorhersage Graue Hinterlegung → Hypothese angenommen						

Tabelle 9.3: Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der Liquidität

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Hypothesen H₁ und H_{2.1} sowohl für die Kapitalmarktteilnehmer insgesamt wie auch für die Analysten angenommen werden können. Hypothese H_{2.2} hingegen muss für den Fall der Analystenauswertung verworfen werden, während sie für die Gesamtauswertung Gültigkeit zu besitzen scheint.

9.2.2 Wirkungen auf ökonomische, kapitalmarktorientierte Ziele

Bisher wurde bei den Analysen und der Darstellung der Ergebnisse zwischen Kapitalmarktteilnehmern in ihrer Gesamtheit und Analysten als Teilmenge dieser Gruppe unterschieden. Dies ist bei der Analyse kapitalmarktorientierter (ökonomischer) IR-Ziele nicht mehr möglich, da Entwicklungen am Kapitalmarkt, wie beispielsweise die Änderung der Volatilität einer Aktie, durch die Aktivitäten aller Kapitalmarktteilnehmer verursacht werden. Daher wird von einer speziellen Auswertung für Analysten im Folgenden abgesehen.

9.2.2.1 Wirkung auf die Liquidität

Tabelle 9.3 zeigt die Ergebnisse der empirischen Überprüfung der in Abschnitt 6.2.1 als Hypothesen formulierten Wirkungen auf die Liquidität.

Die Höhe der Pfadkoeffizienten und die zugehörigen Signifikanzen signalisieren, dass eine *direkte* Beeinflussung der Liquidität mit Hilfe von IR-Maßnahmen nicht möglich ist. Dies erscheint plausibel und deutet auf eine partielle Schwäche in der Ableitung der Hypothesen zu den direkten Wirkungszusammenhängen hin (diese Vermutung findet sich bereits in Abschnitt 6.2.2.3 im Rahmen der Ableitung des direkten Wirkungszusammenhangs zwischen dem Anteil institutioneller Investoren und der Volatilität). Die Liquidität ist das Ergebnis von Aktivitäten der verschiedenen Kapitalmarktakteure. Man stelle sich eine vereinfachte Prozesskette vor: IR-Leistungen werden von Kapitalmarktteilnehmern in Anspruch genommen. Diese bewerten die empfangenen Informationen und die Qualität der Interaktion. Hieraus leiten sie Entscheidungen ab, die sie in Aktivitäten, wie z.B. einen Anteilskauf, umsetzen. Erst diese Aktivitäten haben Auswirkungen auf die Liquidität einer Aktie. Folglich fungieren Variablen, beispielsweise die Handelsintensität, als Mediatorvariablen zwischen der wahrgenommenen IR-Qualität und der Liquidität einer Aktie (vgl. zu den Gesamteffekten der Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität, die sich aus direkten und indirekten Effekten ergeben, insb. Abschnitt 9.4.1). Diese empirische Beobachtung stimmt mit der als „methodologischer Individualismus“ bezeichneten Forschungsanweisung überein, nach der „alle sozialen Phänomene, insbesondere das Funktionieren der sozialen Institutionen, immer als das Resultat der Entscheidungen, Handlungen, Einstellungen menschlicher Individuen verstanden werden sollten“ (Popper, 2000, S. 348; vgl. zur Anwendung und zur Beziehung zu anderen Ansätzen ausführlich z.B. Gerecke, 1998, S. 158ff.; vgl. hierzu auch die Aussagen über das aktorsbasierte Modell z.B. bei Meyer, 2005; Meyer/Heine, 2005).

Bestätigt werden kann hingegen der negative Einfluss der *Volatilität* auf die Liquidität. Der Einfluss ist sehr stark und hochgradig signifikant. Folglich kann davon ausgegangen werden, dass sich, wie im Rahmen der Hypothesenherleitung bereits erläutert, die Schwankungsintensität einer Aktie negativ auf die Funktion des Market Makers auswirkt. Dieser ist dazu verpflichtet, jederzeit die an ihn herangetragenen An- und Verkaufsforderungen der Kapitalmarktteilnehmer zu erfüllen. Um dieser Funktion gerecht zu werden, muss er einen gewissen Bestand an Wertpapieren halten. Je höher nun die Volatilität des entsprechenden Wertpapiers, desto höher ist das Risiko, dem der Market Maker hinsichtlich seines Aktienbestandes ausgesetzt ist (die Inventory Holding Costs steigen). Zur Kompensation dieses Risikos erhöht der Market Maker den Bid Ask Spread, wodurch die Liquidität sinkt.

Bestätigt werden kann auch der positive Einfluss einer hohen *Handelsintensität* auf die Liquidität eines Wertpapiers. Je höher die Handelsintensität, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich An- und Verkaufsforderungen der Marktteilnehmer ohne Einwirken des Market Makers ausgleichen. Dies reduziert den erforderlichen Wertpapierbestand auf Seiten des Market Makers, was wiederum zu geringen Inventory Holding Costs führt. Die Kostenreduktion gibt der Market Maker in Form von geringeren Bid Ask Spreads an die Kapitalmarktteilnehmer weiter, was eine erhöhte Liquidität zur Folge hat.

Nicht signifikant ist der negative Einfluss des *Anteils institutioneller Investoren* auf die Liquidität, wobei zumindest das Vorzeichen mit der Vorhersage übereinstimmt. Die Ergebnisse (wenn auch nicht signifikant) weisen darauf hin, dass ein hoher Anteil institutioneller Investoren zu einem Anstieg des Risikos auf Seiten des Market Makers führt, das er auf die Kapitalmarktteilnehmer als seine Nachfrager in Form höherer Bid Ask Spreads weiterreichen wird.

Festgestellt werden kann auch ein positiver Einfluss der *Intensität der Analystenbeobachtung* auf die Liquidität. Er lässt sich darauf zurückführen, dass Analysten private Informationen öffentlich verfügbar machen. Damit werden sie für alle Marktteilnehmer, also auch für den Market Maker, zugänglich. Dies hat den aus Sicht des Market Makers positiven Effekt zur Folge, dass die Wahrscheinlichkeit sinkt, mit einem besser informierten Marktpartner zu handeln und im Zuge einer solchen Transaktion Verluste zu generieren. Die auf diese Weise reduzierten Adverse Selection Costs werden vom Market Maker in einen geringen Spread umgesetzt, wodurch die Liquidität steigt. Dieser durch die Informationsversorgung verursachte Vorteil liegt aber nur dann vor, wenn der Informationsstand des Market Makers durch die Analystentätigkeit stärker ausgebaut wird als der seiner Marktpartner. Den empirischen Ergebnissen der vorliegenden Arbeit zufolge scheint dies der Fall zu sein.

Als Fazit kann festgehalten werden, dass das spezifizierte Modell auch nach Bereinigung mit einer Varianzerklärung von über 68 % hinsichtlich der Liquidität eine sehr hohe Güte aufweist.

9.2.2.2 Wirkung auf die Volatilität

Die Ergebnisse der Überprüfungen der in Abschnitt 6.2.2 vorhergesagten Wirkungen auf die Volatilität sind in *Tabelle 9.4* dargestellt.

Die Ergebnisse weisen wie im Fall der Liquidität darauf hin, dass eine direkte Beeinflussung der Volatilität durch die IR-Arbeit nicht möglich ist. Die Gewichte der Pfade zwischen den Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität und der IR-Zufriedenheit auf der einen und der Volatilität auf der anderen Seite sind durchweg nicht signifikant. Eine Wirkung der IR-Aktivitäten auf die Volatilität ist den Ergebnissen zufolge nur indirekt möglich, denn auch für die Volatilität gilt, dass sie ein Ergebnis der Aktivitäten der Kapitalmarktakteure ist.

Bestätigt werden kann die positive Wirkung der *Handelsintensität* auf die Volatilität einer Aktie. Mit Hinweis auf die in Abschnitt 6.2.2.3 enthaltene Erklärung zum möglichen Wirkungszusammenhang sei an dieser Stelle Folgendes erläutert: Das Ergebnis deutet darauf hin, dass die für den Anstieg der Volatilität verantwortliche Handelsintensität durch

eine eher an Quantität als an Qualität ausgerichtete IR-Arbeit induziert wird, woraus gefolgert werden kann, dass zur Vermeidung dieses unerwünschten Effektes künftig ein größerer Anteil der IR-Aktivitäten auf die inhaltliche Interpretation der bereitgestellten Informationen gelegt werden sollte. So kann Unsicherheiten am Kapitalmarkt und einer für Volatilität verantwortlichen Erwartungsheterogenität vorgebeugt werden.

Des Weiteren verdeutlichen die empirischen Ergebnisse, dass ein hoher *Anteil institutioneller Investoren* zu einer hohen Volatilität führt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass dieser hohe Anteil institutioneller Investoren (Institutional Ownership) mit einem geringen Free Float als dem Aktienanteil, der nicht in festem Besitz und damit frei zum Handel verfügbar ist, einhergeht. Anders formuliert: Institutionelle Investoren entziehen dem Markt frei handelbare Aktien. Daraus folgt, dass bereits kleinere Anteilskäufe oder -verkäufe einen erheblichen Preiseffekt haben können. Ein hoher Anteil institutioneller Investoren wirkt also verstärkend auf die Volatilität der Aktie. Diese Argumentation setzt jedoch einen bestimmten Typus des institutionellen Investors voraus. Grundsätzlich können, wie im Rahmen der Hypothesenherleitung in Abschnitt 6 bereits ausführlich dargestellt, drei Gruppen institutioneller Investoren unterschieden werden: Eine Gruppe sind die transitorischen institutionellen Investoren. Sie sind an kurzfristigen Gewinnen orientiert und gekennzeichnet durch hohe Handelsaktivitäten. Von diesen werden Dedicated Institutions unterschieden, die nur selten handeln und große Aktienpakete halten. Die Quasi Indexer, die breit diversifizierte Portfolios halten und ebenfalls nur selten handeln, bilden die dritte Gruppe. Die

Beurteilung der einzelnen Pfade						
Determinante	Hypothese	Höhe Pfadkoeffizienten	t-Wert	Signifikanz	Vorzeichen = Vorhersage?	Effektgröße
w. Interaktionsqualität	H4.1	0,177	1,520	n.s.	×	0,02
w. Informationsqualität	H4.2	0,000	0,003	n.s.	×	0,00
IR-Zufriedenheit	H4.3	-0,034	0,310	n.s.	✓	0,00
Handelsintensität	H4.4a,b	0,390	4,049	***	a) ✓	0,19
Institutional Ownership	H4.5a-c	0,265	2,308	**	a) ✓	0,09
Analyst Following	H4.6	-0,700	11,487	***	✓	0,72
Gesamtbeurteilung						
Bestimmtheitsmaß (R ²)	Vor Bereinigung			0,525		
	Nach Bereinigung			0,506		
w. Interaktionsqualität → wahrgenommene Interaktionsqualität						
w. Informationsqualität → wahrgenommene Informationsqualität						
n.s. → Wirkung nicht signifikant						
*, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau						
✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage						
× → Vorzeichen entspricht nicht Vorhersage						
Graue Hinterlegung → Hypothese angenommen						

Tabelle 9.4: Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der Volatilität

weiter oben geführte Argumentation impliziert, dass die hier erfassten institutionellen Investoren entweder zur Gruppe der Dedicated Institutions oder zu den Quasi Indexern gehören. Die von Thomson Financial als Bereitsteller der Angaben zu den Institutional Holdings gelieferte Abgrenzung weist auf diese Gruppenzugehörigkeit hin. So werden als Institutional Holdings nur solche Beteiligungen gewertet, die mindestens 5 % des Aktienkapitals ausmachen. Zudem ist bezeichnend, dass Thomson Financial die Begriffe „Institutional Holding“ und „Strategic Holding“ synonym verwendet. Aufgrund der 5 %-Grenze und der Bezeichnung als Strategic Holding kann davon ausgegangen werden, dass sich der erfasste institutionelle Anteilsbesitz nicht auf transitorische Investoren, sondern auf strategische Anleger der Dedicated Institutions oder Quasi Indexer bezieht. Diese Annahme wird dadurch gestützt, dass die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Arbeit einen negativen Zusammenhang zwischen dem Anteil institutioneller Investoren und der Handelsintensität zeigen. Auch dies deutet, wie weiter unten erläutert wird, auf ein langfristiges, strategisches Engagement der erfassten institutionellen Investoren hin.

Die Hypothese zur negativen Wirkung der *Intensität der Analystenbeobachtung* auf die Volatilität wird ebenfalls empirisch nachgewiesen. Dieser Zusammenhang wird mit der Funktion der Analysten begründet, die der Funktion der IR-Arbeit von Unternehmen sehr ähnlich ist. Daher entsprechen sich auch weitgehend der Erklärungsansatz zur Wirkung der IR-Arbeit auf die Volatilität auf der einen und der Ansatz zur Wirkung der Intensität der Analystenbeobachtung auf die Volatilität auf der anderen Seite. Die Arbeit der Analysten führt zu einer Reduktion der Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmen und dem Kapitalmarkt und zwischen den verschiedenen Kapitalmarktteilnehmern. Eine solche Annäherung der Informationsstände der verschiedenen Kapitalmarktakteure führt zu einer Annäherung der Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der korrekten Bewertung des Wertpapiers, was wiederum zu einer geringen Schwankungsintensität des entsprechenden Wertpapiers beisteuert. Offen bleibt jedoch, warum die Intensität der Analystenbeobachtung im Gegensatz zur Informationsversorgung durch das Unternehmen einen direkten Einfluss auf die Volatilität ausüben kann.

Die nach Bereinigung des Modells verbliebenen Determinanten vermögen über 50 % der Varianz der Volatilität zu erklären. Daher kann der Erklärungsgehalt dieses Partialmodells als sehr hoch beurteilt werden.

9.2.2.3 Wirkung auf die Handelsintensität

Im nächsten Schritt werden die direkten Wirkungen auf die Handelsintensität untersucht. Die Ergebnisse dieser Analysephase sind in *Tabelle 9.5* zusammengefasst.

Die Handelsintensität ist innerhalb der IR-Zielhierarchie unterhalb bzw. vor den untersuchten IR-Zielgrößen Volatilität und Liquidität angesiedelt. Sie stellt eine direkt durch

IR-Arbeit beeinflussbare Größe dar und ist Ergebnis der Verarbeitung der von IR-Mitarbeitern oder Analysten bereitgestellten Informationen durch die Kapitalmarktteilnehmer. Eine solche Informationsverarbeitung mündet in Kauf- oder Verkaufsentscheidungen, was wiederum die Handelsintensität determiniert.

Dem entsprechend kann auch ein direkter Einfluss der *wahrgenommenen Informationsqualität* auf die Handelsintensität abgelesen werden. Die Ergebnisse zeigen, dass eine Verbesserung der durch die Kapitalmarktteilnehmer wahrgenommenen Informationsqualität zu einer Erhöhung der Handelsintensität führt. Eine Begründung für diesen Zusammenhang stellt auf die Annahme ab, dass mit sinkender Informationsasymmetrie bei einem bestimmten Wertpapier aufgrund eines möglicherweise nur empfundenen reduzierten Adverse Selection-Risikos die entsprechende Transaktionsbereitschaft zunimmt. Ein solches Verhalten deutet auf ein nicht immer rationales Verhalten der Kapitalmarktakteure hin. Wie in Abschnitt 6.2.3.1 dargestellt, verändert sich durch eine für alle Kapitalmarktteilnehmer gleichermaßen zugängliche Informationsversorgung der relative Informationsstand, also das individuelle Informationsniveau, im Vergleich zu dem anderer nicht. Allerdings steigt mit besserer Informationsverfügbarkeit das Sicherheitsgefühl des einzelnen Kapitalmarktteilnehmers, wodurch das empfundene Risiko der adversen Selektion sinkt und die Bereitschaft zum Handeln steigt. Die Behavioral Finance-Theorie baut auf diesen Kontext auf und bietet ein hohes Erklärungspotenzial für das teilweise irrationale Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer.

Beurteilung der einzelnen Pfade						
Determinante	Hypothese	Höhe Pfadkoeffizienten	t-Wert	Signifikanz	Vorzeichen = Vorhersage?	Effektgröße
w. Interaktionsqualität	H5.1	-0,039	0,249	n.s.	×	0,00
w. Informationsqualität	H5.2	0,291	2,112	**	✓	0,05
IR-Zufriedenheit	H5.3	0,006	0,052	n.s.	✓	0,00
Institutional Ownership	H5.4a-c	-0,388	4,113	***	b) ✓	0,20
Analyst Following	H5.5	0,321	3,506	***	✓	0,14
Gesamtbeurteilung						
Bestimmtheitsmaß (R ²)	Vor Bereinigung			0,421		
	Nach Bereinigung			0,420		
w. Interaktionsqualität → wahrgenommene Interaktionsqualität w. Informationsqualität → wahrgenommene Informationsqualität n.s. → Wirkung nicht signifikant *, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau ✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage × → Vorzeichen entspricht nicht Vorhersage Graue Hinterlegung → Hypothese angenommen						

Tabelle 9.5: Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der Handelsintensität

Als weitere Einflussgröße der Handelsintensität kann der *Anteil institutioneller Investoren* benannt werden. Je größer der Anteilsbesitz der institutionellen Investoren ist, desto geringer fällt die Handelsintensität aus. Diese negative Beziehung liegt dann vor, wenn die von den institutionellen Investoren gehaltenen Anteile aufgrund strategischer Überlegungen erworben werden. In diesem Fall verbleiben die Anteile langfristig im Portfolio des institutionellen Investors, wodurch die Handelsintensität sinkt. Eine solche Anlagestrategie ist auf langfristige Gewinne ausgelegt. Dies lässt darauf schließen, dass die in der Arbeit als institutionelle Investoren gekennzeichneten Anleger zu den Quasi Indexern oder den Dedicated Institutions gehören (vgl. dazu Abschnitt 6.2.4). Transitorische institutionelle Investoren, die sich durch eine kurzfristige Gewinnorientierung auszeichnen, tragen eher zu einer Erhöhung der Handelsintensität bei. Ihnen ist eine starke Handelsaktivität zu Eigen. Wie in Abschnitt 9.2.2.3 erläutert wurde, werden nur Strategic Holdings, die mindestens einem Anteil von 5 % des Aktienkapitals entsprechen, zur Berechnung des Anteils institutioneller Investoren herangezogen. Daher ist von einer Zugehörigkeit zu den beiden genannten, langfristig orientierten Gruppen institutioneller Investoren auszugehen. Dass solche strategischen Investitionen einen negativen Einfluss auf die Handelsintensität ausüben, ist nachvollziehbar.

Der positive Einfluss einer *intensiven Analystenbeobachtung* auf die Handelsintensität kann analog zum Einfluss der wahrgenommenen Informationsqualität erklärt werden: Analysten dienen, wie die IR-Arbeit von Unternehmen auch, der Versorgung des Kapitalmarkts mit Informationen. Diese Informationsversorgung führt zu einer Reduktion bestehender Informationsasymmetrien, was wiederum eine Verringerung des (empfundenen) Adverse Selection-Risikos zur Folge hat. Daraus ergibt sich eine gesteigerte Transaktionsbereitschaft bei den Kapitalmarktteilnehmern, wodurch die Handelsintensität steigt. Von einem Anstieg der Handelsintensität aufgrund gesteigerter Erwartungsheterogenität der Kapitalmarktteilnehmer kann hier nicht ausgegangen werden, da von Analysten bereitgestellte Informationen gerade der Interpretation von Unternehmensinformationen dienen und damit geeignet sind Erwartungen anzunähern.

Abschließend sei auf den hohen Erklärungsgehalt des Modells hinsichtlich der Handelsintensität hingewiesen. Mit Hilfe des bereinigten Modells können noch 42 % der Änderungen der Handelsintensität erklärt werden.

9.2.2.4 Wirkung auf den Anteil institutioneller Investoren

In diesem Abschnitt werden die hypothetischen Wirkungen auf den Anteil institutioneller Investoren untersucht. Die Ergebnisse dieser Analysephase sind in *Tabelle 9.6* zusammengefasst.

Insgesamt deuten die Ergebnisse in *Tabelle 9.6* darauf hin, dass mit Hilfe der IR-Aktivitäten eine Beeinflussung von Kauf- oder Verkaufsentscheidungen institutioneller Investoren kaum

möglich ist. Es kann weder ein signifikanter Zusammenhang zwischen den *Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität* und dem Anteilsbesitz institutioneller Investoren nachgewiesen werden noch eine relevante Wirkung der *IR-Zufriedenheit*. Allerdings signalisieren die Ergebnisse, wenn auch nicht signifikant, eine schwache Wirkung der wahrgenommenen Informationsqualität. Dieser insgesamt geringe Einfluss kann darauf zurückgeführt werden, dass institutionelle Investoren meist eigenes Research betreiben (Buy Side Research) und damit auf die Informationsversorgung durch die IR-Arbeit weniger stark angewiesen sind als beispielsweise Privatanleger, die über keine vergleichbaren Möglichkeiten verfügen. Insbesondere die Notwendigkeit einer Aufbereitung bzw. Interpretation der Informationen durch die IR-Mitarbeiter entfällt aus Sicht der institutionellen Investoren weitgehend (wobei erneut darauf hingewiesen wird, dass das Unterlassen einer Interpretation Erwartungsasymmetrien und damit erwünschte Effekte beispielsweise auf die Volatilität hervorrufen kann). Zudem beruht die geringe Relevanz der IR-Qualität hinsichtlich der Kauf- oder Verkaufsentscheidung institutioneller Investoren auf deren ausgeprägter Renditeorientierung. Ausschlaggebend bei ihrer Investitionsentscheidung ist weniger die Qualität der IR-Arbeit als vielmehr die aufgrund fundamentaler Entwicklungen erwartete Rendite. Demnach sind die Möglichkeiten einer positiven Beeinflussung der Investitionsentscheidung durch IR-Arbeit begrenzt. Wie Anmerkungen der Studienteilnehmer immer wieder gezeigt haben, erwarten die Kapitalmarktteilnehmer eine so hohe IR-Qualität, dass ein Übertreffen dieser Erwartungen und damit eine positive Beeinflussung ihrer Kaufentscheidungen kaum möglich zu sein scheint.

Beurteilung der einzelnen Pfade						
Determinante	Hypothese	Höhe Pfadkoeffizienten	t-Wert	Signifikanz	Vorzeichen = Vorhersage?	Effektgröße
w. Interaktionsqualität	H6.1	-0,206	1,060	n.s.	×	0,03
w. Informationsqualität	H6.2	0,109	1,187	n.s.	✓	0,29
IR-Zufriedenheit	H6.3	0,151	1,088	n.s.	✓	0,01
Analyst Following	H6.4	-0,434	5,711	***	×	0,24
Gesamtbeurteilung						
Bestimmtheitsmaß (R ²)	Vor Bereinigung			0,106		
	Nach Bereinigung			0,012		
w. Interaktionsqualität → wahrgenommene Interaktionsqualität w. Informationsqualität → wahrgenommene Informationsqualität n.s. → Wirkung nicht signifikant *, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau ✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage × → Vorzeichen entspricht nicht Vorhersage Graue Hinterlegung → Hypothese angenommen						

Tabelle 9.6: Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung des Anteils institutioneller Investoren (*Institutional Ownership*)

Hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen der *Intensität der Analystenbeobachtung* und dem Anteil institutioneller Investoren wurden in Abschnitt 6.2 zwei alternative Hypothesen formuliert, da eine Festlegung auf eine Wirkungsrichtung aufgrund theoretischer Überlegungen nicht möglich war. Den Ausführungen zufolge ist eine positive Wirkung der Analystenbeobachtung auf den Anteilsbesitz institutioneller Investoren ebenso denkbar wie eine Wirkung der institutionellen Investoren auf die Analystenbeobachtung. Der erste Fall, hier Gegenstand der empirischen Überprüfung, geht davon aus, dass institutionelle Investoren tendenziell solche Unternehmen bevorzugen, die sie aufgrund der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen adäquat beurteilen können. In einem solchen Fall ist das Adverse Selection-Risiko auf Seiten des institutionellen Investors gering. Das ihm zur Verfügung stehende Informationsset wird zum einen durch die IR-Aktivitäten des Unternehmens selbst und zum anderen durch die Tätigkeit der Analysten determiniert. Je intensiver die Analystenbeobachtung, so die Annahme, die in die Formulierung der Hypothese mündete, desto höher ist der Informationsstand der institutionellen Investoren über das betreffende Unternehmen und desto eher werden sie sich an diesem Unternehmen beteiligen. Diese Hypothese kann nicht bestätigt werden. Daher wird in Abschnitt 9.2.2.5 die Hypothese, die eine umgekehrte Wirkungsrichtung vorhersagt, getestet.

Insgesamt erfolgte eine vollständige Elimination aller Einflussgrößen, für die eine Wirkung auf den Anteilsbesitz der institutionellen Investoren vorhergesagt wurde. Damit wird der Anteil institutioneller Investoren mit Hilfe des vorliegenden Modells nicht mehr vorhergesagt, er ist folglich nicht länger modellendogen, sondern wird als modellexogene Variable in das Gesamtmodell eingebunden.

9.2.2.5 Wirkung auf die Intensität der Analystenbeobachtung

Als letzte in dieser Arbeit berücksichtigte IR-Zielgröße wird die Intensität der Analystenbeobachtung genauer analysiert. Die Ergebnisse der empirischen Überprüfung der in das Modell einbezogenen Determinanten finden sich in *Tabelle 9.7*.

Die Intensität, mit der ein Unternehmen von Analysten beobachtet wird, ist grundsätzlich für eine direkte Beeinflussung durch IR-Arbeit gut geeignet. Hierfür spricht wie im Fall der Handelsintensität die „tiefe“ Anordnung dieser IR-Zielgröße innerhalb der IR-Zielhierarchie. Auf die Entscheidung, ob ein Analyst ein Unternehmen für die Beobachtung als geeignet erachtet, kann vom Unternehmen unmittelbar mittels IR-Arbeit eingewirkt werden. Damit unterscheidet sich diese IR-Zielgröße von Zielgrößen wie beispielsweise Liquidität oder Volatilität, die nur indirekt, über Mediatoren wie die Intensität der Analystenbeobachtung, vom Unternehmen beeinflusst werden können.

Diese Überlegung wird durch die empirischen Befunde gestützt. So hat zwar die *wahrgenommene Interaktionsqualität* keinen signifikanten Einfluss auf das Analyst Following.

Die *wahrgenommene Informationsqualität* hingegen übt einen positiven und signifikanten Einfluss aus. Diese Ergebnisse weisen darauf hin, dass die Entscheidung der Analysten für oder gegen die Beobachtung eines bestimmten Unternehmens primär von finanziellen Interessen geprägt ist. Die Informationserstellung durch den Analysten ist für ihn mit Kosten verbunden. Diese Kosten werden mit steigender Informationsqualität sinken, da weniger Eigenleistung des Analysten erforderlich wird – eine Beobachtung ist für den Analysten attraktiver. Es sei an dieser Stelle auf den scheinbaren Widerspruch zu den Ergebnissen im Rahmen der Prüfung der beiden Qualitätsfacetten „wahrgenommene Informationsqualität“ und „wahrgenommene Interaktionsqualität“ auf Relevanz hinsichtlich der gesamten wahrgenommenen IR-Qualität in Abschnitt 8.2.2 hingewiesen. Dort konnte gezeigt werden, dass für die Qualitätseinschätzung der Analysten die wahrgenommene Interaktionsqualität eine ebenso hohe Bedeutung hat wie die wahrgenommene Informationsqualität. Dies sollte allerdings weniger als Widerspruch zu den Ergebnissen des vorliegenden Abschnitts gewertet werden, sondern als Zeichen dafür, dass Analysten andere Faktoren in ihre Entscheidung, ein Unternehmen zu beobachten, einbeziehen als in ihre Qualitätseinschätzung hinsichtlich der IR-Leistung.

Des Weiteren zeigen die Ergebnisse, dass die Größe des von *institutionellen Investoren gehaltenen Anteils* einen hoch signifikanten und stark negativen Einfluss auf das Analyst Following hat. Damit wird Hypothese H 7.4_b bestätigt, die besagt, dass ein hoher Anteil institutioneller Investoren zu einer geringeren Nachfrage nach Researchleistungen und in der Konsequenz zu einer geringeren Intensität der Analystenbeobachtung führt. Hierfür verantwort-

Beurteilung der einzelnen Pfade						
Determinante	Hypothese	Höhe Pfadkoeffizienten	t-Wert	Signifikanz	Vorzeichen = Vorhersage?	Effektgröße
w. Interaktionsqualität	H7.1	-0,102	0,614	n.s.	×	0,00
w. Informationsqualität	H7.2	0,273	1,765	*	✓	0,03
IR-Zufriedenheit	H7.3	-0,079	0,501	n.s.	×	0,00
Institutional Ownership	H7.4a,b	-0,443	5,931	***	b) ✓	0,24
Gesamtbeurteilung						
Bestimmtheitsmaß (R ²)	Vor Bereinigung			0,209		
	Nach Bereinigung			0,198		
w. Interaktionsqualität → wahrgenommene Interaktionsqualität w. Informationsqualität → wahrgenommene Informationsqualität n.s. → Wirkung nicht signifikant *, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau ✓ → Vorzeichen entspricht Vorhersage × → Vorzeichen entspricht nicht Vorhersage Graue Hinterlegung → Hypothese angenommen						

Tabelle 9.7: Ergebnisse der Analyse des Modells zur Erklärung der Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following)

lich ist der Faktor, dass die institutionellen Investoren die Informationsgenerierung bzw. das Research selbst übernehmen. Dieses Buy Side Research verdrängt die Nachfrage nach einer Analystentätigkeit. Ein solches Verhalten der institutionellen Investoren erscheint sinnvoll: Zum einen können sie durch eigene Leistungserbringung ihre Kosten der Informationsbeschaffung senken. Zum anderen entgehen sie so möglichen Moral Hazard-Problemen, die dadurch entstehen können, dass die beobachtenden Analysten in ihrer Entscheidung nicht völlig frei sind. Diese bieten meist nicht nur Researchleistungen für Kapitalmarktteilnehmer an, vielfach gehören auch andere Dienstleistungen, wie z.B. die Betreuung von Unternehmen im Rahmen einer Kapitalerhöhung, zu ihrem Leistungsspektrum. Um die Wahrscheinlichkeit der Auftragserteilung für eine solche, nicht researchbezogene Dienstleistung zu erhöhen, ist es durchaus denkbar, dass die Darstellung des betreffenden Unternehmens in einer für das Unternehmen wohlwollenden Form geschieht. Die Qualität so generierter Informationen entspricht nicht den Anforderungen der institutionellen Investoren, so dass diese ihren Informationsbedarf lieber durch Eigenleistung decken.

Der Erklärungsgehalt des spezifizierten und bereinigten Modells von ca. 20 % weist darauf hin, dass neben den einbezogenen noch andere Faktoren einen erheblichen Einfluss auf das Analyst Following ausüben.

9.3 Modellvalidierung mit Hilfe eines Methodenvergleichs

Ein wesentlicher Nachteil der Modellanalyse mit Hilfe des PLS-Ansatzes resultiert aus den eingeschränkten Möglichkeiten der Gütebeurteilung. Eine Beurteilung des Modells in seiner Gesamtheit ist nicht möglich. Es können lediglich, wie in der Arbeit geschehen, einzelne Pfade oder Ausschnitte des Modells separat überprüft werden. Dies geht auf die nicht vorhandene (Normal-)Verteilungsannahme im Rahmen des PLS-Ansatzes zurück. Liegen keine Verteilungsannahmen vor, können auch keine inferenzstatistischen Tests angewendet werden (vgl. Scholderer/Balderjahn, 2005, S. 91). Einzig durch Anwendung von Resampling-Verfahren können zumindest die Standardfehler der Parameterschätzungen ermittelt und entsprechende Signifikanzen bestimmt werden. Eine Anwendung globaler Modellanpassungstests ist mit PLS im Vergleich zu kovarianzbasierten Verfahren nicht möglich.

Aufgrund der in Abschnitt 7.2.2 genannten Gründe erscheint die Anwendung eines kovarianzbasierten Verfahrens für die Analyse des Gesamtmodells nicht zulässig. Ursache dafür ist die Verwendung der großen Anzahl formativer Messmodelle im Bereich des IR-Qualitätsmodells und die damit einhergehende Unteridentifiziertheit des Gesamtmodells. Werden jedoch IR-Qualitätsmodell und Wirkungsmodell voneinander separiert, zeigt sich, dass eine kovarianzbasierte Analyse des Wirkungsmodells möglich ist. Trotzdem wird aus Gründen der Stringenz bei der Analyse zur Beurteilung des Wirkungsmodells auf das PLS-Verfahren zurückgegriffen.

Im Folgenden wird das mit Hilfe des PLS-Verfahrens bereinigte Wirkungsmodell trotz des geringen Stichprobenumfangs und der nicht normalverteilten Daten (s. hierzu weiter unten) zusätzlich mit einem kovarianzbasierten Verfahren analysiert (verwendete Software: AMOS 5). Hiermit werden zwei Ziele verfolgt: Erstens kann so eine Beurteilung der Gesamtmodellgüte erfolgen, die mit PLS nicht möglich ist. Zweitens kann durch Hinzuziehen eines alternativen Auswertungsverfahrens die Robustheit der geschätzten Parameter überprüft werden. Dies lässt Aussagen darüber zu, inwieweit die Berechnungen abhängig sind vom Auswertungsverfahren oder ob die Schätzungen verfahrensinvariant sind.

Zur kovarianzbasierten Beurteilung der Anpassungsgüte des Modells werden die aus der Forschungsliteratur bekannten Standardgütemaße verwendet. Von einer detaillierten Darstellung der einzelnen Gütemaße wird aus zwei Gründen abgesehen: Die folgende kovarianzbasierte Auswertung hat ‚nur‘ ergänzenden Charakter. Der Schwerpunkt der Arbeit liegt auf der Auswertung mit PLS. Zum Zweiten liegen in der Literatur bereits umfangreiche Beschreibungen und Empfehlungen zur Anwendung der verschiedenen (globalen) Gütemaße vor, eine erneute Darstellung würde keinen Mehrwert schaffen (vgl. zu einzelnen Fit-Maßen und Anwendungsempfehlungen z.B. Homburg/Giering, 1998; Homburg/Baumgartner, 1998; Backhaus et al., 2003, S. 372ff.). Die der Literatur entnommenen und im Folgenden angewendeten globalen Fit-Maße sowie die geforderten Schwellenwerte können *Tabelle 9.8* entnommen werden.

In einem ersten Schritt werden die Ergebnisse der Parameterschätzung mittels PLS den Ergebnissen bei der Anwendung des kovarianzbasierten Verfahrens gegenübergestellt (vgl. *Tabelle 9.9*), um so das Ausmaß der Abhängigkeit der Parameterschätzung vom Auswertungsverfahren überprüfen zu können. Die Gewichte der Pfadkoeffizienten müssen hierbei nicht unbedingt mit den bereits ermittelten übereinstimmen, da aufgrund der Abhängigkeiten der Variablen untereinander die schrittweise Elimination von Pfaden Auswirkungen auf die Parameterschätzungen hat. In der Tabelle sind die Gewichte und Signifikanzniveaus abgetragen, wie sie sich bei einer Analyse des vollständig bereinigten Finalmodells ergeben.

Anpassungsmaß	Schwellenwert
χ^2 / df	≤ 3
GFI (Goodness of Fit-Index)	$\geq 0,9$
AGFI (Adjusted Goodness of Fit-Index)	$\geq 0,9$
NFI (Normed Fit-Index)	$\geq 0,9$
TLI (Tucker/Lewis-Index)	$\geq 0,9$
CFI (Comparative Fit-Index)	$\geq 0,9$
RMSEA (Root Mean Square Error of Approximation)	$\leq 0,05$

Tabelle 9.8: Relevante statistische Kriterien zur Beurteilung der Gesamtanpassungsgüte des Modells bei Anwendung eines kovarianzbasierten Auswertungsverfahrens

Wirkung auf... Wirkung von...	Gewicht Pfadkoeffizient		t-Wert		Signifikanz	
	PLS	AMOS	PLS	AMOS	PLS	AMOS
Zufriedenheit						
w. Interaktionsqualität	0,61	0,61	5,715	5,683	***	***
w. Informationsqualität	0,25	0,26	2,049	2,446	**	**
Liquidität						
Volatilität	-0,50	-0,47	4,819	7,075	***	***
Handelsintensität	0,27	0,27	3,384	4,385	***	***
Analyst Following	0,29	0,32	2,441	4,088	**	***
Volatilität						
Handelsintensität	0,43	0,43	4,769	5,242	***	***
Institutional Ownership	0,28	0,28	2,482	3,598	**	***
Analyst Following	-0,71	-0,71	10,360	8,933	***	***
Handelsintensität						
Wahrg. Informationsqualität	0,26	0,27	2,559	3,549	***	***
Institutional Ownership	-0,38	-0,39	3,781	4,827	***	***
Analyst Following	0,32	0,32	3,613	4,062	***	***
Institutional Ownership						
/						
Analyst Following						
Wahrg. Informationsqualität	0,14	0,13	1,224	1,468	n.s.	n.s.
Institutional Ownership	-0,44	-0,44	5,673	5,170	***	***
w. Interaktionsqualität → wahrgenommene Interaktionsqualität w. Informationsqualität → wahrgenommene Informationsqualität n.s. → Wirkung nicht signifikant *, **, *** → Wirkung signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau						

Tabelle 9.9: Vergleich der Pfadkoeffizienten bei Auswertung des vollständig bereinigten Finalmodells und Anwendung von PLS versus kovarianzbasierter Auswertung

Es ist erkennbar, dass beide Auswertungsverfahren nahezu identische Ergebnisse für die Gewichte der Pfadkoeffizienten liefern. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass diese Ähnlichkeit zustande kommt, obwohl gemäß des Kolmogorov-Smirnov-Anpassungstests außer im Fall der Handelsintensität (asymptotische Signifikanz = 0,118) und der Intensität der Analystenbeobachtung (asymptotische Signifikanz = 0,125) nicht von einer Normalverteilung der Daten ausgegangen werden kann. Damit können die Ergebnisse von Cassel et al. sowie von Kristensen/Eskildsen bestätigt werden (vgl. Cassel et al., 1999, S. 443; Kristensen/Eskildsen, 2005, S. 132). Die Studienergebnisse lassen darauf schließen, dass eine Abweichung von der (symmetrischen) Normalverteilung nur einen geringen Einfluss auf die Parameterschätzungen hat.

Ein ähnliches Bild bietet sich bei der Betrachtung der t-Werte. Auch hier zeigt sich eine große Übereinstimmung. Zwar gibt es hinsichtlich der absoluten t-Werte durchaus

	χ^2 / df	GFI	AGFI	NFI	TLI	CFI	RMSEA
Grundmodell	1,144	0,950	0,881	0,968	0,991	0,996	0,036
Finalmodell	0,893	0,948	0,903	0,968	1,006	1,000	0,000

Tabelle 9.10: Ergebnisse der kovarianzbasierten Überprüfung der Güte des Grund- sowie des Finalmodells

Abweichungen, doch führen beide Verfahren bei der Signifikanz der Parameterschätzungen zu nahezu identischen Ergebnissen.

Es kann somit konstatiert werden, dass die Parameterschätzungen in weiten Teilen verfahrensinvariant sind und damit eine recht hohe Verlässlichkeit aufweisen. Dies bedeutet auch, dass die Wahl, ob PLS oder ein kovarianzbasiertes Verfahren für die Analyse herangezogen wird, hinsichtlich der zu erwartenden Ergebnisse von geringerer Bedeutung ist, als ursprünglich ausgehend von Literaturempfehlungen angenommen wurde.

Abschließend wird die Gesamtmodellgüte kovarianzbasiert mit AMOS 5 beurteilt. Die Werte der globalen Fit-Maße können Tabelle 9.10 entnommen werden. Beurteilt wird das unbereinigte Grundmodell, wie es sich aus allen abgeleiteten Hypothesen ergibt (im Fall der Alternativhypothesen H6.4 und H7.4 wurde die in das Finalmodell eingehende Hypothese H7.4 gewählt), und das mit Hilfe des Gütebeurteilungsprozesses für PLS-Strukturmodelle bereinigte Finalmodell.

Die Ergebnisse zeigen für beide Modelle eine hohe Anpassungsgüte. Ferner weisen sie darauf hin, dass bei Anwendung des für PLS-Strukturmodelle in Abschnitt 7.2.3.4 hergeleiteten Gütebeurteilungsprozesses eine Verbesserung der Modellgüte erreicht wird. Insgesamt kann konstatiert werden, dass das Finalmodell eine exzellente Modellgüte aufweist. Alle festgelegten Schwellenwerte werden weit übertroffen.

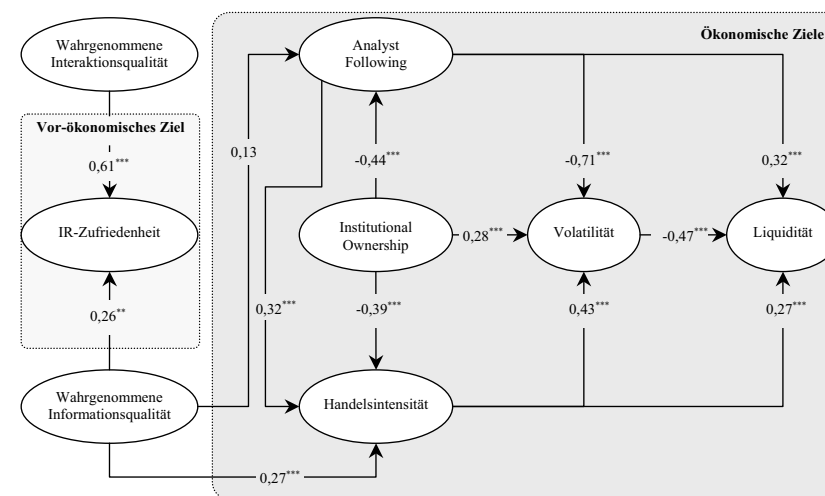
9.4 Analyse des finalen Wirkungsmodells

9.4.1 Zusammenfassende Ergebnisdarstellung

In den vorangegangenen Abschnitten wurden die direkten Wirkungen auf je ein spezielles IR-Ziel untersucht, die Methodenabhängigkeit der Parameterschätzungen mit Hilfe eines Methodenvergleichs analysiert sowie eine kovarianzbasierte Beurteilung der Gesamtmodellgüte vorgenommen. Nun wird unter Berücksichtigung indirekter Effekte das finale Wirkungsmodell inhaltlich interpretiert. Eine indirekte Wirkung liegt dann vor, wenn eine Variable ihren Einfluss über eine oder mehrere ‚Zwischenvariablen‘ auf eine andere Variable ausübt (vgl. Backhaus et al., 2003, S. 399). Der totale Beeinflussungseffekt zwischen zwei Variablen ergibt sich dann als

Summe aus dem direkten und den indirekten Einflüssen (vgl. Eggert et al., 2005, S. 105f.). Das finale Wirkungsmodell, wie es sich nach allen durchgeführten Bereinigungsverfahren ergibt, ist inklusive der Pfadgewichte und deren Signifikanzniveaus in Abbildung 9.2 dargestellt. Tabelle 9.11 zeigt zusammenfassend, welche der in Abschnitt 6 aufgestellten Hypothesen aufgrund der empirischen Ergebnisse angenommen werden konnten und welche verworfen werden mussten. Die in Abbildung 9.2 angegebenen Gewichte und Signifikanzniveaus basieren auf der Schätzung mit AMOS als kovarianzbasierter Analysesoftware. Der Grund für eine kovarianzbasierte Parameterschätzung sind die für den nachfolgenden Auswertungsbedarf geeigneter erscheinenden Auswertungsfunktionalitäten, die AMOS bietet. Es wird darauf hingewiesen, dass von dieser Wahl kaum Auswirkungen auf die Ergebnisse zu erwarten sind, da, wie bereits gezeigt werden konnte, die Parameterschätzung weitgehend unabhängig vom Auswertungsverfahren ist.

Für eine sinnvolle Interpretation des Modells sind nicht nur die bislang diskutierten und dargestellten *direkten* Effekte relevant. Zusätzlich müssen auch indirekte Effekte in die Betrachtung einbezogen werden. Beispielsweise wirkt die wahrgenommene Informationsqualität nicht direkt auf die Volatilität, indirekt über die Handelsintensität als Mediator hingegen schon. Daher werden noch vor einer inhaltlichen Ergebnisdiskussion die Gesamteffekte dargestellt (vgl. Tabelle 9.12).



*, **, *** → signifikant auf dem 10%-, 5%-, 1%-Niveau

Abbildung 9.2: Grafische Darstellung des finalen Wirkungsmodells bei Angabe der Pfadgewichte und Signifikanzniveaus

9.4.2 Diskussion der Determinanten von Investorenentscheidungen

9.4.2.1 Relevanz der Investor Relations-Zufriedenheit

Auf den ersten Blick scheint es, als ginge von der IR-Zufriedenheit als Mediator der Facetten der wahrgenommenen IR-Qualität kein nennenswerter Einfluss auf die untersuchten IR-Ziele aus, die Ergebnisse zeigen eine direkte Wirkung von der wahrgenommenen IR-Qualität auf die IR-Zielgrößen. Werden die direkten Wirkungen der Facetten der IR-Qualität aus dem Modell entfernt und eine Wirkung ausschließlich über die IR-Zufriedenheit unterstellt, bewirkt dies eine Verschlechterung der Modellgüte. Dies ist ein Beleg für die geringe Relevanz der Zufriedenheit.

Der Grund für diesen nicht vorhandenen Einfluss und damit für die Verschlechterung der Anpassungsgüte ist jedoch der starke Einfluss der wahrgenommenen Interaktionsqualität auf die IR-Zufriedenheit. Die wahrgenommene Interaktionsqualität wirkt, wie gezeigt wer-

Wirkung von	auf								
	wahrgenommene IR-Qualität	wahrgenommene Interaktionsqualität	wahrgenommene Informationsqualität	IR-Zufriedenheit	Liquidität	Volatilität	Handelsintensität	Institutional Ownership	Analyst Following
wahrgenommener IR-Qualität				H 1 (+) ✓					
wahrgenommener Interaktionsqualität				H 2.1 (+) ✓	H 3.1 (+) x	H 4.1 (-) x	H 5.1 (+) x	H 6.1 (+) x	H 7.1 (+) x
wahrgenommener Informationsqualität				H 2.2 (+) ✓	H 3.2 (+) x	H 4.2 (-) x	H 5.2 (+) ✓	H 6.2 (+) x	H 7.2 (+) ✓
IR-Zufriedenheit					H 3.3 (+) x	H 4.3 (-) x	H 5.3 (+) x	H 6.3 (+) x	H 7.3 (+) x
Liquidität						H 3.4 (-) ✓			
Volatilität							H 4.4a,b (+, -) a) ✓		
Handelsintensität								H 5.4a,b (+, -) b) ✓	
Institutional Ownership									H 7.4a, b (+, -) b) ✓
Analyst Following									

✓ → Hypothese angenommen
 x → Hypothese verworfen

Tabelle 9.1x: Übersicht über angenommene und verworfene Hypothesen

auf von	w. Interaktionsqualität	w. Informationsqualität	IR-Zufriedenheit	Liquidität	Volatilität	Handelsintensität	Institutional Ownership	Analyst Following
w. Interaktionsqualität			0,61 0,61 /					
w. Informationsqualität			0,26 0,26 /	0,11 / 0,11	0,05 / 0,05	0,32 0,27 0,04		0,13 0,13 /
IR-Zufriedenheit								
Liquidität								
Volatilität								
Handelsintensität								
Institutional Ownership								
Analyst Following								

Abweichungen sind durch Rundung bedingt
 Wert in jeweils erster Zeile: Standardisierter Gesamteffekt
 Werte in jeweils zweiter Zeile: Standardisierter direkter Effekt; standardisierter indirekter Effekt
 w. Interaktionsqualität → wahrgenommene Interaktionsqualität
 w. Informationsqualität → wahrgenommene Informationsqualität
 / → kein direkter bzw. indirekter Effekt

Tabelle 9.12: Totale, direkte und indirekte Wirkungen im finalen Wirkungsmodell

den konnte, auf keine der untersuchten IR-Zielgrößen außer auf die IR-Zufriedenheit. Zur IR-Zufriedenheit besteht ein starker und hoch signifikanter positiver Zusammenhang. Wird nun eine Wirkung zwischen der IR-Zufriedenheit und einer anderen IR-Zielgröße untersucht, wird zugleich indirekt der Einfluss der wahrgenommenen Interaktionsqualität auf diese IR-Zielgrößen untersucht. Als Ergebnis kann festgehalten werden: Da die wahrgenommene Interaktionsqualität einen starken Einfluss auf die IR-Zufriedenheit, aber keinen signifikanten Einfluss auf alle anderen IR-Zielgrößen hat, ist kein Einfluss der IR-Zufriedenheit auf die anderen IR-Zielgrößen zu erwarten. Der nicht nachweisbare Einfluss der IR-Zufriedenheit auf die IR-Zielgrößen ist damit Ergebnis der geringen Relevanz der wahrgenommenen Interaktionsqualität für das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer. Diese Erkenntnis hat Konsequenzen: Demnach wäre die Interpretation, dass weniger die Zufriedenheit als vielmehr die Qualität direkt einen Einfluss ausübt, nicht zutreffend bzw. anhand der Ergebnisse zumindest so nicht nachweisbar. Ob tatsächlich die Qualität oder doch die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer für ihre Entscheidungen ausschlaggebend ist, müsste anhand einer weiteren differenzierten Untersuchung geprüft werden. Hierfür wäre eine Modellierung erforderlich, die die Zufriedenheit mit der Informationsqualität und die

Zufriedenheit mit der Interaktionsqualität vorsieht. So könnte der oben beschriebene Effekt der starken Beeinflussung der IR-Zufriedenheit durch die wahrgenommene Interaktionsqualität separiert und spezifisch die Frage nach der Rolle der Zufriedenheit, auf die neben der Qualität noch weitere Faktoren einwirken, untersucht werden. Das vorliegende Modell-design ist hierzu nicht in der Lage, da keine differenzierten, auf die jeweiligen Facetten der IR-Qualität bezogenen Zufriedenheiten erhoben wurden. Folglich bleibt die Rolle der Zufriedenheit in Bezug auf die IR-Ziele weitgehend unklar und bietet Raum für weitergehende Forschungsleistungen.

Dennoch können, basierend auf den Ergebnissen der Arbeit, Empfehlungen abgeleitet werden: Wird davon ausgegangen, dass die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit der IR-Arbeit des Unternehmens Auswirkungen auch auf andere, beispielsweise realwirtschaftliche Bereiche hat (u.a. aufgrund einer verbesserten Reputation bzw. eines verbesserten Unternehmensimages), sollte die Qualität der Interaktion als eine wesentliche Determinante der IR-Zufriedenheit im Rahmen der IR-Arbeit berücksichtigt werden. Wird ein solcher Einfluss hingegen nicht angenommen und nur das IR-Zielsystem beachtet, scheint kein Bedarf an einer qualitativ besonders hochwertigen Interaktion zu bestehen. Diese Empfehlung setzt allerdings ein einfaktorielles Verständnis von Zufriedenheit und Unzufriedenheit voraus. Dies bedeutet, dass die Empfehlung nur dann haltbar ist, wenn Zufriedenheit und Unzufriedenheit als Extremausprägungen eines Konstrukts (für das kein Einfluss auf die IR-Ziele nachgewiesen werden konnte) aufgefasst werden. Legt man hingegen die Zwei-Faktoren-Theorie von Herzberg zugrunde, die besagt, dass es sich bei Zufriedenheit und Unzufriedenheit um zwei verschiedene Konstrukte handelt, die unterschiedlich auf andere Konstrukte wirken können, kann auf der Basis der vorliegenden Ergebnisse für das für die Erreichung der IR-Ziele erforderliche Niveau an Interaktionsqualität keine Aussage mehr getroffen werden (vgl. zur Zwei-Faktoren-Theorie Herzberg, 1964; Wiswede, 2000, S. 211). Der Grund dafür ist, dass im Rahmen der vorliegenden Arbeit ungeklärt bleibt, ob und welchen Einfluss die wahrgenommene Interaktionsqualität auf die Unzufriedenheit ausübt und wie diese auf die IR-Ziele wirkt. Es ist denkbar, dass eine auf einer hohen wahrgenommenen Interaktionsqualität basierende hohe IR-Zufriedenheit keinen positiven Einfluss auf die Entscheidungsfindung der Kapitalmarktteilnehmer ausübt, eine durch Unterschreiten einer bestimmten Interaktionsqualität induzierte Unzufriedenheit hingegen einen negativen. Auch bezüglich dieser Überlegungen besteht weiterer Forschungsbedarf.

Aufgrund dieser Analyse wird die IR-Zufriedenheit aus dem Wirkungsmodell eliminiert. Die Überprüfung der Güte des so reduzierten Modells zeigt keine wesentliche Verbesserung der Anpassungsgüte. Da die wahrgenommene Interaktionsqualität lediglich einen Einfluss auf die IR-Zufriedenheit ausübt und diese nun im Modell nicht mehr berücksichtigt ist, wird auch diese aus dem Modell entfernt. Auch diese Änderung (die zum Finalmodell I führt) bewirkt keine nennenswerte Verbesserung der Modellgüte (vgl. *Tabelle 9.13*). Daher wird das Finalmodell unverändert für die nachfolgende Interpretation der Ergebnisse beibehalten.

	χ^2 / df	GFI	AGFI	NFI	TLI	CFI	RMSEA
Finalmodell	0,893	0,948	0,903	0,968	1,006	1,000	0,000
Finalmodell I	1,178	0,970	0,911	0,975	0,991	0,996	0,040

Tabelle 9.13: Anpassungsgüte des Finalmodells bei Elimination der IR-Zufriedenheit und der wahrgenommenen Interaktionsqualität

9.4.2.2 Relevanz der wahrgenommenen Interaktionsqualität

Bisher nicht diskutiert wurde die Rolle der wahrgenommenen Interaktionsqualität. Die Ergebnisse der empirischen Überprüfung weisen darauf hin, dass sich der Interaktionsprozess zwischen Unternehmen und Kapitalmarktteilnehmern zwar auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer auswirkt, nicht aber deren Entscheidungen beeinflusst. Für keine der untersuchten IR-Zielgrößen kann ein signifikanter, von der wahrgenommenen Interaktionsqualität ausgehender Einfluss nachgewiesen werden.

Andere empirische Studien deuten an, dass zumindest zwei Faktoren einen Einfluss darauf haben, inwieweit die Qualität des Interaktionsprozesses die Entscheidungsfindung des Leistungsempfängers beeinflusst: zum einen die Fähigkeit des Leistungsempfängers, die in Anspruch genommene Leistung hinsichtlich ihrer technischen Qualität (= Ergebnisqualität) überhaupt beurteilen zu können, und zum anderen die Interaktionsintensität.

• Fähigkeit der Ergebnisbeurteilung

Je schwerer dem Empfänger einer Dienstleistung die Beurteilung der technischen, ergebnisbezogenen Dimension fällt, desto stärker ist das Gewicht der funktionalen, interaktionsbezogenen Komponente im Rahmen der Beurteilung und anschließenden Entscheidungsfindung. So stellen Baker/Lamb für den Bereich „Architectural Design“ fest, dass Kunden primär interaktionsbezogene Aspekte in ihre Beurteilung einbeziehen (vgl. Baker/Lamb, 1993). Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Higgins/Ferguson bei ihrer Untersuchung zu Dienstleistungen aus dem Bereich Wirtschaftsprüfung („Accounting Services“). Zwar sind sowohl interaktionsbezogene wie auch ergebnisbezogene Faktoren für die Beurteilung relevant. Trotzdem dominieren auch hier die funktionalen Aspekte (vgl. Higgins/Ferguson, 1991). Vergleichbare Ergebnisse zeigt die Studie von Lassar et al. Die Autoren untersuchten die Determinanten der Zufriedenheit für den Privatbankenbereich und berichten über einen starken Einfluss der Interaktion auf die Entstehung der Zufriedenheit. Diese Ergebnisse stimmen mit den Ergebnissen der vorliegenden Arbeit überein. Auch für den Bereich der IR-Arbeit gilt, dass die interaktionsbezogenen, funktionalen Aspekte die inhalts- bzw. ergebnisbezogenen Facetten in Bezug auf die Zufriedenheitsentstehung dominieren. Allerdings widerspricht dieser Erklärungsansatz den empirischen Ergebnissen der Arbeit, denn sie zeigen für die Analysten ein höheres Gewicht der interaktionsbasierten Komponente als für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer. Hier wäre genau das Gegenteil zu erwarten gewesen. Analysten sind eher in der Lage, die IR-Arbeit inhaltlich

zu bewerten, als beispielsweise Privatanleger, so dass diese den inhaltsbezogenen Aspekten ein höheres Gewicht hätten beimessen müssen.

● *Intensität der Interaktion*

Die Interaktionsintensität bei Inanspruchnahme der Dienstleistung ist ein weiteres Kriterium, das zur Erklärung der Relevanz der Qualitätsfacetten herangezogen werden kann. Nicht alle Dienstleistungen setzen ein gleiches Maß an Kontakt zwischen Dienstleistungsanbieter und -empfänger voraus. Richard/Allaway weisen tatsächlich beispielhaft für eine mit einer geringen Interaktionsintensität verbundene Dienstleistung (Pizza-Lieferservice) nach, dass die technische Komponente (im Anwendungsbeispiel die Pizza) für die Gesamtbeurteilung der Servicequalität wichtiger ist als die funktionale Komponente (im Anwendungsbeispiel die Anlieferung; vgl. Richard/Allaway, 1993). Bezogen auf die IR-Arbeit bedeutet dies, dass die beiden Qualitätsdimensionen „Interaktionsqualität“ und „Informationsqualität“ von den verschiedenen Gruppen der Kapitalmarktteilnehmer im Hinblick auf ihre Relevanz unterschiedlich eingeschätzt werden sollten, in Abhängigkeit von der jeweiligen Kontaktintensität. So stehen Analysten und institutionelle Investoren in engerem Kontakt mit den Unternehmen als Privatanleger, die einen Großteil ihres Informationsbedarfs über Sekundärinformationsanbieter wie Fernsehen und Zeitung decken (vgl. Ernst et al., 2005, S. 20ff.). Folglich sollten die beiden erstgenannten Gruppen der funktionalen, prozessbezogenen Komponente ein höheres Gewicht beimessen als Privatanleger. Dies entspricht den empirischen Ergebnissen der Arbeit, die besagen, dass die Interaktionsqualität für die Entstehung von IR-Zufriedenheit für die Analysten von höherer Relevanz ist als für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer, zu denen auch Privatanleger gehören (vgl. *Abbildung 9.3*).

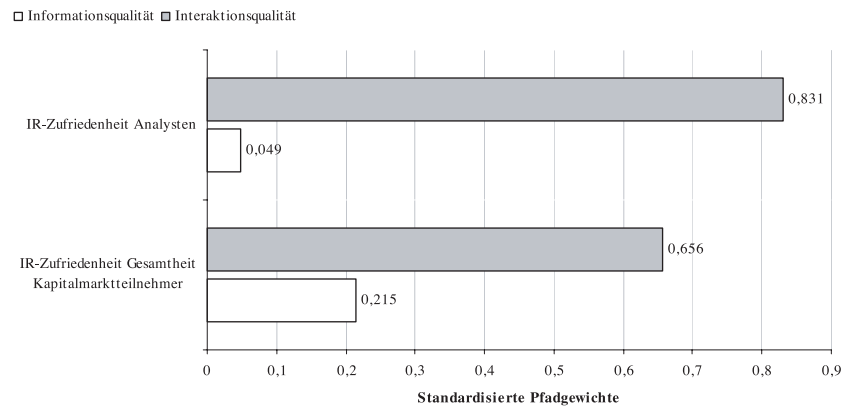


Abbildung 9.3: Relative Bedeutung der Qualitätsfacetten für die Entstehung von IR-Zufriedenheit aus Sicht der Analysten und der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer

Der Aspekt „Kontaktintensität“ vermag wie der Aspekt „Fähigkeit der Ergebnisbeurteilung“ nur die unterschiedliche Bedeutung der Qualitätsdimensionen für die Entstehung von Zufriedenheit zu erklären. Er birgt hingegen kein Erklärungspotenzial hinsichtlich der Frage, warum die wahrgenommene Interaktionsqualität eine so geringe Bedeutung für das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer hat.

Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass für die Entstehung von Zufriedenheit andere Faktoren zuständig sind als für das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer. Für die Entscheidungsfindung und damit für das Verhalten ist die wahrgenommene Informationsqualität von höherer Relevanz als die wahrgenommene Interaktionsqualität. Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Mittal/Lassar in ihrer Untersuchung zur Kundenloyalität (vgl. Mittal/Lassar, 1998). Sie stellen für die Dienstleistungsbereiche „Car Repair“ und „Health Care“ fest, dass die Dimension, die für die Entstehung von Zufriedenheit relevant ist, von geringer Bedeutung für die Loyalität ist und umgekehrt. Hierbei weisen die Ergebnisse zum Bereich „Health Care“ starke Parallelen zur vorliegenden Untersuchung auf. Auch für diesen Dienstleistungssektor gilt, dass die funktionale, prozessbezogene Komponente einen starken Einfluss auf die Entstehung der Zufriedenheit ausübt, jedoch nur einen geringen Einfluss in Bezug auf die Loyalität (also das Verhalten der Kunden). Die Autoren begründen ihre Ergebnisse für die Entstehung von Zufriedenheit mit der hohen Kontaktintensität und der mangelnden Fähigkeit der Ergebnisbeurteilung. Beide Aspekte führen dazu, dass die Prozessqualität stark auf die Zufriedenheit wirkt. Letztlich entscheidend dafür, ob der Patient das nächste Mal wieder den gleichen Arzt aufsuchen wird, ist jedoch der Heilerfolg und damit die technische, ergebnisbezogene Dimension. Ähnliches gilt für die IR-Arbeit. Auch hier ist für die Zufriedenheit der Dienstleistungsempfänger (der Kapitalmarktteilnehmer) die Qualität des Bereitstellungsprozesses entscheidend. Ausschlaggebend für die Investitionsentscheidung ist neben anderen Faktoren, wie z.B. der fundamentalen Unternehmensleistung, die Qualität der bereitgestellten Informationen. Alle anderen Ergebnisse hätten auf Irrationalität der Kapitalmarktteilnehmer hingedeutet. So können ein optisch ansprechender Geschäftsbericht oder ein umfangreiches Menü auf der Hauptversammlung zwar zur Zufriedenheit der Inanspruchnehmer führen. Trotzdem wird kein rational handelnder Kapitalmarktteilnehmer davon seine nächste Kaufentscheidung abhängig machen. Denkbar ist vielmehr, dass solche prozessbezogenen Komponenten dann den Ausschlag geben können, wenn ein Kapitalmarktteilnehmer zwischen zwei oder mehr Investitionsalternativen mit Blick auf andere entscheidungsrelevante Faktoren indifferent ist.

9.4.2.3 Relevanz der wahrgenommenen Informationsqualität

Wie bereits dargestellt wurde, kommt der wahrgenommenen Informationsqualität hinsichtlich der IR-Zufriedenheit nur eine nachrangige Bedeutung zu. Für den relevanten Kapitalmarkterfolg des Unternehmens hingegen ist die Qualität der bereitgestellten Informationen entscheidend. So wird für die Informationsqualität, wie in Abschnitt 9.2 er-

läutert, ein positiver Einfluss sowohl auf die Handelsintensität wie auch auf die Intensität der Analystenbeobachtung nachgewiesen. Nicht diskutiert wurde, wie sich diese Einflüsse unter Berücksichtigung indirekter Effekte auswirken. In *Tabelle 9.14* sind die gesamten Effekte bei gesondertem Ausweis der direkten und indirekten Bestandteile dargestellt.

von \ auf	w. Interaktionsqualität	w. Informationsqualität	IR-Zufriedenheit	Liquidität	Volatilität	Handelsintensität	Institutional Ownership	Analyst Following
w. Informationsqualität			0,26	0,11	0,05	0,32		0,13
			0,26 /	/ 0,11	/ 0,05	0,27 0,04		0,13 /
Abweichungen sind durch Rundung bedingt								
Wert in jeweils erster Zeile: Standardisierter Gesamteffekt								
Werte in jeweils zweiter Zeile: Standardisierter direkter Effekt; standardisierter indirekter Effekt								
w. Interaktionsqualität → wahrgenommene Interaktionsqualität								
w. Informationsqualität → wahrgenommene Informationsqualität								
/ → kein direkter bzw. kein indirekter Effekt								

Tabelle 9.14: Gesamte, direkte und indirekte Effekte der wahrgenommenen Informationsqualität auf die untersuchten IR-Zielgrößen

Es ist erkennbar, dass die Informationsqualität entweder direkt oder indirekt auf einen Großteil der untersuchten IR-Zielgrößen einen Einfluss ausübt. Insbesondere IR-Zielgrößen, die unmittelbar Ergebnis der Entscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer sind, können direkt durch IR-Aktivitäten beeinflusst werden (Handelsintensität und Intensität der Analystenbeobachtung). Die beeinflussbaren Zielgrößen sind jedoch nicht unabhängig, sondern wirken ihrerseits wieder auf verschiedene IR-Ziele (beispielsweise der stark positive Zusammenhang zwischen der Handelsintensität und der Volatilität). Folglich bewirkt eine hohe wahrgenommene Informationsqualität indirekt auch eine, wenngleich nur geringe Erhöhung der Aktienkursschwankung. Darüber hinaus konnte eine indirekte positive Wirkung für die Liquidität nachgewiesen werden.

Ergebnis ist: Von einer hohen Informationsqualität gehen positive Effekte auf die angestrebten IR-Ziele aus. Abgesehen von der indirekten Erhöhung der Volatilität sind alle Effekte aus der Sicht des Unternehmens als vorteilhaft zu beurteilen. Die Ergebnisse der Arbeit bezeugen also den hohen Stellenwert der IR-Arbeit für die dauerhafte Finanzierungsfähigkeit und damit den Erfolg des Unternehmens.

10. Zusammenfassende Darstellung und Implikationen für Forschung und Praxis

10.1 Zusammenfassende Darstellung der Forschungsrelevanz und -methodik sowie der zentralen Erkenntnisse

Die wissenschaftliche IR-Forschung befindet sich erst in ihrer Entstehung. Dies ist hauptsächlich auf die starke Zunahme der Relevanz der IR-Arbeit für das gesamte Unternehmensgeschehen aufgrund der Globalisierung der Kapitalmärkte zurückzuführen.

Zwar wurde bereits eine Vielzahl an Studien veröffentlicht, die sich der Ermittlung des Informationsbedarfs von Kapitalmarktteilnehmern widmen. Eine Überprüfung, wie relevant diese Informationsbereitstellung denn tatsächlich für die durch die Kapitalmarktteilnehmer wahrgenommene IR-Qualität und damit für ihre Investitionsentscheidungen ist, fand jedoch kaum statt. Ob und in welchem Ausmaß mit Hilfe von IR-Aktivitäten Investorenloyalität bzw. Investorenbindung erzeugt werden kann, ist bisher nur unzureichend untersucht.

Ein weiteres fundamentales Defizit der gesamten IR-Forschung ist die starke Fokussierung auf informationsbezogene Aspekte. Während es für die Kundenbindungsforschung völlig selbstverständlich ist, die Bereitstellungs- bzw. Interaktionsqualität im Rahmen der Dienstleistungserbringung als relevante Qualitäts- bzw. Zufriedenheitsdeterminante zu berücksichtigen, wird dieser Aspekt für den Bereich der IR-Arbeit vernachlässigt.

Auch die Frage nach den Wirkungen der IR-Arbeit ist bislang nur unzureichend untersucht worden. Die empirischen Studien der Vergangenheit untersuchen nur die Wirkung auf jeweils eine bestimmte Zielgröße, wie beispielsweise die Intensität der Analystenbeobachtung (Analyst Following). Diese isolierte Betrachtung verkennt die Vielzahl an Wechselwirkungen und indirekten Einflüssen zwischen den einzelnen IR-Zielen (vgl. zu den Vorteilen einer gesamthaften Modellschätzung mit Hilfe von PLS z.B. White et al., 2003, S. 71).

Diese Defizite haben die vorliegende Arbeit motiviert und zur Formulierung von drei Forschungsfragen geführt. Diese drei Fragen wurden mit Hilfe eines mehrstufigen Vorgehens beantwortet. Zu Beginn wurden auf der Basis bisheriger Forschungsliteratur,

auch aus benachbarten Forschungsdisziplinen wie der Kundenbindungsforschung, relevante Qualitätsdeterminanten identifiziert und ausdrücklich sowohl informations- wie auch interaktionsbezogene Aspekte berücksichtigt. Die Qualitätsdeterminanten wurden mit Hilfe einer qualitativen empirischen Überprüfung in Form von Expertenbefragungen selektiert und spezifiziert. Die so gewonnenen Ergebnisse dienen als Grundlage für die Konzeption eines Fragebogens, der für die großzählige empirische Erhebung verwendet wurde. Die Erhebung hatte die Befragung privater und institutioneller Investoren sowie Analysten zum Ziel.

Zur Analyse der erhobenen Daten wurde ein Strukturgleichungsmodell spezifiziert, das mit PLS ausgewertet wurde. Die Verwendung von Strukturgleichungsmodellen ermöglicht die Abbildung komplexer Wirkungszusammenhänge und bietet die Möglichkeit, die oben beschriebenen Mängel, die mit einer isolierten Betrachtung einzelner Zielgrößen verbunden sind, zu umgehen. Die Wahl von PLS als Auswertungsverfahren ist im Wesentlichen durch die Spezifikation des dieser Arbeit zugrunde liegenden Forschungsmodells (IR-Qualitätsmodell) determiniert. Im Anschluss wurden die Ergebnisse aus der Überprüfung des IR-Wirkungsmodells einem Methodenvergleich unterzogen. Die mit PLS generierten Ergebnisse wurden den auf einer kovarianzbasierten Auswertung basierenden gegenübergestellt. Hierbei konnte eine weitgehende Unabhängigkeit der Ergebnisse vom angewendeten Auswertungsverfahren nachgewiesen werden.

Im Folgenden werden die zentralen Erkenntnisse in Bezug auf die in Abschnitt 3.3 formulierten Forschungsfragen dargestellt. Im Rahmen der Ergebnisdarstellung zu den ersten beiden Forschungsfragen wird nicht weiter zwischen der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer auf der einen und der Gruppe der Analysten auf der anderen Seite unterschieden (vgl. hierzu die detaillierte Ergebnisdarstellung und -diskussion in den Abschnitten 8 und 9), die Untersuchung dieser zielgruppenbezogenen Unterschiede ist Gegenstand der dritten Forschungsfrage.

• Zu Forschungsfrage 1: Determinanten der wahrgenommenen IR-Qualität

Nachfolgend werden die wichtigsten Erkenntnisse in Bezug auf die in zwei Unterfragen aufgeteilte erste Forschungsfrage formuliert.

FL.1: Welches sind die wesentlichen Determinanten, die auf die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich der vom Unternehmen bereitgestellten Informationen wirken (Determinanten der wahrgenommenen Informationsqualität)?

Zur Beantwortung dieser Forschungsfrage wurde in zwei Stufen vorgegangen: Erstens wurde analysiert, woran Kapitalmarktteilnehmer ihre Beurteilung der Informationsqualität festmachen. Solche Determinanten wurden in der Arbeit als Sub-Dimensionen der

wahrgenommenen Informationsqualität bezeichnet. Darauf aufbauend wurden die Faktoren identifiziert, die darüber entscheiden, ob der jeweiligen Qualitätsdeterminante (Sub-Dimension) eine hohe oder eine geringe Güte zugesprochen wird.

Die Ergebnisse zeigen, dass für Kapitalmarktteilnehmer die *Entscheidungsrelevanz* der bereitgestellten Informationen das entscheidende Qualitätskriterium darstellt. Dieses Ergebnis ist unabhängig davon, welche IR-Zielgruppe betrachtet wird. Von einer hohen Entscheidungsrelevanz der Informationen kann vor allem dann ausgegangen werden, wenn diese die aktuelle Unternehmenssituation und den Wert immaterieller Vermögensgegenstände angemessen darstellen. Auch der langfristige Rahmen des unternehmerischen Handelns und die Unternehmensziele sollten auf der Basis der bereitgestellten Informationen klar erkennbar sein, damit ihnen von den Kapitalmarktteilnehmern eine hohe Entscheidungsrelevanz beigemessen wird. Es sei darauf hingewiesen, dass die meisten dieser Informationsbereiche gerade nicht durch gesetzlich geregelte Pflichtveröffentlichungen abgedeckt werden. Die Ergebnisse zeigen also die Gründe auf, die ursächlich für die aktuelle Diskussion darüber sind, ob die bestehenden Rechnungslegungssysteme tatsächlich dazu beitragen, den Informationsbedarf der Kapitalmarktteilnehmer zu decken.

Als weitere relevante Einflussfaktoren der wahrgenommenen Informationsqualität konnten die *Verlässlichkeit* und die *Verständlichkeit* der bereitgestellten Informationen identifiziert werden. Informationen werden dann als verlässlich angesehen, wenn sie die tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse erkennen lassen und vollständig sind. Hervorzuheben ist der negative Einfluss einer vorsichtigen Darstellung auf die wahrgenommene Informationsqualität. So zeigen die Ergebnisse, dass die Verlässlichkeit einer Information und damit die Informationsqualität insgesamt von einer vorsichtigen Darstellung der Geschäftsvorfälle negativ beeinflusst wird. Auch dieses Ergebnis bestätigt die Notwendigkeit der Diskussion hinsichtlich der Überlegenheit von am „True and Fair View“ ausgerichteten Rechnungslegungssystemen wie US-GAAP oder IFRS gegenüber dem stärker am Vorsichtsprinzip ausgerichteten HGB-Standard. Die Verständlichkeit der Informationen ist aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer primär dadurch determiniert, inwieweit diese eindeutig die wirtschaftliche Tragweite der Geschäftsvorfälle aufzeigen. Als weitere relevante Qualitätskriterien konnten eine *übersichtliche Darstellung* sowie die *Klarheit in der Formulierung* ermittelt werden.

Die Ergebnisse zeigen weiter, dass der *Vergleichbarkeit* der Informationen von den Kapitalmarktteilnehmern keine Qualitätsrelevanz beigemessen wird. Sofern die bereits genannten Anforderungen erfüllt sind, scheint es für Kapitalmarktteilnehmer von nachrangiger Bedeutung zu sein, ob die bereitgestellten Informationen zwischen verschiedenen Unternehmen zu einem Zeitpunkt oder von einem Unternehmen über einen längeren Zeitraum vergleichbar sind.

Fr.2: Welches sind die wesentlichen Determinanten, die auf die Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich des Interaktionsverhaltens der Unternehmen wirken (Determinanten der wahrgenommenen Interaktionsqualität)?

Vergleichbar dem Vorgehen zur Beantwortung der Forschungsfrage Fr.1 wurden zwei Bereiche in die Betrachtung einbezogen: Zum einen wurden solche Determinanten identifiziert, die die wahrgenommene Interaktionsqualität direkt beeinflussen (Identifikation der Sub-Dimensionen der wahrgenommenen Interaktionsqualität), und zum anderen die Qualitätstreiber dieser Determinanten selbst. Obwohl erst in Forschungsfrage F3 auf die Unterschiede zwischen Analysten und der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer näher eingegangen wird, muss aufgrund der stark differierenden Ergebnisse bei den Determinanten der Interaktionsqualität in Abhängigkeit von der betrachteten IR-Zielgruppe bereits an dieser Stelle eine kurze Darstellung der wesentlichen Unterschiede erfolgen.

Für alle Kapitalmarktteilnehmer gilt, dass der *Leistungswille* der IR-Akteure den größten Einfluss auf ihre Qualitätswahrnehmung des Bereitstellungsprozesses hat. Unterschiede zwischen den Kapitalmarktteilnehmergruppen zeigen sich erst, wenn die Kriterien untersucht werden, die darüber entscheiden, ob der Leistungswille als hoch oder als gering eingeschätzt wird. Während Analysten Wert auf schnelle und unkomplizierte Hilfe durch die IR-Akteure legen, schätzen die Kapitalmarktteilnehmer in ihrer Gesamtheit besonders die Freundlichkeit und jederzeitige Hilfsbereitschaft.

Die *optische Attraktivität* z.B. der Internetseiten oder der bereitgestellten Unterlagen wird von der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer als wichtig eingeschätzt. Für die wahrgenommene Interaktionsqualität aus Sicht der Analysten haben diese Faktoren den Ergebnissen zufolge keine Bedeutung.

Gleiches gilt für die *Kompetenz* der IR-Akteure. Auch diese scheint für Analysten entbehrlich zu sein, was mit ihren eigenen Fähigkeiten erklärbar ist. Für Analysten ist, im Gegensatz zur Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer, die *Individualität der Leistungserbringung* wichtig, die sich insb. durch eine auf ihre spezifischen Bedürfnisse zugeschnittene Informationsversorgung auszeichnet. Weiterhin machen Analysten ihre Qualitätseinschätzung hinsichtlich des Bereitstellungsprozesses von der *Zuverlässigkeit* der IR-Akteure und von der *Einbindung des Top-Managements* in IR-Aktivitäten abhängig. Positiv wird von den Analysten die Managementeinbindung dann beurteilt, wenn ihnen ein direkter Zugang zu diesem Personenkreis gewährt wird und das Management auf IR-Veranstaltungen regelmäßig anwesend ist.

● *Zu Forschungsfrage F2: Wirkungen der wahrgenommenen IR-Qualität*

Auch die zweite Forschungsfrage wurde in Abhängigkeit von der betrachteten IR-Zielgröße in zwei Unterfragen aufgeteilt. Die zentralen Ergebnisse werden nachfolgend vorgestellt.

F2.1: Wie wirkt die wahrgenommene IR-Qualität auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten?

Die vorausgesetzte Zweiteilung der Qualitätsdeterminanten in informationsbezogene auf der einen und interaktionsbezogene Determinanten auf der anderen Seite findet ihren Niederschlag bei der Untersuchung der Wirkung der IR-Qualität auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten der Unternehmen (in der Arbeit IR-Zufriedenheit). Es konnte gezeigt werden, dass die Interaktionsqualität einen weit größeren Einfluss auf die IR-Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer hat als die Informationsqualität. Allerdings erweist sie sich als unbedeutend für das Verhalten der Kapitalmarktakteure. Hier konnte kein von der IR-Zufriedenheit ausgehender Einfluss auf andere ökonomische, kapitalmarktorientierte IR-Zielgrößen festgestellt werden. Um dieses Ergebnis aber sinnvoll interpretieren zu können, bedarf es an dieser Stelle eines Vorgriffs auf die Erkenntnisse zur Forschungsfrage F2.2. In Bezug auf die untersuchten ökonomischen IR-Zielgrößen (wie z.B. Liquidität oder Handelsintensität) im Gegensatz zur Wirkung auf die IR-Zufriedenheit konnte nur ein Einfluss der wahrgenommenen Informationsqualität nachgewiesen werden, die Interaktionsqualität spielt hier offensichtlich keine Rolle. Da aber die IR-Zufriedenheit in starkem Maß von der wahrgenommenen Interaktionsqualität beeinflusst wird, zeigt eine Untersuchung der Wirkung der IR-Zufriedenheit auf ökonomische IR-Zielgrößen indirekt den Einfluss der wahrgenommenen Interaktionsqualität. Folglich verwundert es nicht, dass für diese aggregierte, sich aus informationsbezogenen und interaktionsbezogenen Aspekten zusammensetzende IR-Zufriedenheit kein Einfluss identifiziert werden konnte. Würde diese zusammengefasste IR-Zufriedenheit ersetzt werden durch zwei ‚Teilzufriedenheiten‘ – eine Zufriedenheit bezogen auf die Informationsqualität und eine bezogen auf die Interaktionsqualität –, könnte vermutet werden, dass von einer so verstandenen ‚Informationszufriedenheit‘ sehr wohl eine Wirkung auf ökonomische Zielgrößen ausgeht. Die Ergebnisse der Arbeit sollten daher nicht zu der Interpretation verleiten, dass die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer irrelevant für ihre Entscheidungen und für ihr Verhalten ist.

F2.2: Wie wirkt die wahrgenommene IR-Qualität auf verschiedene ökonomische, kapitalmarktorientierte IR-Ziele?

Die empirischen Ergebnisse weisen darauf hin, dass sich ausschließlich informationsbezogene Qualitätsaspekte auf ökonomische IR-Zielgrößen auswirken. Für die Interaktionsqualität konnte weder eine positive noch eine negative Wirkung nachgewiesen werden. Demnach machen Kapitalmarktteilnehmer ihre Entscheidungen von der Informationsqualität und weniger von der Art der Bereitstellung abhängig. Dieses Ergebnis weist auf ein rationales Verhalten der Kapitalmarktakteure hin.

Direkte Einflüsse der IR-Qualität konnten nur auf die *Intensität der Analystenbeobachtung* und die *Handelsintensität* nachgewiesen werden. Eine Beeinflussung der Investitionsentscheidung *institutioneller Investoren* ist den Ergebnissen zufolge nicht möglich. Dass von der IR-Qualität keine direkten Wirkungen auf die *Volatilität* und die *Liquidität* ausgehen, stützt die Verlässlichkeit der Forschungsergebnisse. Eine Einflussnahme auf diese ökonomischen IR-Zielgrößen ist nur indirekt über eine Beeinflussung der Kapitalmarktakteure selbst möglich, da letztlich deren (Des-)Investitionsentscheidungen und die daraus resultierenden Aktivitäten für das Zustandekommen dieser Zielgrößen verantwortlich sind.

• *Zu Forschungsfrage F3: Unterschiede zwischen den IR-Zielgruppen*

Ein weiterer relevanter Aspekt ist die Analyse der Unterschiede zwischen Analysten auf der einen und der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer auf der anderen Seite. Diese differenzierte Analyse ist jedoch nur in Bezug auf die Qualitätsdeterminanten und die Wirkung auf die IR-Zufriedenheit möglich. Für die ökonomischen IR-Zielgrößen ist eine solche Überprüfung nicht möglich, da die am Kapitalmarkt beobachtbaren und für die Analyse relevanten ökonomischen IR-Zielgrößen (wie beispielsweise die Volatilität oder die Liquidität) Ergebnis des Verhaltens der Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer sind. Eine Aufspaltung des Gesamteffekts nach den Beiträgen der einzelnen IR-Zielgruppen ist nicht umsetzbar.

Die Ergebnisse zeigen, dass Analysten ihre Qualitätseinschätzung an anderen Faktoren festmachen als die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer. Die IR-Arbeit sollte daher zielgruppenbezogen gestaltet werden.

10.2 Implikationen für die Unternehmenspraxis

Im Zentrum der Arbeit steht der Erkenntnisfortschritt im Bereich der wirtschaftswissenschaftlichen IR-Forschung und weniger die Ableitung von Handlungsempfehlungen für die Unternehmenspraxis. Dennoch lassen sich aus den dargestellten Ergebnissen folgende Empfehlungen für die Praxis ableiten:

Wesentliche praxisrelevante Erkenntnisse aus der Analyse der Qualitätsdeterminanten

- *Sowohl die Qualität der bereitgestellten Informationen wie auch der Prozess der Bereitstellung haben einen Einfluss auf die wahrgenommene IR-Qualität und auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit den IR-Aktivitäten von Unternehmen (IR-Zufriedenheit).* Ein zentrales Ergebnis der Arbeit besagt, dass nicht nur die Qualität des eigentlichen Ergebnisses der IR-Arbeit, also die vermittelten Informationen selbst, für die Qualitätseinschätzung durch die Kapitalmarktteilnehmer relevant ist. Vielmehr ist für die Qualitätswahrnehmung durch die Kapitalmarktteilnehmer von mindestens ebenso hoher Bedeu-

tung, wie ihnen diese Informationen bereitgestellt werden. Als ausschlaggebend für das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer hat sich im Rahmen der Überprüfung möglicher IR-Wirkungen die Qualität der Information erwiesen. Eine Verhaltensbeeinflussung von Kapitalmarktteilnehmern scheint demnach primär durch die Bereitstellung qualitativ hochwertiger Informationen möglich zu sein. Wird nun davon ausgegangen, dass die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit der IR-Qualität des Unternehmens zu positiven Effekten in anderen Unternehmensbereichen, z.B. dem leistungswirtschaftlichen Bereich (Absatz von Gütern und Dienstleistungen), aufgrund eines verbesserten Images in der Öffentlichkeit führt, sollte auf der Basis der vorliegenden Ergebnisse nicht von einer qualitativ hochwertigen Interaktionsqualität im Bereich der IR-Arbeit abgesehen werden. Außerdem kann nicht ausgeschlossen werden, dass eine Unterschreitung eines Mindestniveaus an Interaktionsqualität negative Auswirkungen auf die IR-Ziele hat.

Eine Steigerung der wahrgenommenen Interaktionsqualität könnte beispielsweise durch eine stärkere Zusammenarbeit zwischen Marketing- und IR-Bereich erreicht werden. Die im Marketing seit langem etablierten Systeme und Verfahren (z.B. Aspekte des Customer Relationship-Marketing (CRM) oder auch des Direct-Marketing) können wertvolle Impulse für eine erfolgreiche, an den Anforderungen des Kapitalmarkts ausgerichtete IR-Arbeit geben.

- *Je höher die Motivation bzw. der Leistungswille der IR-Akteure, desto höher wird die IR-Qualität durch die Kapitalmarktteilnehmer eingeschätzt.*

Vor allem die Motivation und der Leistungswille der IR-Akteure spielen in Bezug auf die Interaktionsqualität aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer eine wichtige Rolle. Zu achten ist daher bei der Auswahl der IR-Mitarbeiter nicht nur auf deren fachliche Kompetenz, sondern auch auf das persönliche Engagement und die sozialen Fähigkeiten.

- *Die Entscheidungsrelevanz der bereitgestellten Informationen bestimmt in weiten Teilen die Einschätzung der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich der Informationsqualität.*

Weniger die Fülle an Informationen ist tatsächlich für die Qualitätseinschätzung entscheidend als vielmehr der Nutzen, den die einzelne Information für den Kapitalmarktteilnehmer im Rahmen seiner Entscheidungsfindung hat. Folglich gilt auch hier: „Weniger ist manchmal mehr“. Eine Konzentration auf die wesentlichen Aspekte des Unternehmensgeschehens ist damit einer „Informationsüberflutung“ vorzuziehen. Hierbei sollte beachtet werden, dass gerade die gesetzlich nicht oder nicht eindeutig geregelten Informationsbereiche zu sog. „weichen Faktoren“ von Bedeutung sind. So wünschen Kapitalmarktteilnehmer besonders Informationen zur langfristigen Entwicklungsrichtung, zu Unternehmenszielen und zu immateriellen Vermögensgegenständen.

- *Die Arbeit zeigt Ansatzpunkte für eine kapitalmarktorientierte Anpassung der IR-Strategie und die Stellhebel für deren operative Umsetzung.*

Mit Hilfe der Ergebnisse der Arbeit können direkt strategische und operative Maßnahmen zur Erhöhung der IR-Qualität abgeleitet werden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass nicht nur die Relevanz der einzelnen, stark aggregierten Qualitätsdimensionen ermittelt wurde, sondern für die jeweilige Qualitätsdimension wiederum die relevanten Treiber sowie deren Einflussgrößen identifiziert wurden. Daher lassen sich Empfehlungen formulieren, die für eine Anpassung der strategischen IR-Ausrichtung wie auch für deren operative Umsetzung geeignet sind.

Wesentliche praxisrelevante Erkenntnisse aus der Analyse der Qualitätswirkungen

- *Die Qualität des Bereitstellungsprozesses hat zwar Auswirkungen auf die IR-Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer – positive Effekte auf deren Verhalten können jedoch kaum erwartet werden.*

Die bei einem qualitativ hochwertigen Interaktionsprozess zu erwartenden Effekte dürfen nicht überbewertet werden. Hier konnte gezeigt werden, dass von der Interaktionsqualität kein nennenswerter Einfluss auf die untersuchten kapitalmarktorientierten IR-Zielgrößen ausgeht. Diese Erkenntnis scheint sich mittlerweile auch in der Unternehmenspraxis durchzusetzen. Gegenwärtig finden sich beispielsweise kaum noch auf „Äußerlichkeiten“ ausgerichtete Hauptversammlungen. Sie führen zwar zu einer (kurzfristigen) Zufriedenheit der Nutzer, doch deren Kaufverhalten wird den Ergebnissen der Arbeit zufolge hierdurch kaum beeinflusst. Folglich muss auch beispielsweise die Relevanz von Geschäftsberichten kritisch hinterfragt werden, die heute oft eher Hochglanz-Bildband als fundierte Informationsgrundlage sind. Diese Erkenntnis gewinnt an Brisanz, wenn die Kosten, die mit der Erstellung eines solchen Geschäftsberichts oder einer ‚ansprechenden‘ Hauptversammlung verbunden sind, dem offensichtlich geringen Nutzen gegenübergestellt werden.

- *Der Anteil institutioneller Investoren ist mit Hilfe von IR-Arbeit nicht steuerbar – dies sollte nicht zu einer Einschränkung der Kommunikationsanstrengungen führen.*

Ein Einfluss der IR-Qualität auf den Anteil an Aktien, der sich in institutionellem Besitz befindet, konnte nicht nachgewiesen werden. Dies entspricht den Aussagen einiger Informanten, die der Gruppe der institutionellen Anleger angehören. Demnach üben IR-Aktivitäten weniger einen positiven, sondern – bei unzureichender Qualität – einen negativen Einfluss aus. Ein gewisses IR-Qualitätsniveau wird von institutionellen Investoren vorausgesetzt, obwohl im Fall einer Erreichung oder Überschreitung keine positiven Effekte zu erwarten sind. Folglich sollten die Ergebnisse nicht zu einer Verminderung der Kommunikationsbemühungen gegenüber institutionellen Investoren führen, denn bei einer Unterschreitung des geforderten Qualitätsniveaus kann von einer Sanktionierung durch die institutionellen Investoren ausgegangen werden.

- *Die IR-Arbeit sollte an Qualität statt an Quantität ausgerichtet sein – weniger ist oft mehr.* Entscheidend für die Erreichung der IR-Ziele ist weniger der Umfang der bereitgestellten Informationen, sondern eine angemessene Interpretation hinsichtlich zu erwartender Auswirkungen auf das Unternehmensgeschehen. Es sollte also eine an qualitativen Aspekten ausgerichtete IR-Arbeit einer primär quantitativ orientierten vorgezogen werden. Unterbleibt eine angemessene Erläuterung der zu erwartenden Auswirkungen, verbleibt viel Raum für stark voneinander abweichende Einschätzungen der Bedeutung der Information durch die Kapitalmarktteilnehmer. Von einer solchen Heterogenität der Erwartungen, die auch als Unsicherheit bezeichnet werden kann, sind unerwünschte Effekte auf die IR-Ziele, wie beispielsweise die Volatilität der Aktie, zu erwarten.

10.3 Grenzen der Arbeit und sich daraus ergebende Implikationen für die weitergehende Forschung

Abschließend wird dargestellt, welchen Beitrag die Arbeit für die wissenschaftliche Forschung in methodischer und in inhaltlicher Hinsicht liefert und welchen Restriktionen sie unterliegt.

Methodikorientierte Beiträge zur wissenschaftlichen Forschung

Zur Auswertung der empirischen Daten wurde in der vorliegenden Arbeit aufgrund der Rahmenbedingungen PLS als ein statistisches Analyseverfahren, das bislang nur geringe Verbreitung gefunden hat, angewendet. Diese Anwendung wirft in methodischer Hinsicht Fragen zu folgenden wissenschaftlichen Forschungsbereichen auf:

- *Wie kann ein komplexes Strukturmodell mit einer Vielzahl formativ gemessener Konstrukte hinsichtlich seiner Güte beurteilt werden?*

Auf der Basis aktueller Methodikbeiträge, insb. von Diamantopoulos/Winklhofer sowie Krafft et al., wurden Prüfschemata für die Gütebeurteilung von reflektiven und formativen Messmodellen und Strukturmodellen für den Fall einer Auswertung mit PLS weiterentwickelt und angewendet. Diese strukturierte Vorgehensweise kann bei zukünftigen Forschungsvorhaben, die ähnlichen Rahmenbedingungen wie die vorliegende Arbeit unterliegen (geringer Stichprobenumfang, viele formative Messmodelle, keine Normalverteilung der Daten etc.) übernommen werden.

- *Wie groß sind die Unterschiede in den Ergebnissen bei Auswertung der empirischen Daten mit PLS im Vergleich zu einer Auswertung mit einem kovarianzbasierten Verfahren?*

Durch einen Methodenvergleich konnte gezeigt werden, dass sich trotz des geringen Stichprobenumfangs, der nicht vorhandenen Normalverteilung der Daten sowie anderen Faktoren, die gegen eine Anwendung eines kovarianzbasierten Verfahrens sprechen,

die PLS-Ergebnisse kaum von Auswertungsergebnissen bei einem kovarianzbasierten Verfahren unterscheiden.

Inhaltsorientierte Beiträge zur wissenschaftlichen Forschung

Die Arbeit liefert einen Erklärungsbeitrag für die Entstehung und Wirkung der Qualitätswahrnehmung von Kapitalmarktteilnehmern in Bezug auf die IR-Arbeit von Unternehmen. Vor allem im Kontext der folgenden *IR-bezogenen Aspekte* vermag die Arbeit einen Erkenntnisgewinn zu leisten:

- *Welche Ansatzpunkte bieten sich Unternehmen, positiv auf die von den Kapitalmarktteilnehmern wahrgenommene IR-Qualität einzuwirken?*

Die für die Entstehung der Qualitätswahrnehmung durch die Kapitalmarktteilnehmer relevanten Determinanten wurden identifiziert und in ein IR-Qualitätsmodell überführt. Hierbei wurde der Heterogenität der Kapitalmarktteilnehmer hinsichtlich ihrer Anforderungen an die IR-Arbeit Rechnung getragen. Daher wurde zum einen ein Qualitätsmodell für die Gesamtheit der Kapitalmarktteilnehmer abgeleitet, das auf den Anforderungen aller Kapitalmarktteilnehmer basiert. Zum anderen wurde ein an die spezifischen Bedürfnisse von Analysten angepasstes IR-Qualitätsmodell erarbeitet.

- *Welchen Einfluss haben IR-Aktivitäten, oder genauer: die wahrgenommene IR-Qualität, tatsächlich auf die in der Literatur genannten IR-Ziele (Analyse der Wirkungen der IR-Qualität)?*

Es konnte gezeigt werden, dass eine direkte Beeinflussung von ökonomischen Zielgrößen wie der Liquidität oder der Volatilität einer Aktie mit Hilfe von IR-Aktivitäten nicht möglich ist. Eine Analyse der Gesamteffekte, bestehend aus direkten und indirekten Wirkungen, hat jedoch ergeben, dass mittelbar durchaus Einfluss auf diese genommen werden kann. Die Analyse der Zielwirkungen hat ferner die Unzulänglichkeiten der neoklassischen Finanzierungstheorie zur Erklärung der beobachtbaren Phänomene am Kapitalmarkt gezeigt.

- *Welche Auswirkung hat eine in bisherigen IR-Forschungsarbeiten übliche isolierte Betrachtung eines bestimmten IR-Ziels, womit eine Vernachlässigung von Wirkungsbeziehungen zwischen den verschiedenen IR-Zielen verbunden ist?*

Eine isolierte Betrachtung der IR-Wirkung auf nur einzelne IR-Ziele unterschlägt mögliche Wirkungsbeziehungen der IR-Ziele untereinander. Dies bewirkt zum einen eine Überschätzung der Wirkungen, wodurch ein zu hohes Beeinflussungspotenzial durch IR-Arbeit unterstellt wird. Zum anderen ermöglicht eine solche Ausschnittsbetrachtung keine Unterscheidung zwischen direkten und indirekten Wirkungen.

Die scheinbar enge Begrenzung der Erkenntnisse auf den Bereich der IR-Arbeit wird dadurch relativiert, dass IR-Arbeit als Dienstleistung von Unternehmen und Kapitalmarktteil-

nehmer als Kunden von Unternehmen gekennzeichnet werden konnten (vgl. Abschnitt 2.5). Damit gewinnen die Erkenntnisse an Relevanz für die gesamte Zufriedenheits- und Kundenbindungsforschung im Dienstleistungsbereich. Hierfür spricht auch die Vorgehensweise: Im Gegensatz zu den bisherigen empirischen IR-Forschungsarbeiten stehen nicht detaillierte Anforderungen an bestimmte Information Items, einzelne bereit-zustellende Informationen, im Vordergrund. Die Ergebnisse einer solchen Studie gelten dann tatsächlich nur für den gewählten (möglicherweise engen) Untersuchungsbereich. Vielmehr diente die Studie der Identifikation allgemeingültiger Qualitätscharakteristika der IR-Arbeit. Des Weiteren ist die Arbeit eng an die wissenschaftliche Marketingforschung angelehnt und liefert insb. einen Erkenntnisfortschritt bezüglich der folgenden intensiv diskutierten und im Folgenden skizzierten Forschungsbereiche:

- *Wie ist Qualität im Dienstleistungsbereich zu konzeptualisieren?*

Die Ergebnisse der Arbeit bestätigen die von Grönroos postulierte Mehrdimensionalität des Konstrukts *Qualität*. So konnten aussagekräftige empirische Belege für die Zweiteilung in eine auf das Ergebnis der Dienstleistung (nach Grönroos: technische Komponente) und eine auf den Prozess der Dienstleistungserbringung bezogene Dimension (nach Grönroos: funktionale Komponente) identifiziert werden. Damit stellt sich die Dienstleistungsqualität zumindest für den hier untersuchten Anwendungsfall der IR-Arbeit als ein mehrdimensionales, komplexes Konstrukt dar. Die Ergebnisse stimmen mit vorangegangenen Forschungsarbeiten überein, die ebenfalls mit Hilfe empirischer Erhebungen Hinweise auf die Korrektheit des Konzeptualisierungsvorschlags von Grönroos liefern konnten.

- *Kann die von Parasuraman et al. erarbeitete SERVQUAL-Skala zur Beschreibung der Determinanten genutzt werden, die die auf die Interaktion ausgerichtete Qualitätswahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer bestimmen?*

Die von Parasuraman et al. entwickelte SERVQUAL-Skala wurde – teilweise angepasst – zur Konzeptualisierung und Operationalisierung der funktionalen Komponente der IR-Arbeit (= wahrgenommene Interaktionsqualität) herangezogen. Die Faktoren der Skala wurden nicht wie sonst üblich als Messmodell der funktionalen Facette eingebunden, sondern als Antezedenzen in ein Strukturmodell eingebaut. Die Gütebeurteilung ergab, dass diese modifizierte SERVQUAL-Skala gut dazu geeignet ist, die wahrgenommene Interaktionsqualität im Kontext der IR-Arbeit zu erfassen.

- *Sind die in den Rahmenkonzepten (Conceptual Frameworks) internationaler Rechnungslegungssysteme enthaltenen qualitativen Anforderungen an Informationen tatsächlich bestimmend für die durch die Kapitalmarktteilnehmer wahrgenommene Informationsqualität?*

In den Conceptual Frameworks der internationalen Rechnungslegungssysteme finden sich als „Qualitative Characteristics“ bezeichnete Anforderungen an Informationen. Sie wurden im IR-Qualitätsmodell als Determinanten der technischen bzw. ergebnisorientierten Dimension der IR-Qualität (= wahrgenommene Informationsqualität) modelliert. Die

Gütebeurteilung ergab, dass diese Charakteristika die Einschätzung der Qualität einer Information durch die Kapitalmarktteilnehmer weitgehend determinieren. Auch die in der Literatur zur Rechnungslegung hervorgehobene Stellung der Entscheidungsrelevanz der Information als qualitatives Charakteristikum wird durch die Ergebnisse der Arbeit gestützt.

- *Wie wirken die Dienstleistungsqualität und die Zufriedenheit der Leistungsempfänger auf deren Loyalität bzw. auf deren Bindungsverhalten (hier: auf Anlageentscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer)?*

IR-Aktivitäten haben Einfluss auf das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer als Inanspruchnehmer dieser Unternehmensdienstleistung. Die Ergebnisse der Arbeit signalisieren, dass vor allem das Ergebnis der Dienstleistung – bezogen auf den Anwendungsfall der IR-Arbeit die bereitgestellten Informationen, die technische Komponente der IR-Arbeit – dazu geeignet ist, Entscheidungen von Kapitalmarktteilnehmern zu beeinflussen. Zwar wirkt ein qualitativ hochwertiges Interaktionsverhalten (funktionale Komponente der IR-Arbeit) positiv auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer. Ein Einfluss auf deren Verhalten am Kapitalmarkt konnte jedoch nicht nachgewiesen werden. Hier besteht Forschungsbedarf. So sollte zum einen die in der vorliegenden Arbeit untersuchte gesamte IR-Zufriedenheit in die beiden Einzelzufriedenheiten *Interaktions- und Informationszufriedenheit* heruntergebrochen werden, um so deren differenzierten Einfluss beurteilen zu können. Darüber hinaus sollten, in Anlehnung an die Zwei-Faktoren-Theorie von Herzberg, Zufriedenheit und Unzufriedenheit als zwei unterschiedliche Konstrukte modelliert werden, um so weitere Erkenntnisse hinsichtlich der Wirkung der (Un-)Zufriedenheit auf die IR-Ziele generieren zu können.

- *Besteht ein Zusammenhang zwischen der Qualitätswahrnehmung und der Zufriedenheit von Kunden/Kapitalmarktteilnehmern und wenn ja, wie ist die Wirkungsrichtung?*

In der wissenschaftlichen Literatur zu den Bereichen *Kundenzufriedenheit* und *Servicequalität* wird intensiv über die Wirkungsrichtung zwischen Qualitätswahrnehmung und Zufriedenheit diskutiert. In der vorliegenden Arbeit konnte ein starker Zusammenhang zwischen den beiden Konstrukten festgestellt werden. Zudem wurden sowohl theoretisch-konzeptionelle Argumente wie auch empirische Belege für eine Wirkung, ausgehend von der Qualität, auf die Zufriedenheit geliefert. Die Zufriedenheit ist demnach eine Folge der durch die Leistungsempfänger wahrgenommenen Qualität.

Grenzen der Arbeit und Ableitung von Forschungsbedarf

Die nachfolgenden Ausführungen zeigen die Grenzen der Studie auf. Ausgehend von diesen Einschränkungen wird Forschungsbedarf abgeleitet, der zur Überwindung dieser Restriktionen genutzt werden kann.

- Eine Überprüfung der Beeinflussbarkeit der *Kapitalkosten* mit Hilfe von IR-Aktivitäten hat nicht stattgefunden. Ursächlich hierfür sind die Schwierigkeiten, die mit der

Erfassung der Kapitalkosten verbunden sind. Aufgrund des Innovationsgrades der Arbeit war eine zusätzliche Berücksichtigung dieser IR-Zielgröße nicht möglich. Daher lag der Fokus auf der Konzeption eines umfassenden IR-Wirkungsmodells. Für die Zukunft sollte, basierend auf dem vorgestellten Forschungsmodell, der Einfluss der IR-Arbeit auf die Kapitalkosten genauer analysiert werden, da von diesen ein erheblicher Einfluss auf den Unternehmenswert ausgeht.

- Eng verbunden mit dem genannten Aspekt ist die konzeptionelle Frage nach dem Zusammenhang zwischen dem Beta-Faktor im Rahmen des CAPM und IR-Aktivitäten. Es gilt zu klären, inwieweit die sich aus einer unzureichenden Informationsversorgung ergebenden *Informations- und Schätzrisiken* bereits über den Beta-Faktor erfasst werden oder ob sie neben dem so erfassten unternehmensspezifischen Risiko ein zusätzliches, in die Berechnung der Kapitalkosten einzubeziehendes Risiko darstellen. Hiermit untrennbar verbunden ist die Frage nach der Diversifizierbarkeit eines solchen Risikos.
- Aufgrund eines zu geringen Rücklaufs und eines sich daraus ergebenden zu kleinen Stichprobenumfangs bei der Gruppe der *Privatanleger* und der *institutionellen Anleger* und der dadurch fehlenden Repräsentativität der Stichproben konnte für diese IR-Zielgruppen keine spezifische Auswertung, wie im Fall der Analysten, durchgeführt werden. Daher sollten künftige Forschungsbemühungen dazu genutzt werden, das IR-Qualitätsmodell und das IR-Wirkungsmodell auf beide Zielgruppen isoliert anzuwenden. So können weitere Aussagen über Unterschiede zwischen den verschiedenen Gruppen der Kapitalmarktteilnehmer getroffen und Maßnahmen für eine zielgruppengerechte IR-Arbeit abgeleitet werden. Auch sollte das vorliegende Forschungsmodell auf *Fremdkapitalgeber* als weitere IR-Zielgruppe angewendet werden. So wären direkte Vergleiche zwischen den Anforderungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber möglich. Die Erkenntnisse könnten in der Folge dazu genutzt werden, Entscheidungen darüber zu treffen, ob eine getrennte Beziehungspflege mittels IR-Arbeit auf der einen und CR-Arbeit auf der anderen Seite erforderlich ist, oder ob aufgrund ähnlicher Anforderungen der Zielgruppen eine integrierte Betreuung möglich ist.
- Das erarbeitete Forschungsmodell wurde nur für den deutschen Kapitalmarkt auf Gültigkeit überprüft. Da zu vermuten ist, dass sich die Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer und damit auch die Qualitätsdeterminanten und die erwarteten Effekte international unterscheiden, sollte vor dem Hintergrund der Globalität der meisten Unternehmen und der damit verbundenen Notwendigkeit der Ansprache von Kapitalmarktteilnehmern in ganz verschiedenen Ländern eine *internationale Überprüfung des Forschungsmodells* durchgeführt werden.
- Im Rahmen der Überprüfung wurde nicht nach der sektoralen Zugehörigkeit der Unternehmen unterschieden. Der Fokus der Arbeit, allgemeingültige, d.h. vom

Beobachtungsbereich unabhängige Qualitätsdeterminanten der IR-Arbeit zu identifizieren, lässt eine solche Differenzierung auch nicht erforderlich erscheinen. Da jedoch zu vermuten ist, dass Kapitalmarktteilnehmer in Abhängigkeit von der *Branchezugehörigkeit* des aktuellen oder potenziellen Investitionsobjekts (also des jeweiligen Unternehmens) unterschiedliche Anforderungen an die Informationsqualität und hier wiederum insb. an die die Entscheidungsrelevanz der bereitgestellten Informationen determinierenden Informationsbereiche (z.B. F&E-Leistung im Fall von Pharmaunternehmen) haben werden, sollte die bisherige Forschungsarbeit um eine branchenbezogene Betrachtung erweitert werden. Zusätzlich zu oder anstelle einer solchen Unterscheidung nach der Zugehörigkeit zu einer bestimmten Branche sollten auch bestimmte *Unternehmenscharakteristika* für eine differenzierte Untersuchung herangezogen werden: So wäre beispielsweise eine Analyse interessant, die das vorliegende Forschungsmodell auf Wachstums- und Reifeunternehmen anwendet und die Ergebnisse einander gegenüberstellt. Ein besonders hoher Erkenntnisgewinn ist zu erwarten, wenn solche Unternehmenseigenschaften als Abgrenzungsmerkmal herangezogen werden, von denen ein besonders großer Einfluss auf die IR-Arbeit zu erwarten ist. Dies gilt beispielsweise für die Komplexität des Geschäftsmodells: Bei einem komplexen, für Laien (also insb. Privatanleger) nur schwer verständlichen Geschäftsmodell oder Produkt, werden, so die Vermutung, die Anforderungen an die interaktionsbezogenen Qualitätsdeterminanten steigen, da eine hohe Erklärungsnotwendigkeit besteht. Solchen und ähnlichen Fragen kann mit Hilfe kontextbezogener Studien nachgegangen werden.

- Die vorliegende Arbeit vermag nicht zwischen einzelnen *Dimensionen der Investorenbindung* zu unterscheiden. So wäre, um die Wirkungsweise der IR-Qualität auf das Investorenverhalten besser verstehen zu können, eine Untersuchung wünschenswert, die in Anlehnung an die aktuelle Marketingforschung die Zusammenhänge zwischen wahrgenommener IR-Qualität bzw. IR-Zufriedenheit auf der einen und verschiedenen Kunden- oder Investorenbindungsdimensionen auf der anderen Seite untersucht. Eine Orientierung an den von Giering (2000) vorgeschlagenen und z.B. von Wallenburg (2004) bestätigten Dimensionen *Wiederbeauftragung, Zusatzbeauftragung und Weiterempfehlung* wäre hierbei sinnvoll. Diese sollten jedoch um die Dimension *Haltedauer* erweitert werden.
- Als letztes wird eine Erweiterung des Forschungsmodells vorgeschlagen. Das erstellte Forschungsmodell ist nicht dazu geeignet, Aussagen darüber abzuleiten, wie groß der Einfluss der IR-Arbeit auf die Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer mit der Unternehmensleistung insgesamt ist. Hierzu kann es um eine sich auf die *fundamentale Unternehmensleistung* beziehende Zufriedenheitsdimension erweitert werden. Ein solcher Aufbau ermöglicht eine genauere Beurteilung der Relevanz der jeweiligen Zufriedenheitsdimension hinsichtlich der Entscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer und damit letztlich der Investorenbindung.

Literaturverzeichnis

- Aaker, D., Kumar, V., Day, G.S.* (1998): Marketing Research, 6. Aufl., New York, Chichester, Weinheim, Brisbane, Singapore, Toronto.
- Achleitner, A.-K.* (2000): Handbuch Investment Banking, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Achleitner, A.-K., Bassen, A.* (2001): Konzeptionelle Einführung in das Investor Relations am Neuen Markt, in: Achleitner, A.-K., Bassen, A. (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte, Stuttgart, S. 3-20.
- Achleitner, A.-K., Bassen, A., Pietzsch, L., Wichels, D.* (2002): Effiziente Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten - Gestaltungsempfehlungen für Wachstumsunternehmen, in: Finanz Betrieb, 4. Jg., Heft 1, S. 29-44.
- Adams, J.* (1963): Toward an Understanding of Inequity, in: Journal of Abnormal and Social Psychology, 67. Jg., Heft 5, S. 422-436.
- Adler, J.* (1996): Informationsökonomische Fundierung von Austauschprozessen, Wiesbaden.
- Affleck-Graves, J., Callahan, C.M., Chiplakatti, N.* (1996): Earnings Predictability, Information Asymmetry and Market Liquidity, Working Paper, University of Notre Dame.
- Ajinkya, B.B.G., Gift, M.* (1984): Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations, in: Journal of Accounting Research, 22. Jg., Heft 2, S. 425-444.
- Akerlof, G.A.* (1970): The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, 84. Jg., Heft 3, S. 488-500.
- Alchian, A.A., Demsetz, H.* (1972): Production, Information Costs, and Economic Organization, in: American Economic Review, 62. Jg., Heft 5, S. 777-795.
- Alford, A.W., Berger, P.G.* (1999): A Simultaneous Equations Analysis of Forecast Accuracy, Analyst Following, and Trading Volume, in: Journal of Accounting, Auditing & Finance, 14. Jg., Heft 3, S. 219-240.
- Ali, A., Lee-Seok, H.* (2000): Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data, in: Journal of Accounting Research, 38. Jg., Heft 1, S. 1-21.
- Altenburger, O.A.* (1981): Ansätze zu einer Produktions- und Kostentheorie der Dienstleistungen, Berlin, München.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)* (1994): Meeting the Information Needs of Investors and Creditors, URL: <http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/index.htm>.
- Amihud, Y., Mendelson, H.* (1986): Asset Pricing and the Bid&Ask Spread, in: Journal of Financial Economics, 17. Jg., Heft 2, S. 223-249.
- Anderson, E.W.* (1996): Customer Satisfaction and Price Tolerance, in: Marketing Letters, 7. Jg., Heft 3, S. 265-274.
- Anderson, E.W., Fornell, C., Lehmann, D.R.* (1994): Customer Satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings From Sweden, in: Journal of Marketing, 58. Jg., Heft 3, S. 53-66.
- Anderson, E.W., Fornell, C., Mazvancheryl, S.K.* (2004): Customer Satisfaction and Shareholder Value, in: Journal of Marketing, 68. Jg., Heft 4, S. 172-185.
- Anderson, E.W., Fornell, C., Rust, R.T.* (1997): Customer Satisfaction, Productivity, and Profitability: Differences Between Goods and Services, in: Marketing Science, 16. Jg., Heft 2, S. 129-145.
- Anderson, E.W., Mittal, V.* (2000): Strengthening the Satisfaction-Profit Chain, in: Journal of Service Research, 3. Jg., Heft 2, S. 107-120.
- Anderson, E.W., Sullivan, M.W.* (1993): The Antecedents and Consequences of Customer Satisfaction for Firms, in: Marketing Science, 12. Jg., Heft 2, S. 125-143.
- Anderson, J.C., Gerbing, D.W.* (1988): Structural Equation Modeling in Practice: A Review and Recommended Two Step Approach, in: Psychological Bulletin, 103. Jg., Heft 3, S. 411-423.
- Anderson, R., Epstein, M.* (1995): The Usefulness of Annual Reports, in: Australian Accountant, 65. Jg., Heft 3, S. 25-28.
- Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft* (2002): Grundsätze für das Value Reporting, in: Der Betrieb, 55. Jg., Heft 45, S. 2337-2340.
- Arbel, A.* (1985): Generic Stocks: An Old Product in a New Package, in: Journal of Portfolio Management, 11. Jg., Heft 4, S. 4-13.
- Arbel, A., Carvell, S., Strebler, P.* (1983): Giraffes, Institutions and Neglected Firms, in: Financial Analysts Journal, 39. Jg., Heft 3, S. 57-63.
- Armstrong, J.S., Overton, T.S.* (1977): Estimating Nonresponse Bias in Mail Surveys, in: Journal of Marketing Research (JMR), 14. Jg., Heft 3, S. 396-402.
- Arnold, J., Moizer, P., Noreen, E.* (1984): Investment Appraisal Methods of Financial Analysts: A Comparative Study of U.S. and U.K. Practices, in: International Journal of Accounting, 19. Jg., Heft 2, S. 1-18.
- Assael, H.* (1995): Consumer Behaviour, 5. Aufl., South-Western.
- Association for Investment Management and Research (AIMR)* (2000): AIMR Corporate Disclosure Survey, St. Louis.
- Association for Investment Management and Research (AIMR)* (2003): Global Corporate Financial Reporting Quality and Corporate Communications and Disclosure Practices, Charlottesville, Virginia.
- Atiase, R.K., Bamber, L.S.* (1994): Trading Volume Reactions to Annual Accounting Earnings Announcements, in: Journal of Accounting & Economics, 17. Jg., Heft 3, S. 309-329.
- Aub, S., Salisbury, L.C., Johnson, M.D.* (2003): Order Effects in Customer Satisfaction Modelling, in: Journal of Marketing Management, 19. Jg., Heft 3/4, S. 379-400.
- Babakus, E., Boller, G.W.* (1992): An Empirical Assessment of the SERVQUAL Scale, in: Journal of Business Research, 24. Jg., Heft 3, S. 253-268.
- Backhaus, K., Ericsson, B., Plinke, W., Weiber, R.* (2003): Multivariate Analysemethoden - Eine anwendungsorientierte Einführung, 10. Aufl., Berlin, Heidelberg, New York.

- Bagehot, W.* (1971): The Only Game in Town, in: *Financial Analysts Journal*, 27. Jg., Heft 2, S. 12-22.
- Bagozzi, R.* (1979): The Role of Measurement in Theory Construction and Hypothesis Testing: Toward a Holistic Model, in: *Ferrell, O., Brown, S., Lamb, C.* (Hrsg.), *Conceptual and Theoretical Developments in Marketing*, Chicago, S. 15-32.
- Bagozzi, R.* (1994): Structural Equation Models in Marketing Research, in: *Bagozzi, R.* (Hrsg.), *Principles of Marketing Research*, Oxford, S. 317-385.
- Bagozzi, R., Fornell, C.* (1982): Theoretical Concepts, Measurement, and Meaning, in: *Fornell, C.* (Hrsg.), *A Second Generation of Multivariate Analysis*, Band 2, New York, S. 24-38.
- Bagozzi, R.P., Phillips, L.W.* (1982): Representing and Testing Organizational Theories: A Holistic Construal, in: *Administrative Science Quarterly*, 27. Jg., Heft 3, S. 459-489.
- Bagozzi, R.P., Yi, Y.* (1988): On the Evaluation of Structural Equation Models, in: *Journal of the Academy of Marketing Science*, 16. Jg., Heft 1, S. 74-94.
- Bagozzi, R.P., Youjae, Y., Phillips, L.W.* (1991): Assessing Construct Validity in Organizational Research, in: *Administrative Science Quarterly*, 36. Jg., Heft 3, S. 421-458.
- Baiman, S., Verrecchia, R.E.* (1996): The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading, in: *Journal of Accounting Research*, 34. Jg., Heft 1, S. 1-22.
- Baker, J.A., Lamb, C.* (1993): Measuring Architectural Design Service Quality, in: *Journal of Professional Services Marketing*, 10. Jg., Heft 1, S. 89-106.
- Bansal, H.S., Taylor, S.* (1997): Investigating the Relationship Between Service Quality, Satisfaction and Switching Intentions, in: *Wilson, E.J., Hair, J.C.* (Hrsg.), *Developments in Marketing Science*, Coral Gables, S. 304-313.
- Barber, B.M., Odean, T.* (1999): The Courage of Misguided Convictions, in: *Financial Analysts Journal*, 55. Jg., Heft 6, S. 41-55.
- Barry, C.B., Brown, S.J.* (1985): Differential Information and Security Market Equilibrium, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 20. Jg., Heft 4, S. 407-422.
- Barry, C.B., Brown, S.J.* (1986): Limited Information as a Source of Risk, in: *Journal of Portfolio Management*, 12. Jg., Heft 2, S. 66-72.
- Barth, M.E., Beaver, W.H., Landsman, W.R.* (2001a): The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View, in: *Journal of Accounting & Economics*, 31. Jg., Heft 1-3, S. 77-104.
- Barth, M.E., Hutton, A.P.* (2000): Information Intermediaries and the Pricing of Accruals, Working Paper, Stanford University.
- Barth, M.E., Kasznik, R., McNichols, M.F.* (2001b): Analyst Coverage and Intangible Assets, in: *Journal of Accounting Research*, 39. Jg., Heft 1, S. 1-34.
- Bartlett, S.A., Chandler, R.A.* (1997): The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years on, in: *British Accounting Review*, 29. Jg., Heft 3, S. 245-261.
- Bassen, A.* (2002): Institutionelle Investoren und Corporate Governance, Wiesbaden.
- Bearden, W.O., Teel, J.E.* (1983): Selected

- Determinants of Consumer Satisfaction and Complaint Reports, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 20. Jg., Heft 1, S. 21-28.
- Beattie, V., Pratt, K.* (2002): Voluntary Annual Report Disclosures: What Users Want, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Glasgow.
- Becker, F.G.* (1994): Finanzmarketing von Unternehmen - Konzeptionelle Überlegungen jenseits von Investor Relations, in: *Die Betriebswirtschaft*, 54. Jg., Heft 3, S. 295-313.
- Behrenwald, U.* (2001): Wertschöpfung auf dem Prüfstand, in: *Achleitner, A.-K., Bassen, A.* (Hrsg.), *Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte*, Stuttgart, S. 421-434.
- Belkaoui, A., Kahl, A., Peyrard, J.* (1977): Information Needs of Financial Analysts: An International Comparison, in: *International Journal of Accounting*, 13. Jg., Heft 1, S. 19-27.
- Bennett, R., Barkensjo, A.* (2005): Causes and Consequences of Donor Perceptions of the Quality of the Relationship Marketing Activities of Charitable Organisations, in: *Journal of Targeting, Measurement & Analysis for Marketing*, 13. Jg., Heft 2, S. 122-139.
- Benston, G., Bromwich, M., Litan, R.E., Wagenhofer, A.* (2003): Following the Money - The Enron Failure and the State of Corporate Disclosure, Washington D.C.
- Benston, G.J., Hagerman, R.L.* (1974): Determinants of Bid-Asked Spreads in the Over-the-Counter Market, in: *Journal of Financial Economics*, 1. Jg., Heft 4, S. 353-364.

- Bentler, P.M.* (1985): Theory and Implementation of EQS: A Structural Equations Program, Los Angeles.
- Berekoven, L., Eckert, W., Ellenrieder, P.* (2001): *Marktforschung - Methodische Grundlagen und praktische Anwendung*, 9. Aufl., Wiesbaden.
- Berle, A.A., Means, G.C.* (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York.
- Bertolini, R.* (2001): A New Rx for Corporate Disclosure, PriceWaterhouse-Coopers (PWC).
- Bessom, R.M., Jackson, D.W.* (1975): Service Retailing: A Strategic Marketing Approach, in: *Journal of Retailing*, 51. Jg., Heft 2, S. 75-84.
- Beutin, N.* (2000): Kundennutzen in industriellen Geschäftsbeziehungen, Wiesbaden.
- Beutin, N.* (2003): Verfahren zur Messung der Kundenzufriedenheit im Überblick, in: *Homburg, C.* (Hrsg.), *Kundenzufriedenheit*, 5. Aufl., Wiesbaden, S. 115-151.
- Bhat, M.A.* (2005): Correlates of Service Quality in Banks: An Empirical Investigation, in: *Journal of Services Research*, 5. Jg., Heft 1, S. 77-99.
- Bhushan, R.* (1989): Firm Characteristics and Analyst Following, in: *Journal of Accounting & Economics*, 11. Jg., Heft 2/3, S. 255-274.
- Biong, H.* (1993): Satisfaction and Loyalty to Suppliers Within the Grocery Trade, in: *European Journal of Marketing*, 27. Jg., Heft 7, S. 21-38.
- Bitner, M.J.* (1990): Evaluating Service Encounters: The Effects of Physical Surroundings and Employee Responses, in: *Journal of Marketing*, 54. Jg., Heft 2, S. 69-82.

- Bitner, M.J., Booms, B.H., Mohr, L.A.* (1994): Critical Service Encounters: The Employee's Viewpoint, in: *Journal of Marketing*, 58. Jg., Heft 4, S. 95-106.
- Bittner, T.* (1996): Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, Köln.
- Bliemel, F., Eggert, A., Fassot, G., Henseler, J.* (2005): Die PLS-Pfadmodellierung: Mehr als eine Alternative zur Kovarianzstrukturanalyse, in: Bliemel, F. et al. (Hrsg.), *Handbuch PLS-Pfadmodellierung*, Stuttgart, S. 9-16.
- Blitz, J.* (2000): Namensaktien - kein Clearingproblem, in: Rosen von, R., Seifert, W.G. (Hrsg.), *Die Namensaktie - Schriften zum Kapitalmarkt (Band 3)*, Eschborn, S. 373-385.
- Bohrnstedt, G.* (1970): Reliability and Validity Assessment in Attitude Measurement, in: Summers, G. (Hrsg.), *Attitude Measurement*, London, S. 80-99.
- Bolfing, C., Woodruff, R.B.* (1988): Effects of Situational Involvement on Consumers' Use of Standards in Satisfaction, Dissatisfaction Processes, in: *Journal of Consumer Satisfaction, Dissatisfaction and Complaining Behavior*, 1. Jg., Heft 1, S. 16-24.
- Bollen, K.* (1989): *Structural Equation Models With Latent Variables*, New York.
- Bollen, K., Lennox, R.* (1991): Conventional Wisdom on Measurement: A Structural Equation Perspective, in: *Psychological Bulletin*, 110. Jg., Heft 2, S. 305-314.
- Bolton, R.N., Drew, J.H.* (1991): A Longitudinal Analysis of the Impact of Service Changes on Customer Attitudes, in: *Journal of Marketing*, 55. Jg., Heft 1, S. 1-9.
- Borg, I., Staufenbiel, T.* (1997): *Theorie und Methoden der Skalierung*, 3. Aufl., Bern.
- Bortz, J., Döring, M.* (2002): *Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler*, 3. Aufl., Berlin.
- Boshoff, C., Gray, B.* (2004): The Relationships Between Service Quality, Customer Satisfaction and Buying Intentions in the Private Hospital Industry, in: *South African Journal of Business Management*, 35. Jg., Heft 4, S. 27-37.
- Botosan, C.A.* (1997): Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, in: *Accounting Review*, 72. Jg., Heft 3, S. 323-349.
- Botosan, C.A., Plumlee, M.A.* (2002): A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, in: *Journal of Accounting Research*, 40. Jg., Heft 1, S. 21-40.
- Boulding, W., Kalra, A., Staelin, R., Zeithaml, V.A.* (1993): A Dynamic Process Model of Service Quality: From Expectations to Behavioral Intentions, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 30. Jg., Heft 1, S. 7-27.
- Bourque, L.B., Fielder, E.P.* (2003): *How to Conduct Self-Administered and Mail Surveys*, 2. Aufl., Thousand Oaks, London, New Delhi.
- Bowen, R.M., Davis, A.K., Matsumoto, D.A.* (2002): Do Conference Calls Affect Analysts' Forecasts?, in: *Accounting Review*, 77. Jg., Heft 2, S. 285-316.
- Bracklo, M., Bilstein, A.* (2002): Value Reporting, Kapitalmarkt und Unternehmensbewertung, in: Küting, K., Weber, C.-P. (Hrsg.), *Vom Financial Accounting zum Business Reporting - Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung und integrierte Unternehmenssteuerung*, Stuttgart, S. 219-233.
- Brady, M.K., Cronin Jr., J.J.* (2001): Some New Thoughts on Conceptualizing

- Perceived Service Quality: A Hierarchical Approach, in: *Journal of Marketing*, 65. Jg., Heft 3, S. 34-49.
- Brady, M.K., Cronin, J.J., Brand, R.R.* (2002): Performance-Only Measurement of Service Quality: A Replication and Extension, in: *Journal of Business Research*, 55. Jg., Heft 1, S. 17-31.
- Brammer, R.P.* (2000): Die Einführung der ersten globalen Namensaktie am Beispiel der DaimlerChrysler AG, in: *Deutscher Investor Relations Kreis e.V.* (Hrsg.), *Investor Relations - Professionelle Kapitalmarktkommunikation*, Wiesbaden, S. 227-241.
- Braunstein, C.* (2001): *Einstellungsforschung und Kundenbindung*, Wiesbaden.
- Brennan, M.J., Tamarowski, C.* (2000): Investor Relations, Liquidity and Stock Prices, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 12. Jg., Heft 4, S. 26-37.
- Brennan, M.J., Subrahmanyam, A.* (1995): Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets, in: *Journal of Financial Economics*, 38. Jg., Heft 3, S. 361-381.
- Brennan, M.J., Subrahmanyam, A.* (1996): Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns, in: *Journal of Financial Economics*, 41. Jg., Heft 3, S. 441-464.
- Brenner, L.A., Koehler, D.J., Liberman, V., Tversky, A.* (1996): Overconfidence in Probability and Frequency Judgements: A Critical Examination, in: *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 65. Jg., Heft 3, S. 212-219.
- Brockman, P., Chung, D.Y.* (2003): Investor Protection and Firm Liquidity, in: *Journal of Finance*, 58. Jg., Heft 2, S. 921-938.
- Brown, L.D.* (1993): Earnings Forecasting Research: Its Implications for Capital Markets Research, in: *International Journal of Forecasting*, 9. Jg., Heft 3, S. 295-320.
- Brown, T.J., Churchill, J., Peter, J.P.* (1993): Research Note: Improving the Measurement of Service Quality, in: *Journal of Retailing*, 69. Jg., Heft 1, S. 127-139.
- Bruhn, M.* (1995): Qualitätssicherung im Dienstleistungsmarketing - eine Einführung in die theoretischen und praktischen Probleme, in: Bruhn, M., Stauss, B. (Hrsg.), *Dienstleistungsqualität*, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 19-46.
- Bruhn, M.* (2001): *Qualitätsmanagement für Dienstleistungen*, 3. Aufl., Berlin, New York.
- Bruhn, M., Homburg, C.* (2001): *Gabler Lexikon Marketing*, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Buchanan, N.S.* (1940): *The Economics of Corporate Enterprises*, New York.
- Buchholz, R.* (2001): *Internationale Rechnungslegung*, Bielefeld.
- Busbee, B.J.* (2001): Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings Over Long-Run Value?, in: *Contemporary Accounting Research*, 18. Jg., Heft 2, S. 207-246.
- Busbee, B.J.* (1998): The Influence of Institutional Investors in Myopic R&D Investment Behavior, in: *Accounting Review*, 73. Jg., Heft 3, S. 305-333.
- Busbee, B.J., Noe, C.F.* (2000): Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility, in: *Journal of Accounting Research*, 38. Jg., Heft 3, S. 171-202.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., Smith, A.* (2004): Financial Accounting Information, Organizational Complexity and

- Corporate Governance Systems, in: *Journal of Accounting & Economics*, 37. Jg., Heft 2, S. 167-201.
- Buzby, S.L.* (1974): Selected Items of Information and Their Disclosure in Annual Reports, in: *Accounting Review*, 49. Jg., Heft 3, S. 423-435.
- Byrd, J., Goulet, W., Johnson, M.* (1993): Finance Theory and the New Investor Relations, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 29. Jg., Heft 2, S. 48-54.
- Cadotte, E.R., Woodruff, R.B., Jenkins, R.L.* (1987): Expectations and Norms in Models of Consumer Satisfaction, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 24. Jg., Heft 3, S. 305-314.
- Callahan, C.M., Lee, C.M.C., Yohn, T.L.* (1997): Accounting Information and Bid-Ask Spreads, in: *Accounting Horizons*, 11. Jg., Heft 4, S. 50-60.
- Campbell, D., Fiske, D.* (1959): Convergent and Discriminant Validation By the Multitrait-Multimethod Matrix, in: *Psychological Bulletin*, 56. Jg., Heft 1, S. 81-105.
- Carman, J.M.* (1990): Consumer Perceptions of Service Quality: An Assessment of the SERVQUAL Dimensions, in: *Journal of Retailing*, 66. Jg., Heft 1, S. 33-55.
- Carman, J.M.* (2000): Patient Perceptions of Service Quality: Combining the Dimensions, in: *Journal of Services Marketing*, 14. Jg., Heft 4/5, S. 337-352.
- Carrell, M.R., Dittrich, J.E.* (1978): Equity Theory: The Recent Literature, Methodological Considerations, and New Directions, in: *Academy of Management Review*, 3. Jg., Heft 2, S. 202-210.
- Cassel, C., Hackl, P., Westlund, A.H.* (1999): Robustness of Partial Least-Squares Method for Estimating Latent Variable Quality Structures, in: *Journal of Applied Statistics*, 26. Jg., Heft 4, S. 435-446.
- Chan, L.K., Lakonishok, J.* (1995): The Behavior of Stock Prices Around Institutional Trades, in: *Journal of Finance*, 50. Jg., Heft 4, S. 1147-1174.
- Chandra, G.* (1974): A Study of the Consensus on Disclosure Among Public Accountants and Security Analysts, in: *Accounting Review*, 49. Jg., Heft 4, S. 733-742.
- Chang, L.S., Most, K.S.* (1981): An International Comparison of Investor Uses of Financial Statements, in: *International Journal of Accounting*, 17. Jg., Heft 1, S. 43-60.
- Chang, L.S., Most, K.S., Brain, C.W.* (1983): The Utility of Annual Reports: An International Study, in: *Journal of International Business Studies*, 14. Jg., Heft 1, S. 63-84.
- Chatlos, W.* (1974): What is Investor Relations, in: Roalman, A.R. (Hrsg.), *Investor Relations Handbook*, New York, S. 3-19.
- Chen, C.R., Steiner, T.L.* (2000): Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Nonlinear Simultaneous Equations Model, in: *Journal of Economics & Business*, 52. Jg., Heft 4, S. 365-383.
- Chiang, R., Venkatesh, P.C.* (1988): Insider Holdings and Perceptions of Information Asymmetry: A Note, in: *Journal of Finance*, 43. Jg., Heft 4, S. 1041-1048.
- Chin, W.W.* (1998a): Issues and Opinion on Structural Equation Modeling, in: *MIS Quarterly*, 22. Jg., Heft 1, S. vii-xvi.
- Chin, W.W.* (1998b): The Partial Least Square Approach to Structural Equation Modeling, in: Marcoulides, G.A. (Hrsg.), *Modern Methods for Business*

- Research*, Mahwah, NJ, S. 295-336.
- Chin, W.W., Gopal, A.* (1995): Adoption Intention in GSS: Relative Importance of Beliefs, in: *Data Base Advances*, 26. Jg., Heft 2/3, S. 42-64.
- Chin, W.W., Marcolin, B.L., Newsted, P.R.* (2003): A Partial Least Squares Latent Variable Modeling Approach for Measuring Interaction Effects: Results From a Monte Carlo Simulation Study and an Electronic-Mail Emotion/ Adoption Study, in: *Information Systems Research*, 14. Jg., Heft 2, S. 189-217.
- Chin, W.W., Newsted, P.R.* (1999): Structural Equation Modeling Analysis With Small Samples Using Partial Least Squares, in: Hoyle, R.H. (Hrsg.), *Statistical Strategies for Small Sample Research*, Thousand Oaks, S. 307-342.
- Chung, K.H.* (2000): Marketing of Stocks By Brokerage Firms: The Role of Financial Analysts, Working Paper, Buffalo School of Management.
- Chung, K.H., Jo, H.* (1996): The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 31. Jg., Heft 4, S. 493-512.
- Chung, K.H., McInish, T.H., Wood, R.A., Wyhowski, D.J.* (1995): Production of Information, Information Asymmetry, and the Bid-Ask Spread: Empirical Evidence From Analysts' Forecasts, in: *Journal of Banking & Finance*, 19. Jg., Heft 6, S. 1025-1046.
- Churchill Jr., G.A.* (1979): A Paradigm for Developing Better Measures of Marketing Constructs, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 16. Jg., Heft 1, S. 64-73.
- Churchill Jr., G.A.* (1999): *Marketing Research - Methodological Foundation*, 7. Aufl., Fort Worth, Philadelphia, San Diego, New York, Orlando, Austin.
- Churchill Jr., G.A., Surprenant, C.* (1982): An Investigation Into the Determinants of Customer Satisfaction, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 19. Jg., Heft 4, S. 491-504.
- Clarkson, P., Guedes, J., Thompson, R.* (1996): On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 31. Jg., Heft 1, S. 69-84.
- Clement, M.B., Tse, S.Y.* (2003): Do Investors Respond to Analysts' Forecast Revisions as If Forecast Accuracy Is All That Matters?, in: *Accounting Review*, 78. Jg., Heft 1, S. 227-249.
- Coase, R.H.* (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica*, 4. Jg., Heft 2, S. 386-405.
- Cohen, J.* (1988): *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*, Hillsdale, NJ.
- Coleman, I., Eccles, R.G.* (1997): Pursuing Value: Reporting Gaps in the United Kingdom, PriceWaterhouseCoopers (PWC).
- Coles, J.L., Loewenstein, U.* (1988): Equilibrium Pricing and Portfolio Composition in the Presence of Uncertain Parameters, in: *Journal of Financial Economics*, 22. Jg., Heft 2, S. 279-303.
- Coles, J.L., Loewenstein, U.* (1995): On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 30. Jg., Heft 3, S. 347-364.
- Commons, J.R.* (1931): Institutional Economics, in: *American Economic Review*, 21. Jg., Heft 4, S. 648-657.
- Commons, J.R.* (1990): *Institutional Economics. Its Place in Political Economy*, New Brunswick, London.

- Copeland, T.E., Galai, D.* (1983): Information Effects on the Bid-Ask Spread, in: *Journal of Finance*, 38. Jg., Heft 5, S. 1457-1469.
- Cornelsen, J.* (1996): Kundenwert - Begriff und Bestimmungsfaktoren, Working Paper, Universität Erlangen-Nürnberg.
- Corsten, H.* (1985): Die Produktion von Dienstleistungen, Berlin.
- Cortina, J.M.* (1993): What Is Coefficient Alpha? An Examination of Theory and Applications, in: *Journal of Applied Psychology*, 78. Jg., Heft 1, S. 98-104.
- Cronbach, L.J.* (1947): Test "Reliability": Its Meaning and Determination, in: *Psychometrika*, 12. Jg., Heft 1, S. 1-16.
- Cronbach, L.J.* (1951): Coefficient Alpha and the Internal Structure of Tests, in: *Psychometrika*, 16. Jg., Heft 3, S. 297-334.
- Cronbach, L.J., Meehl, P.E.* (1955): Construct Validity in Psychological Tests, in: *Psychological Bulletin*, 52. Jg., Heft 3, S. 281-302.
- Cronin Jr., J.J., Taylor, S.A.* (1992): Measuring Service Quality: A Reexamination and Extension, in: *Journal of Marketing*, 56. Jg., Heft 3, S. 55-68.
- Cronin Jr., J.J., Taylor, S.A.* (1994): SERVPERF Versus SERVQUAL: Reconciling Performance-Based and Perceptions-Minus-Expectations Measurement of Service Quality, in: *Journal of Marketing*, 58. Jg., Heft 1, S. 125-131.
- Dabholkar, P.A., Shepherd, C.D., Thorpe, D.I.* (2000): A Comprehensive Framework for Service Quality: An Investigation of Critical Conceptual and Measurement Issues Through a Longitudinal Study, in: *Journal of Retailing*, 76. Jg., Heft 2, S. 139-173.
- Darrough, M.N.* (1993): Disclosure Policy and Competition: Cournot Vs. Bertrand, in: *The Accounting Review*, 68. Jg., Heft 3, S. 534-561.
- De Bondt, W.F.M.* (1993): Betting on Trends: Intuitive Forecasts of Financial Risk and Return, in: *International Journal of Forecasting*, 9. Jg., Heft 3, S. 355-371.
- Decker, F.* (1975): Einführung in die Dienstleistungsökonomie, Paderborn.
- Dempsey, S.J., Gatti, J.F.* (1997): The Use of Strategic Performance Variables as Leading Indicators in Financial Analysts' Forecasts, in: *Journal of Financial Statement Analysis*, 2. Jg., Heft 4, S. 61-80.
- Demsetz, H.* (1967): Toward a Theory of Property Rights, in: *American Economic Review*, 57. Jg., Heft 2, S. 347-359.
- Demsetz, H.* (1968): The Cost of Transacting, in: *Quarterly Journal of Economics*, 82. Jg., Heft 1, S. 33-53.
- Demsetz, H.* (1983): The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, in: *Journal of Law & Economics*, 26. Jg., Heft 2, S. 375-390.
- Deppe, L., Omer, S.C.* (2000): Disclosing Disaggregated Information, in: *Journal of Accountancy*, 190. Jg., Heft 3, S. 47-54.
- Deutsche Bundesbank* (2004): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2003, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank* (2005): Zahlungsbilanzstatistik, Stand: 11. 05. 2005, Frankfurt am Main.
- Deutsches Aktieninstitut (DAI)* (2004): DAI-Factbook, Frankfurt am Main.
- Deutsches Aktieninstitut (DAI)* (2005): DAI Kurzstudie 1/2005, Frankfurt am Main.
- DeVellis, R.F.* (2003): Scale Development - Theory and Applications, 2. Aufl., Thousand Oaks, California.
- Diamantopoulos, A., Winklhofer, H.M.* (2001): Index Construction With Formative Indicators: An Alternative to Scale Development, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 38. Jg., Heft 2, S. 269-277.
- Diamond, D.W., Verrecchia, R.E.* (1991): Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, in: *Journal of Finance*, 46. Jg., Heft 4, S. 1325-1359.
- Diehl, U.* (2001): Investmentanalysten, in: Achleitner, A.-K., Bassen, A. (Hrsg.), *Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte*, Stuttgart, S. 397-420.
- Diehl, U., Loistl, O., Rehkugler, H.* (1998): Effiziente Kapitalmarktkommunikation, Stuttgart.
- Diekmann, A.* (2002): Empirische Sozialforschung - Grundlagen, Methoden, Anwendungen, 8. Aufl., Reinbek.
- Diller, H.* (2001): Vahlens großes Marketing Lexikon - Band 1: A - L, München.
- Donabedian, A.* (1980): The Definition of Quality and Approaches to Its Assessment, *Explorations in Quality, Assessment and Monitoring*, Vol. 1, Ann Arbor.
- Drill, M.* (1995): Investor Relations: Funktion, Instrumentarium und Management der Beziehungspflege zwischen schweizerischen Publikums-gesellschaften und ihre Investoren, Bern, Stuttgart, Wien.
- Eccles, R.G., Fletcher, J.K.* (2000): Value and Reporting in the Banking Industry, *PriceWaterhouseCoopers (PWC)*.
- Eccles, R.G., Herz, R.H., Keegan, M.E., Phillips, D.M.H.* (2001): The Value Reporting Revolution, New York, Chichester, Weinheim, Brisbane, Singapore, Toronto.
- Eccles, R.G., Herz, R.H., Keegan, M.E., Phillips, D.M.H.* (2002): Die Value Reporting Revolution, Weinheim.
- Eccles, R.G., Kahn, H.D.* (1998): Pursuing Value: The Information Reporting Gap in the U.S. Capital Markets, *PriceWaterhouseCoopers (PWC)*.
- Eccles, R.G., Mavrinac, S.C.* (1995): Improving the Corporate Disclosure Process, in: *Sloan Management Review*, 36. Jg., Heft 4, S. 11-25.
- Eccles, R.G., Nelligan, M.P.* (2000): Value and Reporting in the Insurance Industry, *PriceWaterhouseCoopers (PWC)*.
- Eccles, R.G., Phillips, D.M.H., Richards, H.M.* (1998): Reporting Gaps in the United Kingdom - The Chief Executive's Perspective, *PriceWaterhouseCoopers (PWC)*.
- Eccles, R.G., Weibel, P.F.* (1998): Pursuing Value: The Information Reporting Gap in the Swiss Capital Market, o.O.
- Efron, B., Gong, G.* (1983): A Leisurely Look at the Bootstrap, the Jackknife, and Cross-Validation, in: *American Statistician*, 37. Jg., Heft 1, S. 36-48.
- Efron, B., Tibshirani, R.* (1993): An Introduction to the Bootstrap, New York.
- Eggert, A., Fassot, G.* (2003): Zur Verwendung formativer und reflektiver Indikatoren in Strukturgleichungsmodellen - Ergebnisse einer Metaanalyse und Anwendungsempfehlungen, Paper der 65. VHB-Pfingsttagung.
- Eggert, A., Fassot, G., Helm, S.* (2005): Identifizierung und Quantifizierung medierender und moderierender Effekte in komplexen Kausalstrukturen, in: Bliemel, F. et al. (Hrsg.), *Handbuch PLS-Pfadmodellierung*, Stuttgart, S. 101-116.

- Elliott, R.K., Jacobson, P.D.* (1994): Costs and Benefits of Business Information Disclosure, in: *Accounting Horizons*, 8. Jg., Heft 4, S. 80-96.
- Ellis, C.D.* (1985): How to Manage Investor Relations, in: *Financial Analysts Journal*, 41. Jg., Heft 2, S. 34-41.
- Eng, L.L., Teo, K.T.* (2000): The Relation Between Annual Report Disclosures, Analysts' Earnings Forecasts and Analyst Following: Evidence From Singapore, in: *Pacific Accounting Review*, 11. Jg., Heft 2, S. 219-239.
- Epps, T.W.* (1976): The Stochastic Dependence of Security Price Changes and Transaction Volumes in a Model With Temporarily Dependent Price Changes, in: *Journal of the American Statistical Association*, 71. Jg., Heft 356, S. 830-835.
- Epstein, M.J., Palepu, K.G.* (1999): What Financial Analysts Want, in: *Strategic Finance*, 80. Jg., Heft 10, S. 49-52.
- Epstein, M.J., Pava, M.L.* (1993): The Shareholder's Use of Corporate Annual Reports, Greenwich.
- Erlei, M.* (2004): Information, Wissensverteilung und Wissensnutzung aus ökonomischer Sicht, in: Held, M., Kubon-Gilke, G., Sturn, R. (Hrsg.), *Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik*, Marburg, S. 37-65.
- Erlei, M., Jost, P.* (2001): Theoretische Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, in: Jost, P. (Hrsg.), *Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre*, Stuttgart, S. 35-75.
- Ernst&Young* (1997): *Measures That Matter*, New York.
- Ernst, E., Gassen, J., Pellens, B.* (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre. Eine Befragung privater und

- institutioneller Anleger zu Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Wahrnehmung von Stimmrechten, Frankfurt am Main.
- Everling, O.* (2001): Rating-Agenturen, in: Achleitner, A.-K., Bassen, A. (Hrsg.), *Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte*, Stuttgart, S. 463-486.
- Ewert, R., Wagenhofer, A.* (2000): Neuere Ansätze zur theoretischen Fundierung von Rechnungslegung und Prüfung, in: Lachnit, L., Freidank, C.-C. (Hrsg.), *Investororientierte Unternehmenspublizität - Neue Entwicklungen von Rechnungslegung, Prüfung und Jahresabschlussanalyse*, Wiesbaden, S. 31-60.
- Falkenstein, E.G.* (1996): Preferences for Stock Characteristics as Revealed By Mutual Fund Portfolio Holdings, in: *Journal of Finance*, 51. Jg., Heft 1, S. 111-135.
- Fama, E.F.* (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: *Journal of Finance*, 25. Jg., Heft 2, S. 383-417.
- Fama, E.F.* (1976): Reply, in: *Journal of Finance*, 31. Jg., Heft 1, S. 143-145.
- Fama, E.F.* (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: *Journal of Political Economy*, 88. Jg., Heft 2, S. 288-307.
- Fama, E.F.* (1991): Efficient Capital Markets: II, in: *Journal of Finance*, 46. Jg., Heft 5, S. 1575-1617.
- Fama, E.F., Jensen, M.C.* (1983): Agency Problems and Residual Claims, in: *Journal of Law & Economics*, 26. Jg., Heft 2, S. 327-350.
- Fassnacht, M.* (2003): Eine dienstleistungsorientierte Perspektive des Handelsmarketing, Wiesbaden.

- Fassot, G.* (2005): Die PLS-Pfadmodellierung: Entwicklungsrichtungen, Möglichkeiten, Grenzen, in: Bliemel, F. et al. (Hrsg.), *Handbuch PLS-Pfadmodellierung*, Stuttgart, S. 19-29.
- Fassot, G., Eggert, A.* (2005): Zur Verwendung formativer und reflektiver Indikatoren in Strukturgleichungsmodellen: Bestandsaufnahme und Anwendungsempfehlungen, in: Bliemel, F. et al. (Hrsg.), *Handbuch PLS-Pfadmodellierung*, Stuttgart, S. 30-47.
- Financial Accounting Standards Board (FASB)* (1980): *Qualitative Characteristics of Accounting Information*; SFAC No. 2, Norwalk, Connecticut.
- Financial Accounting Standards Board (FASB)* (2001): *Improving Business Reporting: Insights Into Enhancing Voluntary Disclosures*, New York.
- Firth, M.* (1978): A Study of the Consensus of the Perceived Importance of Disclosure of Individual Items in Corporate Annual Reports, in: *International Journal of Accounting*, 14. Jg., Heft 1, S. 57-70.
- Fisk, R., Young, C.* (1985): Disconfirmation of Equity Expectations: Effects on Consumer Satisfaction With Services, in: Hirschman, E.C., Holbrook, H. (Hrsg.), *Advances in Consumer Research*, Ann Arbor, S. 340-345.
- Fisk, R.P., Brown, S.W., Bitner, M.J.* (1993): Tracking the Evolution of the Services Marketing Literature, in: *Journal of Retailing*, 69. Jg., Heft 1, S. 61-103.
- Folkes, V.S.* (1984): Consumer Reactions to Product Failure: An Attributional Approach, in: *Journal of Consumer Research*, 10. Jg., Heft 4, S. 398-409.
- Fornell, C.* (1982): A Second Generation of

- Multivariate Analysis - An Overview, in: Fornell, C. (Hrsg.), *A Second Generation of Multivariate Analysis*, New York, S. 1-21.
- Fornell, C., Cha, J.* (1994): Partial Least Squares, in: Bagozzi, R. (Hrsg.), *Advanced Methods of Marketing Research*, Cambridge, S. 52-78.
- Fornell, C., Johnson, M.D., Anderson, E.W., Jaesung, C., Bryant, B.E.* (1996): The American Customer Satisfaction Index: Nature, Purpose, and Findings, in: *Journal of Marketing*, 60. Jg., Heft 4, S. 7-18.
- Fornell, C., Larcker, D.F.* (1981): Evaluating Structural Equation Models With Unobservable Variables and Measurement Error, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 18. Jg., Heft 1, S. 39-50.
- Francis, J., Hanna, J., Philbrick, D.R.* (1997): Management Communications With Securities Analysts, in: *Journal of Accounting & Economics*, 24. Jg., Heft 3, S. 363-394.
- Francis, J., Soffer, L.* (1997): The Relative Informativeness of Analysts' Stock Recommendations and Earnings Forecast Revisions, in: *Journal of Accounting Research*, 35. Jg., Heft 2, S. 193-211.
- Franke, G., Hax, H.* (1999): *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, Berlin, Heidelberg, New York.
- Freidank, C.-C.* (2000): Internationale Rechnungslegungspolitik und Unternehmenswertsteigerung, in: Lachnit, L., Freidank, C.-C. (Hrsg.), *Investororientierte Unternehmenspublizität - Neue Entwicklungen von Rechnungslegung, Prüfung und Jahresabschlussanalyse*, Wiesbaden, S. 3-30.

- Freter, H., Sänger, H. (2000): Internet-Investor Relations: Die informations- ökonomische Perspektive, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., Heft 12, S. 779-786.
- Frishkoff, P., Frishkoff, P.A., Bouwman, M.J. (1984): Use of Accounting Data in Screening By Financial Analysts, in: Journal of Accounting, Auditing & Finance, 8. Jg., Heft 1, S. 44-53.
- Fromlet, H. (2001): Behavioral Finance - Theory and Practical Application, in: Business Economics, 36. Jg., Heft 3, S. 63-69.
- Frubotn, E.G., Pejovich, S. (1972): Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature, in: Journal of Economic Literature, 10. Jg., Heft 4, S. 1137-1162.
- Gassen, J. (2001): Rechnungslegung, in: Jost, P. (Hrsg.), Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart, S. 395-413.
- Gazes, J., Meakin, R., Chambers, D., Ridehalgh, N., Fernandes, F. (2002): Communicating Value: A Survey of Transparency in External Reporting in the Telecommunications Industry, Price-WaterhouseCoopers (PWC).
- Gebhardt, W.R., Lee, C.M.C., Swaminathan, B. (2001): Toward an Implied Cost of Capital, in: Journal of Accounting Research, 39. Jg., Heft 1, S. 135-176.
- Gerecke, U. (1998): Soziale Ordnung in der modernen Gesellschaft: konomik, Systemtheorie, Ethik, Tübingen.
- Gibson, C. (1985): How Chartered Financial Analysts View Financial Ratios, in: Financial Analysts Journal, 43. Jg., Heft 3, S. 74-76.
- Giering, A. (2000): Der Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit und Kundenloyalität: Eine Untersuchung moderierender Effekte, Wiesbaden.
- Givoly, D., Lakonishok, J. (1979): The Information Content of Financial Analysts' Forecasts of Earnings, in: Journal of Accounting & Economics, 1. Jg., Heft 3, S. 165-186.
- Global Reporting Initiative (GRI) (2002): Sustainability Reporting Guidelines, Boston.
- Glosten, L.R., Milgrom, P.R. (1985): Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, in: Journal of Financial Economics, 14. Jg., Heft 1, S. 71-100.
- Goldberg, J., Nietzsche von, R. (1999): Behavioral Finance, München.
- Gompers, P.A., Metrick, A. (1998): How Are Large Institutions Different From Other Investors? Why Do These Differences Matter?, Working Paper, Harvard University.
- Gonedes, N.J. (1980): Public Disclosure Rules, Private Information-Production Decisions, and Capital Market Equilibrium, in: Journal of Accounting Research, 18. Jg., Heft 2, S. 441-476.
- Gottlieb, J.B., Grewal, D., Brown, S.W. (1994): Consumer Satisfaction and Perceived Quality: Complementary or Divergent Constructs?, in: Journal of Applied Psychology, 79. Jg., Heft 6, S. 875-885.
- Götz, O., Liebr-Gobbers, K. (2004): Der Partial-Least-Squares (PLS)-Ansatz zur Analyse von Strukturgleichungsmodellen, Arbeitspapier Nr. 2, Marketing Centrum Münster, Universität Münster.
- Grant, J., Rogers, R. (1999): Firm Characteristics and Level of Analyst Services: An Empirical Investigation, Case Western Reserve University.

- Greenstein, M.M., Sami, H. (1994): The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirements on Bid-Ask Spreads, in: The Accounting Review, 69. Jg., Heft 1, S. 179-199.
- Grönroos, C. (1982): An Applied Service Marketing Theory, in: European Journal of Marketing, 16. Jg., Heft 7, S. 30-41.
- Grönroos, C. (1984): A Service Quality Model and Its Marketing Implications, in: European Journal of Marketing, 18. Jg., Heft 4, S. 36-44.
- Grönroos, C. (1990): Relationship Approach to Marketing in Service Contexts: The Marketing and Organizational Behavior Interface, in: Journal of Business Research, 20. Jg., Heft 1, S. 3-11.
- Grossman, S.J. (1976): On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information, in: Journal of Finance, 31. Jg., Heft 2, S. 573-585.
- Grossman, S.J., Stiglitz, J.E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: American Economic Review, 70. Jg., Heft 3, S. 393-408.
- Gruca, T.S., Rego, L.L. (2005): Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value, in: Journal of Marketing, 69. Jg., Heft 3, S. 115-130.
- Günther, T., Otterbein, S. (1996): Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel fuhrender deutscher Aktiengesellschaften, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), 66. Jg., Heft 4, S. 389-417.
- Haller, S. (1995): Beurteilung von Dienstleistungsqualität, Wiesbaden.
- Hallowell, R. (1996): The Relationships of Customer Satisfaction, Customer Loyalty, and Profitability: An Empirical Study, in: International Journal of Service Industry Management, 7. Jg., Heft 4, S. 27-42.
- Hamilton, J.L. (1978): Marketplace Organization and Marketability: NASDAQ, the Stock Exchange, and the National Market System, in: Journal of Finance, 33. Jg., Heft 2, S. 487-503.
- Hammann, P., Erichson, B. (2000): Marktforschung, 4. Aufl., Stuttgart.
- Hank, B. (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären. Zur Gestaltung von Investor Relations, Frankfurt am Main.
- Hannich, F., Heinrich, T.A., Kachel, P., Oppen von, M.N. (2005): Dual Listing - Eine ökonomische und juristische Analyse der Auslandsnotierungen deutscher Unternehmen, Frankfurt am Main.
- Harrer, H., Mölling, A. (2001): Verbesserung der Investor Relations durch Namenaktien, in: Achleitner, A.K., Bassen, A. (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte, Stuttgart, S. 381-393.
- Hartline, M.D., Ferrell, O.C. (1996): The Management of Customer-Contract Service Employees: An Empirical Investigation, in: Journal of Marketing, 60. Jg., Heft 4, S. 52-70.
- Hartmann, H.K. (1968): Die große Publikums-gesellschaft und ihre Investor Relations, Berlin.
- Hauser, R.M., Goldberger, A.S. (1971): The Treatment of Unobservable Variables in Path Analysis, in: Costner, H.L. (Hrsg.), Sociological Methodology, San Francisco, S. 365-375.
- Healy, P.M., Hutton, A.P., Palepu, K.G. (1999): Stock Performance and Inter-

- mediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, in: Contemporary Accounting Research, 16. Jg., Heft 3, S. 485-520.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. (2001): Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature, in: Journal of Accounting & Economics, 31. Jg., Heft 1-3, S. 405-440.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. (1993): The Effect of Firm's Financial Disclosure Strategies on Stock Prices, in: Accounting Horizons, 7. Jg., Heft 1, S. 1-11.
- Heider, F. (1958): The Psychology of Interpersonal Relations, New York.
- Heinke, V.G. (1998): Bonitätsrisiko und Credit Rating festverzinslicher Wertpapiere - Eine empirische Untersuchung am Euromarkt, Bad Soden.
- Heisler, J. (1994): Recent Research in Behavioral Finance, in: Financial Markets, Institutions & Instruments, 3. Jg., Heft 1, S. 76-105.
- Hentschel, B. (1990): Die Messung wahrgenommener Dienstleistungsqualität mit SERVQUAL, in: Marketing - Zeitschrift für Forschung und Praxis, 12. Jg., Heft 4, S. 230-240.
- Hentschel, B. (1995): Multiattributive Messung von Dienstleistungsqualität, in: Bruhn, M., Stauss, B. (Hrsg.), Dienstleistungsqualität, Wiesbaden, S. 347-378.
- Herrmann, A., Homburg, C. (2000): Marktforschung: Ziele, Vorgehensweisen und Methoden, in: Herrmann, A., Homburg, C. (Hrsg.), Marktforschung - Methoden, Anwendungen, Praxisbeispiele, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 13-32.
- Herrmann, A., Johnson, M.D. (1999): Die Kundenzufriedenheit als Bestimmungsfaktor der Kundenbindung, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung (zbf), 51. Jg., Heft 6, S. 576-598.
- Herzberg, F. (1964): The Motivation - Hygiene Concept and Problems of Manpower, in: Personnel Administration, 27. Jg., Heft 1, S. 3-7.
- Hiemstra, C., Jones, J.D. (1994): Testing for Linear and Nonlinear Granger Causality in the Stock Price-Volume Relation, in: Journal of Finance, 49. Jg., Heft 5, S. 1639-1664.
- Higgins, L.F., Ferguson, J.M. (1991): Practical Approaches for Evaluating the Quality Dimensions of Professional Accounting Services, in: Journal of Professional Services Marketing, 7. Jg., Heft 1, S. 3-17.
- Hilke, W. (1989): Dienstleistungs-Marketing, Wiesbaden.
- Hjorth-Anderson, C. (1984): The Concept of Quality and the Efficiency of Markets for Consumer Products, in: Journal of Consumer Research, 11. Jg., Heft 2, S. 708-718.
- Hocker, U. (2001): Investor Relations aus Sicht der Privatanleger, in: Achleitner, A.-K., Bassen, A. (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte, Stuttgart, S. 453-462.
- Holbrook, M.B. (1984): Situation-Specific Ideal Points and Usage of Multiple Dissimilar Brands, in: Sheth, J.N. (Hrsg.), Research in Marketing, Greenwich, S. 93-112.
- Holthausen, R.W., Watts, R.L. (2001): The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting, in: Journal of Accounting & Economics, 31. Jg., Heft 1-3, S. 3-75.
- Homburg, C. (2000): Kundennähe von Industriegüterunternehmen: Konzeption - Erfolgsauswirkungen, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Homburg, C., Baumgartner, H. (1998): Beurteilung von Kausalmodellen, in: Hildebrandt, L., Homburg, C. (Hrsg.), Die Kausalanalyse - Instrument der empirischen betriebswirtschaftlichen Forschung, Stuttgart, S. 343-369.
- Homburg, C., Becker, A., Hentschel, F. (2003a): Der Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit und Kundenbindung, in: Bruhn, M., Homburg, C. (Hrsg.), Handbuch Kundenbindungsmanagement - Grundlagen, Konzepte, Erfahrungen, 4. Aufl., Wiesbaden, S. 91-121.
- Homburg, C., Bruhn, M. (2000): Kundenbindungsmanagement - Eine Einführung in die theoretischen und praktischen Problemstellungen, in: Homburg, C., Bruhn, M. (Hrsg.), Handbuch Kundenbindungsmanagement - Grundlagen, Konzepte, Erfahrungen, 3. Aufl., Wiesbaden, S. 3-36.
- Homburg, C., Bucorius, M. (2003): Kundenzufriedenheit als Managementherausforderung, in: Homburg, C. (Hrsg.), Kundenzufriedenheit - Konzepte, Methoden, Erfahrungen, 5. Aufl., Wiesbaden, S. 53-86.
- Homburg, C., Fassnacht, M., Günther, C. (2002a): Erfolgreiche Umsetzung dienstleistungsorientierter Strategien von Industriegüterunternehmen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung (zbf), 54. Jg., Heft 9, S. 487-508.
- Homburg, C., Fassnacht, M., Werner, H. (2003b): Operationalisierung von Kundenzufriedenheit und Kundenbindung, in: Bruhn, M., Homburg, C. (Hrsg.), Handbuch Kundenbindungsmanagement, Wiesbaden, S. 553-575.
- Homburg, C., Giering, A. (1998): Konzeptualisierung und Operationalisierung komplexer Konstrukte - Ein Leitfaden für die Marketingforschung, in: Hildebrandt, L., Homburg, C. (Hrsg.), Die Kausalanalyse - Instrumente der empirischen betriebswirtschaftlichen Forschung, Stuttgart, S. 111-146.
- Homburg, C., Giering, A., Hentschel, F. (2000): Der Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit und Kundenbindung, in: Homburg, C., Bruhn, M. (Hrsg.), Handbuch Kundenbindungsmanagement - Grundlagen, Konzepte, Erfahrungen, 3. Aufl., Wiesbaden, S. 81-112.
- Homburg, C., Hildebrandt, L. (1998): Die Kausalanalyse: Bestandsaufnahme, Entwicklungsrichtungen, Problemfelder, in: Hildebrandt, L., Homburg, C. (Hrsg.), Die Kausalanalyse - Instrument der empirischen betriebswirtschaftlichen Forschung, Stuttgart, S. 15-43.
- Homburg, C., Hoyer, W.D., Fassnacht, M. (2002b): Service Orientation of a Retailer's Business Strategy: Dimensions, Antecedents, and Performance Outcomes, in: Journal of Marketing, 66. Jg., Heft 4, S. 86-101.
- Homburg, C., Koschate, N., Hoyer, W.D. (2005): Do Satisfied Customers Really Pay More? A Study of the Relationship Between Customer Satisfaction and Willingness to Pay, in: Journal of Marketing, 69. Jg., Heft 2, S. 84-96.
- Homburg, C., Pflesser, C. (2000): Strukturgleichungsmodelle mit latenten Variablen: Kausalanalyse, in: Herrmann, A., Homburg, C. (Hrsg.), Marktforschung, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 633-659.

- Homburg, C., Schäfer, H., Schneider, J. (2003c): Sales Excellence: Vertriebsmanagement mit System, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Homburg, C., Stock, R. (2003): Theoretische Perspektiven zur Kundenzufriedenheit, in: Homburg, C. (Hrsg.), Kundenzufriedenheit, 5. Aufl., Wiesbaden, S. 17-51.
- Homburg, C., Werner, H. (1998): Kundenorientierung mit System, Frankfurt am Main.
- Hulland, J. (1999): Use of Partial Least Squares (PLS) in Strategic Management Research: A Review of Four Recent Studies, in: Strategic Management Journal, 20. Jg., Heft 2, S. 195-204.
- Hunt, H.G. (1986): The Separation of Corporate Ownership and Control: Theory, Evidence, and Implications, in: Journal of Accounting Literature, 5. Jg., Heft 1, S. 85-124.
- Huppertz, J.W., Arenson, S.J., Evans, R.H. (1978): An Application of Equity Theory to Buyer-Seller Exchange Situations, in: Journal of Marketing Research (JMR), 15. Jg., Heft 2, S. 250-260.
- Hussain, S. (2000): Simultaneous Determination of UK Analyst Following and Institutional ownership, in: Accounting & Business Research, 30. Jg., Heft 2, S. 111-124.
- Hüttner, M., Schwarting, U. (1997): Grundzüge der Marktforschung, München.
- Hüttner, M., Schwarting, U. (2000): Exploratorische Faktorenanalyse, in: Herrmann, A., Homburg, C. (Hrsg.), Marktforschung - Methoden, Anwendungen, Praxisbeispiele, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Imhoff Jr., E.A., Lobo, G.J. (1992): The Effect of Ex Ante Earnings Uncertainty on Earnings Response Coefficients, in: Accounting Review, 67. Jg., Heft 2, S. 427-439.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2005): International Financial Reporting Standards (IFRSs) Bound Volume 2005, London.
- IRES, Handelsblatt (2001): Investor Relations-Monitor 2001, Düsseldorf.
- IRES, Handelsblatt (2002): Investor Relations-Monitor 2002, Düsseldorf.
- Jacoby, J. (1978): Consumer Research: A State of the Art Review, in: Journal of Marketing, 42. Jg., Heft 2, S. 87-96.
- Janßen, M. (2001): Bedeutung von persönlichen Kontakten zu Investoren und Analysten bei der Ausgestaltung einer erfolgreichen Investor-Relations-Arbeit, in: Achleitner, A.-K., Bassen, A. (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte, Stuttgart, S. 565-593.
- Jarvis, C., MacKenzie, S., Podsakoff, P.M. (2003): A Critical Review of Construct Indicators and Measurement Model Misspecification in Marketing and Consumer Research, in: Journal of Consumer Research, 30. Jg., Heft 2, S. 199-218.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1979): Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination, in: Journal of Business Finance and Accounting, 52. Jg., Heft 4, S. 469-506.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, 3. Jg., Heft 4, S. 305-360.
- Jensen, M.C., Smith, C.W. (1985): Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory, in: Altman, E.I., Subrahmanyam, A. (Hrsg.), Recent Advances in Corporate Finance, Homewood, Ill., S. 93-131.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. (2002): Institutional Ownership and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings, in: Contemporary Accounting Research, 19. Jg., Heft 1, S. 117-145.
- Johnson, J.D. (1989): Establishing the Investor Relations Function, in: Nichols, D.R. (Hrsg.), The Handbook of Investor Relations, Homewood, S. 18-44.
- Jones, T.O., Sasser Jr., W.E. (1995): Why Satisfied Customers Defect, in: Harvard Business Review, 73. Jg., Heft 6, S. 88-99.
- Joos, P. (2000): Discussion of the Economic Consequences of Increased Disclosure, in: Journal of Accounting Research, 38. Jg., Heft 3, S. 125-136.
- Jost, P. (1999): Strategisches Konfliktmanagement in Organisationen, Wiesbaden.
- Jost, P. (2001): Der Transaktionskostensatz im Unternehmenskontext, in: Jost, P. (Hrsg.), Der Transaktionskostensatz in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart, S. 9-34.
- Kabst, R. (2000): Steuerung und Kontrolle Internationaler Joint Venture, München.
- Kaiser, H.F. (1970): A Second Generation Little Jiffy, in: Psychometrika, 35. Jg., Heft 3, S. 401-415.
- Kaiser, J.G., Frings, E.-W. (2002): Catalyzing Corporate Disclosure: Extracting Value in the Chemicals Industry, Price-WaterhouseCoopers (PWC).
- Kamakura, W.A., Wedel, M. (2000): Factor Analysis and Missing Data, in: Journal of Marketing Research (JMR), 37. Jg., Heft 4, S. 490-498.
- Kaplan, R.S., Norton, D.P. (1996): The Balanced Scorecard - Translating Strategy Into Action, Boston.
- Kaufmann, L. (2001): Internationales Beschaffungsmanagement - Gestaltung strategischer Gesamtsysteme und Management einzelner Transaktionen, Wiesbaden.
- Kaul, G., Nimalendran, M. (1990): Price Reversals - Bid-Ask Errors or Market Overreaction?, in: Journal of Financial Economics, 28. Jg., Heft 1/2, S. 67-93.
- Kaulmann, T. (1987): Property Rights und Unternehmenstheorie, München.
- Kelley, H. (1972): Causal Schemata and the Attribution Process, in: Jones, E. (Hrsg.), Attribution: Perceiving the Causes of Behavior, Morristown, S. 151-174.
- Kibed von, G.V. (2001): Konflikte zwischen Aktionäre und Management, Wiesbaden.
- Kiebling, H. (2001): Börsenpsychologie und Behavioral Finance, München.
- Kim, O., Verrecchia, R.E. (1994): Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements, in: Journal of Accounting & Economics, 17. Jg., Heft 1/2, S. 41-67.
- Kinnear, T.C., Taylor, J.R. (1996): Marketing Research - An Applied Approach, 5. Aufl., New York.
- Kleijnen, M., Wetzels, M., Ruyter de, K. (2004): Consumer Acceptance of Wireless Finance, in: Journal of Financial Services Marketing, 8. Jg., Heft 3, S. 206-217.
- Klein, J., Clausen, R. (2000): Fremdkapital - neue Welten für Investor Relations?, in: Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.), Investor Relations - Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 141-151.

- Kleinbaum, D.G., Kupper, L., Müller, K.E., Nizham, A. (1998): Applied Regression Analysts and Other Multivariable Methods, 3. Aufl., Duxbury.
- Kloster, U. (1988): Kapitalkosten und Investitionsentscheidungen, Frankfurt am Main.
- Kötzle, A., Niggemann, M. (2001): Value Reporting, in: Achleitner, A.-K., Basen, A. (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte, Stuttgart, S. 633-651.
- KPMG (1999): International Accounting Standards - Eine Einführung in die Rechnungslegung nach den Grundsätzen des IASC, Stuttgart.
- Krafft, M., Götz, O., Liebr-Gobbers, K. (2005): Die Validierung von Strukturgleichungsmodellen mit Hilfe des Partial-Least-Squares (PLS)-Ansatzes, in: Bliemel, F. et al. (Hrsg.), Handbuch PLS-Pfadmodellierung, Stuttgart, S. 71-86.
- Kristensen, K., Eskildsen, J.K. (2005): PLS Structural Equation Modeling for Customer Satisfaction Measurement: Some Empirical and Theoretical Results, in: Bliemel, F. et al. (Hrsg.), Handbuch PLS-Pfadmodellierung, Stuttgart, S. 117-134.
- Kroeber-Riel, W., Weinberg, P. (2003): Konsumentenverhalten, 8. Aufl., München.
- Kubanová, J. (2004): The Basic Idea of Bootstrap Methods, in: Problems & Perspectives in Management, 2. Jg., Heft 4, S. 240-248.
- Kübner, M. (1971): Die Pflege der Beziehungen zu den Aktionären, in: Beyer, H.-T. (Hrsg.), Finanzstrategie der Unternehmung: Beziehungen zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer, Herne, S. 75-86.
- LaBarbera, P.A., Mazursky, D. (1983): A Longitudinal Assessment of Consumer Satisfaction/Dissatisfaction: The Dynamic Aspect of the Cognitive Process, in: Journal of Marketing Research (JMR), 20. Jg., Heft 4, S. 393-404.
- Labhart, P.A. (1999): Value Reporting, Zürich.
- Lang, M., Lundholm, R. (1993): Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures, in: Journal of Accounting Research, 31. Jg., Heft 2, S. 246-271.
- Lang, M.H., Lundholm, R.J. (1996): Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior, in: Accounting Review, 71. Jg., Heft 4, S. 467-492.
- Langeard, E. (1981): Grundfragen des Dienstleistungsmarketing, in: Marketing - Zeitschrift für Forschung und Praxis, 3. Jg., Heft 4, S. 233-240.
- Langner, E.J. (1975): The Illusion of Control, in: Journal of Personality and Social Psychology, 32. Jg., Heft 2, S. 311-328.
- Laroche, M., Ueltschy, L.C., Abe, S., Cleveland, M., Yannopoulos, P.P. (2004): Service Quality Perceptions and Customer Satisfaction: Evaluating the Role of Culture, in: Journal of International Marketing, 12. Jg., Heft 3, S. 58-85.
- Lassar, W.M., Manolis, C., Winsor, R.D. (2000): Service Quality Perspectives and Satisfaction in Private Banking, in: Journal of Services Marketing, 14. Jg., Heft 2/3, S. 244-271.
- LaTour, S., Peat, N. (1979): Conceptual and Methodological Issues in Consumer Satisfaction Research, in: Wilkie, W. (Hrsg.), Advances in Consumer Research, Ann Arbor, S. 431-437.
- Law, K.S., Wong, C.S. (1999): Multidimensional Constructs in Structural Equation Analysis: An Illustration Using the Job Perception and Job Satisfaction Constructs, in: Journal of Management, 25. Jg., Heft 2, S. 143-160.
- LeCompte, M.D., Preissle, J., Tesch, R. (1992): The Handbook of Qualitative Research in Education, New York.
- Lee, C.M.C., Mucklow, B., Ready, M.J. (1993): Spreads, Depths, and the Impact of Earnings Information: An Intraday Analysis, in: Review of Financial Studies, 6. Jg., Heft 2, S. 345-374.
- Lee, H., Lee, Y., Yoo, D. (2000): The Determinants of Perceived Service Quality and Its Relationship With Satisfaction, in: Journal of Services Marketing, 14. Jg., Heft 2/3, S. 217-231.
- Lee, T.A., Tweedie, D.P. (1975): Accounting Information: An Investigation of Private Shareholder Usage, in: Accounting and Business Research, 5. Jg., Heft 3, S. 280-291.
- Lees, F. (1981): Public Disclosure of Corporate Earnings Forecasts, The Conference Board, New York.
- Leland, H.E., Pyle, D.H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in: Journal of Finance, 32. Jg., Heft 2, S. 371-387.
- LeRoy, S., Porter, R. (1981): The Present Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds, in: Econometrica, 49. Jg., Heft 3, S. 555-574.
- Leuz, C. (2003): IAS Versus U.S. GAAP: Information Asymmetry-Based Evidence from Germany's New Market, in: Journal of Accounting Research, 41. Jg., Heft 3, S. 445-472.
- Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2000): The Economic Consequences of Increased Disclosure, in: Journal of Accounting Research, 38. Jg., Heft 3, S. 91-124.
- Lewis, B.R. (1991): Service Quality: An International Comparison of Bank Customers' Expectations and Perceptions, in: Journal of Marketing Management, 7. Jg., Heft 1, S. 47-62.
- Lienert, G.A. (1969): Testaufbau und Testanalyse, 3. Aufl., Weinheim.
- Lilijander, V., Strandvik, T. (1993): Estimating Zones of Tolerance in Perceived Service Quality and Perceived Service Value, in: International Journal of Service Industry Management, 4. Jg., Heft 2, S. 6-28.
- Link, R. (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, Wiesbaden.
- Lohmöller, J.B. (1989): Latent Variable Path Modeling with Partial Least Squares, Heidelberg.
- Lurie, N.H. (2004): Decision Making in Information - Rich Environments: The Role of Information Structure, in: Journal of Consumer Research, 30. Jg., Heft 4, S. 473-486.
- Lys, T., Sobn, S. (1990): The Association Between Revisions of Financial Analysts' Earnings Forecasts and Security-Price Changes, in: Journal of Accounting & Economics, 13. Jg., Heft 4, S. 341-364.
- Mangold, W.G., Babakus, E. (1991): Service Quality: The Front-Stage Vs. the Back-Stage Perspective, in: Journal of Services Marketing, 5. Jg., Heft 4, S. 59-70.
- Marston, C., Straker, M. (2001): Investor Relations: A European Survey, in: Corporate Communications: An International Journal, 6. Jg., Heft 2, S. 82-93.

- Matsumoto, K., Shivdaswamy, M., Hoban Jr., J.P. (1995): Security Analysts' Views of the Financial Ratios of Manufacturers and Retailers, in: *Financial Practice & Education*, 5. Jg., Heft 2, S. 44-55.
- Matzler, K. (1997): Kundenzufriedenheit und Involvement, Wiesbaden.
- Maynes, E.S. (1976): The Concept and Measurement of Product Quality, in: *Household Production and Consumption*, 4. Jg., Heft 5, S. 529-559.
- Mazis, M.B., Abtola, O.T., Klippel, R.E. (1975): A Comparison of Four Multi-Attribute Models in the Prediction of Consumer Attitudes, in: *Journal of Consumer Research*, 2. Jg., Heft 1, S. 38-52.
- McDougall, G.H.G., Snetsinger, D. (1990): The Intangibility of Services: Measurement and Competitive Perspectives, in: *Journal of Services Marketing*, 4. Jg., Heft 4, S. 27-40.
- McMartin, I. (2001): Retail & Consumer Reporting in the 21st Century: What the Market Thinks, PriceWaterhouseCoopers (PWC).
- McNeal, J., Lamb, C. (1979): Consumer Satisfaction as a Measure of Marketing Effectiveness, in: *Akron Business and Economic Review*, 53. Jg., Heft 2, S. 66-79.
- Meffert, H., Bruhn, M. (1981): Beschwerdeverhalten und Zufriedenheit von Konsumenten, in: *Die Betriebswirtschaft*, 41. Jg., Heft 4, S. 597-613.
- Meffert, H., Bruhn, M. (1997): Dienstleistungsmarketing: Grundlagen - Konzepte - Methoden, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Menken, K. (1993): Informationsökonomie, Bilanztheorie und HGB 1985, Göttingen.
- Merkel, H. (2000): Die Geschichte der Namenaktie, in: Rosen von, R., Seifert, W.G. (Hrsg.), *Die Namensaktie - Schriften zum Kapitalmarkt* (Band 3), Eschborn, S. 63-95.
- Merton, R.C. (1987): A Simple Model of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information, in: *Journal of Finance*, 42. Jg., Heft 3, S. 483-510.
- Meyer, M. (2005): Akteursmodell und ökonomischer Ansatz - Eine Verhältnisbestimmung, WHU-Forschungspapier Nr. 106, Vallendar.
- Meyer, M., Heine, B.O. (2005): Motivation und Einordnung des „Akteursmodells“ - Überlegungen zur Integration von Anreizen und Kognition in der betriebswirtschaftlichen Forschung, WHU Forschungspapier Nr. 105, Vallendar.
- Miles, M.B., Huberman, A.M. (1994): *Qualitative Data Analysis - An Expanded Sourcebook*, 2. Aufl., Thousand Oaks, London, New Delhi.
- Milgrom, P.R. (1981): Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications, in: *Bell Journal of Economics*, 12. Jg., Heft 2, S. 380-391.
- Milgrom, P.R., Roberts, J. (1992): *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, NJ.
- Miller, I.W., Norman, W.H. (1979): Learned Helplessness in Humans: A Review and Attribution Theory Model, in: *Psychological Bulletin*, 86. Jg., Heft 1, S. 93-118.
- Mittal, B., Lassar, W.M. (1998): Why Do Customers Switch? The Dynamics of Satisfaction Versus Loyalty, in: *Journal of Services Marketing*, 12. Jg., Heft 2/3, S. 177-194.
- Mittal, V., Kamakura, W.A. (2001): Satisfaction, Repurchase Intent, and Repurchase Behavior: Investigating the Moderating Effect of Customer Characteristics, in: *Journal of Marketing Research* (JMR), 38. Jg., Heft 1, S. 131-142.
- Mittal, V., Kamakura, W.A., Govind, R. (2004): Geographic Patterns in Customer Service and Satisfaction: An Empirical Investigation, in: *Journal of Marketing*, 68. Jg., Heft 3, S. 48-62.
- Mittal, V., Ross, W.T., Baldasare, P.M. (1998): The Asymmetric Impact of Negative and Positive Attribute-Level Performance on Overall-Satisfaction and Repurchase Intentions, in: *Journal of Marketing*, 62. Jg., Heft 1, S. 33-47.
- Moizer, P., Arnold, J. (1984): Share Appraisal By Investment Analysts: Portfolio Vs. Non-Portfolio Managers, in: *Accounting and Business Research*, 14. Jg., Heft 56, S. 341-348.
- Morrison Coulthard, L.J. (2004): Measuring Service Quality, in: *International Journal of Market Research*, 46. Jg., Heft 4, S. 479-497.
- Morschett, D. (2003): Formen von Kooperationen, Allianzen und Netzwerken, in: Zentes, J., Swoboda, B., Morschett, D. (Hrsg.), *Kooperationen, Allianzen und Netzwerke*, Wiesbaden, S. 388-413.
- Moyer, A.C., Chatfield, R.E., Sisneros, P.M. (1989): Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 24. Jg., Heft 4, S. 503-512.
- Münchow, M.-M. (1995): Agency Theorie, in: Schoppe, S.G. (Hrsg.), *Moderne Theorie der Unternehmung*, München, Wien, S. 180-233.
- Nick, J., Antony, H. (1998): Customer Expectations Versus Perceptions of Service Performance in the Foodservice Industry, in: *International Journal of Service Industry Management*, 9. Jg., Heft 3, S. 248.
- Niedernhuber, G. (1988): Ausschüttungsregelungen für Aktiengesellschaften. Eine ökonomische Analyse, Hamburg.
- Nieschlag, R., Dichtl, E., Hörschgen, H. (2002): *Marketing*, Berlin.
- Nietzsch von, R., Friedrich, C., Pulham, S. (2001): Investor Relations aus der Perspektive des Behavioral Finance, in: Achleitner, A.K., Bassen, A. (Hrsg.), *Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte*, Stuttgart, S. 143-158.
- Nix, P. (2000): Die Zielgruppen von Investor Relations, in: *Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.), Investor Relations*, Wiesbaden, S. 35-43.
- Nunnally, J. (1978): *Psychometric Theory*, 3. Aufl., New York.
- Nunnally, J.C., Bernstein, I.H. (1994): *Psychometric Theory*, 4. Aufl., New York.
- O'Brien, P.C., Bhusban, R. (1990): Analyst Following and Institutional Ownership, in: *Journal of Accounting Research*, 28. Jg., Heft 3, S. 55-82.
- Odean, T. (1998): Volume, Volatility, Price and Profit - When All Traders Are Above Average, in: *Journal of Finance*, 53. Jg., Heft 6, S. 1887-1934.
- Oehler, A. (2000): Behavioral Finance - Theoretische, empirische und experimentelle Befunde unter Marktrelevanz, in: *Österreichisches Bank Archiv*, 14. Jg., Heft 11, S. 978-989.
- Oliver, R.L. (1981): Measurement and Evaluation of Satisfaction Processes in Retail Settings, in: *Journal of Retailing*, 57. Jg., Heft 3, S. 25-48.
- Oliver, R.L. (1980): A Cognitive Model of the Antecedents and Consequences of Satisfaction Decisions, in: *Journal of*

- Marketing Research (JMR), 17. Jg., Heft 4, S. 460-469.
- Oliver, R.L.* (1996): Varieties of Value in the Consumption Satisfaction Response, in: Advances in Consumer Research, 23. Jg., Heft 1, S. 143-147.
- Oliver, R.L.* (1997): Satisfaction: A Behavioral Perspective on the Consumer, Boston, Massachusetts
- Oliver, R.L., DeSarbo, W.S.* (1988): Response Determinants in Satisfaction Judgments, in: Journal of Consumer Research, 14. Jg., Heft 4, S. 495-507.
- Oliver, R.L., Swan, J.E.* (1989a): Consumer Perceptions of Interpersonal Equity and Satisfaction in Transactions: A Field Survey Approach, in: Journal of Marketing, 53. Jg., Heft 2, S. 21-35.
- Oliver, R.L., Swan, J.E.* (1989b): Equity and Disconfirmation Perceptions as Influences on Merchant and Product Satisfaction, in: Journal of Consumer Research, 16. Jg., Heft 3, S. 372-383.
- Olsen, S.O.* (2002): Comparative Evaluation and the Relationship Between Quality, Satisfaction, and Repurchase Loyalty, in: Journal of the Academy of Marketing Science, 30. Jg., Heft 3, S. 240-249.
- Parasuraman, A., Zeithaml, V.A., Berry, L.L.* (1991): Refinement and Reassessment of the SERVQUAL Scale, in: Journal of Retailing, 67. Jg., Heft 4, S. 420-450.
- Parasuraman, A., Zeithaml, V.A., Berry, L.L.* (1988): SERVQUAL: A Multiple-Item Scale for Measuring Consumer Perceptions of Service Quality, in: Journal of Retailing, 64. Jg., Heft 1, S. 12-40.
- Parasuraman, A., Zeithaml, V.A., Berry, L.L.* (1994): Reassessment of Expectations as a Comparison Standard in Measuring Service Quality: Implications for Further Research, in: Journal of Marketing, 58. Jg., Heft 1, S. 111-124.
- Parasuraman, A., Zeithaml, V.A., Berry, L.L.* (1985): A Conceptual Model of Service Quality and Its Implications for Future Research, in: Journal of Marketing, 49. Jg., Heft 4, S. 41-50.
- Patell, J.M.* (1976): Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests, in: Journal of Accounting Research, 14. Jg., Heft 2, S. 246-276.
- Paul, W.* (1993): Umfang und Bedeutung der Investor Relations, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 45. Jg., Heft 2, S. 133-162.
- Pepels, W.* (1995): Einführung in das Dienstleistungsmarketing, München.
- Perridon, L., Steiner, M.* (1999): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München.
- Peter, J.P.* (1979): Reliability: A Review of Psychometric Basics and Recent Marketing Practices, in: Journal of Marketing Research (JMR), 16. Jg., Heft 1, S. 6-17.
- Peter, J.P.* (1981): Construct Validity: A Review of Basic Issues and Marketing Practices, in: Journal of Marketing Research (JMR), 18. Jg., Heft 2, S. 133-145.
- Peter, J.P., Churchill Jr., G.A.* (1986): Relationships Among Research Design Choices and Psychometric Properties of Rating Scales: A Meta-Analysis, in: Journal of Marketing Research (JMR), 23. Jg., Heft 1, S. 1-10.
- Peters, J.* (2000): IR-Techniken und zielgruppengerechte Ansprache, in: Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.), Investor Relations - Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 59-72.
- Peterson, R.A.* (1994): A Meta-Analysis of Cronbach's Coefficient Alpha, in: Journal of Consumer Research, 21. Jg., Heft 2, S. 381-391.
- Peterson, R.A., Wilson, W.R.* (1992): Measuring Customer Satisfaction: Fact and Artifact, in: Journal of the Academy of Marketing Science, 20. Jg., Heft 1, S. 61-71.
- Picot, A.* (1982): Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie: Stand der Diskussion und Aussagewert, in: Die Betriebswirtschaft, 42. Jg., Heft 2, S. 267-284.
- Picot, A.* (1991): Ökonomische Theorien der Organisation. Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotenzial, in: Ordelt, D., Rudolph, B. (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Stuttgart, S. 143-170.
- Picot, A.* (1993): Transaktionskostenansatz, in: Wittmann, W. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Aufl., Stuttgart, Sp. 4194-4204.
- Pietzsch, L.* (2004): Bestimmungsfaktoren der Analysten-Coverage - eine empirische Analyse für den deutschen Kapitalmarkt, Bad Soden.
- Popper, K.R.* (2000): Die Autonomie der Soziologie, in: Popper, K.R., Miller, D. (Hrsg.), Lesebuch: ausgewählte Texte zu Erkenntnistheorie, Philosophie der Naturwissenschaften, Metaphysik, Sozialphilosophie, 2. Aufl., Tübingen, S. 337-349.
- Porter, M.E.* (1992): Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry, Research Report to the Council on Competitiveness and Co-Sponsored By the Harvard Business School, Boston.
- Potter, G.* (1992): Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock Returns, in: Journal of Accounting Research, 30. Jg., Heft 1, S. 146-155.
- Powpaka, S.* (1996): The Role of Outcome Quality as a Determinant of Overall Service Quality in Different Categories of Services Industries: An Empirical Investigation, in: Journal of Services Marketing, 10. Jg., Heft 2, S. 5-25.
- Prakash, V.* (1984): The Role of Expectations in the Determination of Consumer Satisfaction, in: Journal of the Academy of Marketing Science, 12. Jg., Heft 3, S. 1-17.
- PriceWaterhouseCoopers (PWC), Günther, T.* (2003): Immaterielle Werte und andere weiche Faktoren in der Unternehmensberichterstattung - eine Bestandsaufnahme, Frankfurt am Main.
- Raffournier, B.* (2000): International Accounting Standards, in: Haller, A., Raffournier, B., Walton, P. (Hrsg.), Unternehmenspublizität im internationalen Wettbewerb, Stuttgart, S. 73-150.
- Rao, H., Sivakumar, K.* (1999): Institutional Sources of Boundary-Spanning Structures: The Establishment of Investor Relations Departments in the Fortune 500 Industrials, in: Organization Science: A Journal of the Institute of Management Sciences, 10. Jg., Heft 1, S. 27-42.
- Reinartz, W., Krafft, M., Hoyer, W.D.* (2004): The Customer Relationship Management Process: Its Measurement and Impact on Performance, in: Journal of Marketing Research (JMR), 41. Jg., Heft 3, S. 293-305.
- Reuter, B.* (2004): Vertriebspartnerkontrolle im indirekten Absatz - Eine empirische Analyse der Gestaltungsparameter und Einflussfaktoren am Beispiel der Konsumgüterindustrie, Wiesbaden.

Reuter, E., Tebroke, H.-J. (2000): Namensaktien und Investor Relations, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., Heft II, S. 714-721.

Reynolds, N., Diamantopoulos, A., Schlegelmilch, B. (1993): Pretesting in Questionnaire Design: A Review of the Literature and Suggestions for Further Research, in: Journal of the Market Research Society, 35. Jg., Heft 2, S. 171-182.

Richard, M.D., Allaway, A.W. (1993): Service Quality Attributes and Choice Behavior, in: Journal of Services Marketing, 7. Jg., Heft 1, S. 59-68.

Ridder-Aab, C.-M. (1980): Die moderne Aktiengesellschaft im Lichte der Theorie der Eigentumsrechte, Frankfurt am Main, New York.

Roll, R. (1988): R₁, in: Journal of Finance, 43. Jg., Heft 3, S. 541-566.

Roulstone, D.T. (2003): Analyst Following and Market Liquidity, in: Contemporary Accounting Research, 20. Jg., Heft 3, S. 551-578.

Rück, H.R.G. (1995): Dienstleistungen - ein Definitionsansatz auf Grundlage des „Make or Buy“-Prinzips, in: Kleinaltenkamp, M. (Hrsg.), Dienstleistungsmarketing - Konzeptionen und Anwendungen, Wiesbaden, S. 3-31.

Rudolph, B. (1998): Kundenzufriedenheit im Industriegüterbereich, Wiesbaden.

Rust, R.T., Oliver, R.L. (1994): Service Quality: Insights and Managerial Implications From the Frontier, in: Rust, R.T., Oliver, R.L. (Hrsg.), Service Quality, New Directions in Theory and Practice, Thousand Oaks, S. 1-19.

Sambamurthy, V., Chin, W.W. (1994): The Effects of Group Attitudes Toward Alternative GDSS Designs on the Decision-Making Performance of Computer-

Supported Groups, in: Decision Sciences, 25. Jg., Heft 2, S. 215-241.

Sänger, H. (2001): Investor Relations im Internet, Frankfurt am Main, Berlin, New York, Bern (u.a.).

Sauerbrei, W. (1999): The Use of Resampling Methods to Simplify Regression Models in Medical Statistics, in: Journal of the Royal Statistical Society: Series C (Applied Statistics), 48. Jg., Heft 3, S. 313-329.

Schafer, J.L., Graham, J.W. (2002): Missing Data: Our View of the State of the Art, in: Psychological Methods, 7. Jg., Heft 2, S. 147-177.

Schafer, J.L., Olsen, M.K. (1998): Multiple Imputation for Multivariate Missing-Data Problems: A Data Analyst's Perspective, in: Multivariate Behavioral Research, 33. Jg., Heft 4, S. 545-571.

Schanz, G. (1983): Unternehmensverfassungen in verfassungsrechtlicher Perspektive, in: Die Betriebswirtschaft, 43. Jg., Heft 2, S. 259-270.

Scharnbacher, K., Kiefer, G. (1996): Kundenzufriedenheit - Analyse, Messbarkeit, Zertifizierung, München.

Schirmacher, A.F. (1991): Wie man es richtig macht - Kommunikation mit der Finanzpresse, in: Demuth, A. (Hrsg.), Das deutsche Image-Jahrbuch, Düsseldorf, S. 52-59.

Schneider, B., Bowen, D.E. (1995): Winning the Service Game, Boston, Mass.

Schneider, U.H., Burgard, U. (2001): Investor Relations als Insiderproblem, in: Achleitner, A.-K., Bassen, A. (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte, Stuttgart, S. 353-364.

Scholderer, J., Balderjahn, I. (2005): PLS versus LISREL: Ein Methodenvergleich, in: Bliemel, F. et al. (Hrsg.), Handbuch PLS-Pfadmodellierung, Stuttgart, S. 87-98.

Schulz, M. (1999): Aktienmarketing, Sternenfels.

Schütze, R. (1992): Kundenzufriedenheit: After-Sales-Marketing auf industriellen Märkten, Wiesbaden.

Schweier, D. (2001): Spiel mit der Macht - Das symbiotische Verhältnis von Analysten und Wirtschaftsjournalisten, in: Knüppel, H., Lindner, C. (Hrsg.), Die Aktie als Marke, Stollberg, S. 168-179.

Schweickart, N. (2002): Der Unternehmer - Gestalter oder Objekt des globalen Wandels?, in: Schweickart, N. (Hrsg.), Unternehmertum am Beginn des 21. Jahrhunderts, München, S. 149-159.

Schwerdtle, W. (2001): Chancen und Risiken einer internationalen Doppelnotierung, in: Achleitner, A.-K., Bassen, A. (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt - Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte, Stuttgart, S. 319-331.

Serfas, A. (1998): IR gewinnt zunehmend strategische Bedeutung, Börsen-Zeitung, 03.12.1998.

Shefrin, H. (2005): A Behavioral Approach to Asset Pricing, London.

Shiller, R.J. (1993): Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified By Subsequent Changes in Dividends?, in: Thaler, R.H. (Hrsg.), Advances in Behavioral Finance, New York, S. 107-132.

Shleifer, A. (2000): Inefficient Markets - An Introduction to Behavioral Finance, New York.

Shores, D. (1990): The Association Between Interim Information and Security Re-

turns Surrounding Earnings Announcements, in: Journal of Accounting Research, 28. Jg., Heft 1, S. 164-181.

Shostack, G.L. (1977): Breaking Free From Product Marketing, in: Journal of Marketing, 41. Jg., Heft 2, S. 73-80.

Shrout, P.E., Bolger, N. (2002): Mediation in Experimental and Nonexperimental Studies: New Procedures and Recommendations, in: Psychology Methods, 7. Jg., Heft 4, S. 422-445.

Sias, R.W. (1996): Volatility and the Institutional Investor, in: Financial Analysts Journal, 52. Jg., Heft 2, S. 13-20.

Sieben, F.G. (2003): Customer Relationship Management als Schlüssel zur Kundenzufriedenheit, in: Homburg, C. (Hrsg.), Kundenzufriedenheit - Konzepte, Methoden, Erfahrungen, Wiesbaden, S. 327-346.

Sienel, W. (1995): Meist positiv, in: Wirtschaftswoche, 49. Jg., Heft 31, S. 78-79.

Siersleben, K. (1999): Investor-Relations-Management, Frankfurt am Main.

Silvestro, R., Cross, S. (2000): Applying the Service Profit Chain in a Retail Environment, in: International Journal of Service Industry Management, 11. Jg., Heft 3, S. 244-268.

Skinner, D.J. (1994): Why Firms Voluntarily Disclose Bad News, in: Journal of Accounting Research, 32. Jg., Heft 1, S. 38-60.

Smith, S.D., Sabherwal, S. (1999): Concentrated Shareholdings and the Number of Outside Analysts, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Sonntag, C., Mindermann, H.H. (2000): Die neuen IR-Instrumente, in: Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.), Investor Relations - Profes-

- sionelle Kapitalmarkt-kommunikation, Wiesbaden, S. 95-103.
- Spreng, R.A., MacKenzie, S.B., Olshavsky, R.W.* (1996): A Reexamination of the Determinants of Consumer Satisfaction, in: *Journal of Marketing*, 60. Jg., Heft 3, S. 15-32.
- Spreng, R.A., Mackoy, R.D.* (1996): An Empirical Examination of a Model of Perceived Service Quality and Satisfaction, in: *Journal of Retailing*, 72. Jg., Heft 2, S. 201-214.
- Spreng, R.A., Singh, A.K.* (1993): An Empirical Assessment of the SERVQUAL Scale and the Relationship Between Service Quality and Satisfaction, in: *Cravens, D.W., Dickson, P.R.* (Hrsg.), *Enhancing Knowledge Development in Marketing*, Chicago, S. 1-6.
- Stake, R.E.* (1995): *The Art of Case Study Research*, Thousand Oaks, London, New Delhi.
- Stanga, K.G.* (1976): Disclosure in Published Annual Reports, in: *Financial Management*, 5. Jg., Heft 4, S. 42-50.
- Stauss, B., Hentschel, B.* (1992): Attribute-Based Versus Incident-Based Measurement of Service Quality: Results of an Empirical Study in the German Car Service Industry, in: *Kunst, P., Lemmink, J.* (Hrsg.), *Quality Management in Services*, Assen, S. 59-78.
- Stewart, D.W.* (1981): The Application and Misapplication of Factor Analysis in Marketing Research, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 18. Jg., Heft 1, S. 51-62.
- Stier, W.* (1999): *Empirische Forschungsmethoden*, Berlin, Heidelberg, New York.
- Stoll, H.R.* (1978): The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of Nasdaq Stocks, in: *Journal of Finance*, 33. Jg., Heft 4, S. 1153-1172.
- Stoll, H.R.* (1989): Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests, in: *Journal of Finance*, 44. Jg., Heft 1, S. 115-134.
- Stüfe, K.* (1999): *Das Informationsverhalten deutscher Privatanleger*, Wiesbaden.
- Süchting, J.* (1986): Finanzmarketing auf den Aktienmärkten, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 39. Jg., Heft 14, S. 654-659.
- Süchting, J.* (1991): Financial Communications: Wie müssen Unternehmen kommunizieren, um vom Kapitalmarkt verstanden zu werden?, in: *Demuth, A.* (Hrsg.), *Imageprofile '91. Das deutsche Image-Jahrbuch*, Düsseldorf, S. 10-18.
- Summers, L.H.* (1986): Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values, in: *Journal of Finance*, 41. Jg., Heft 3, S. 591-602.
- Sureshchandar, G.S., Rajendran, C., Kama-lanabhan, T.J.* (2001): Customer Perceptions of Service Quality: A Critique, in: *Total Quality Management*, 12. Jg., Heft 1, S. 111-124.
- Surprenant, C.F., Solomon, M.R.* (1987): Predictability and Personalization in the Service Encounter, in: *Journal of Marketing*, 51. Jg., Heft 2, S. 86-96.
- Swan, J., Marting, W.* (1981): Testing Comparison Level and Predictive Expectations Models of Satisfaction, in: *Olson, J.* (Hrsg.), *Advances in Consumer Research*, Ann Arbor, S. 77-82.
- Szymanski, D.M., Henard, D.H.* (2001): Customer Satisfaction: A Meta-Analysis of the Empirical Evidence, in: *Journal of the Academy of Marketing Science*, 29. Jg., Heft 1, S. 16-35.

- Takeuchi, H., Quelch, J.A.* (1983): Quality Is More Than Making a Good Product, in: *Harvard Business Review*, 61. Jg., Heft 4, S. 139-145.
- Täubert, A.* (1998): Unternehmenspublizität und Investor Relations - Analyse von Auswirkungen der Medienberichterstattung auf Aktienkurse, Münster.
- Thompson, S.C.* (1981): Will it Hurt if I can Control It? A Complex Answer to a Simple Question, in: *Psychological Bulletin*, 90. Jg., Heft 1, S. 89-101.
- Thomson Financial* (2005): *Equity Research - Free Float Calculation Revision*, New York.
- Thorbecke, R., Palumbo, J., Booker, J.* (2000): *Harvesting Corporate Value: Value Reporting in the Technology Industry*, PriceWaterhouseCoopers (PWC).
- Tinic, S.M.* (1972): The Economics of Liquidity Services, in: *Quarterly Journal of Economics*, 86. Jg., Heft 1, S. 79-93.
- Tinic, S.M., West, R.R.* (1972): Competition and the Pricing of Dealer Service in the Over-The-Counter Stock Market, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 7. Jg., Heft 3, S. 1707-1728.
- Tse, D.K., Wilton, P.C.* (1988): Models of Consumer Satisfaction Formation: An Extension, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 25. Jg., Heft 2, S. 204-212.
- Venaik, S., Midgley, D.F., Devinney, T.F.* (2001): Autonomy, Networking and Interunit Learning in a Model of MNC Subsidiary Innovation and Performance, Working Paper, Indian Institute of Management, INSEAD, Australian Graduate School of Management.
- Venkatesh, P.C., Chiang, R.* (1986): Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements, in: *Journal of Finance*, 41. Jg., Heft 5, S. 1089-1102.
- Verrecchia, R.E.* (2001): Essays on Disclosure, in: *Journal of Accounting & Economics*, 32. Jg., Heft 1-3, S. 97-180.
- Verrecchia, R.E.* (1982): The Use of Mathematical Models in Financial Accounting, in: *Journal of Accounting Research*, 20. Jg., Heft Supplement, S. 1-42.
- Verrecchia, R.E.* (1983): Discretionary Disclosure, in: *Journal of Accounting & Economics*, 5. Jg., Heft 3, S. 179-194.
- Verrecchia, R.E.* (1990): Information Quality and Discretionary Disclosure, in: *Journal of Accounting & Economics*, 12. Jg., Heft 4, S. 365-380.
- Walker, M., Tsaltas, A.* (2001): *Corporate Financial Disclosure and Analyst Forecasting Activity*, Association of Chartered Accountants (ACCA), London.
- Wallenburg, C.M.* (2004): *Kundenbindung in der Logistik*, Bern, Stuttgart, Wien.
- Weber, J., Weissenberger, B., Löbig, M.* (2001): Operationalisierung der Transaktionskosten, in: *Jost, P.* (Hrsg.), *Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre*, Stuttgart, S. 417-447.
- Weiner, B.* (1980): *Human Motivation*, New York.
- Weiner, B.* (1985): An Attributional Theory of Achievement Motivation and Emotion, in: *Psychological Review*, 92. Jg., Heft 4, S. 548-573.
- Westbrook, R.A., Oliver, R.L.* (1991): The Dimensions of Consumption Emotion Patterns and Consumer Satisfaction, in: *Journal of Consumer Research*, 18. Jg., Heft 1, S. 84-91.
- White, J.C., Varadarajan, P.R., Dacin, P.A.* (2003): Market Situation Interpretation and Response: The Role of Cognitive

- Style, Organizational Culture, and Information Use, in: *Journal of Marketing*, 67. Jg., Heft 3, S. 63-79.
- Wichels, D. (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, Wiesbaden.
- Williamson, O.E. (1963): Managerial Discretion and Business Behavior, in: *American Economic Review*, 53. Jg., Heft 5, S. 1032-1057.
- Williamson, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York.
- Williamson, O.E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York.
- Williamson, O.E. (1990): *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen*, Tübingen.
- Wilson, M.H. (1980): *The Corporate Investor Relations Function*, Ann Arbor.
- Wirtz, M. (2004): Über das Problem fehlender Werte: Wie der Einfluss fehlender Informationen auf Analyseergebnisse entdeckt und verringert werden kann, in: *Die Rehabilitation*, 43. Jg., Heft 2, S. 109-115.
- Wiswede, G. (2000): *Einführung in die Wirtschaftspsychologie*, Stuttgart.
- Witt, P. (2002): Grundprobleme der Corporate Governance und international unterschiedliche Lösungsansätze, in: Nippa, M., Petzold, K., Kürsten, W. (Hrsg.), *Corporate Governance. Herausforderungen und Lösungsansätze*, Heidelberg, S. 41-72.
- Wolcott Jr., R.B. (2004): Financial Press Relations, in: Roalman, A.R. (Hrsg.), *Investor Relations Handbook*, New York, S. 126-142.
- Wolf, J. (2003): *Organisation, Management, Unternehmensführung - Theorien und Kritik*, Wiesbaden.
- Woodruff, R.B., Cadotte, E.R., Jenkins, R.L. (1983): Modeling Consumer Satisfaction Processes Using Experience-Based Norms, in: *Journal of Marketing Research (JMR)*, 20. Jg., Heft 3, S. 296-304.
- Woodruff, R.B., Clemons, D., Schumann, D., Gardial, S., Burns, M. (1991): The Standards Issue in CD/D Research: A Historical Perspective, in: *Journal of Consumer Satisfaction, Dissatisfaction and Complaining Behavior*, 4. Jg., Heft 1, S. 103-109.
- Woodside, A.G., Frey, L.L., Daly, R.T. (1989): Linking Service Quality, Customer Satisfaction, and Behavioral Intention, in: *Journal of Health Care Marketing*, 9. Jg., Heft 4, S. 5-17.
- Yi, Y. (1990): A Critical Review of Consumer Satisfaction, in: Zeithaml, V.A. (Hrsg.), *Review of Marketing*, Chicago, S. 68-123.
- Yin, R.K. (2003): *Applications of Case Study Research*, 2. Aufl., Thousand Oaks, London, New Delhi.
- Yohn, T. (1998): Information Asymmetry Around Earnings Announcements, in: *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11. Jg., Heft 2, S. 165-182.
- Zeithaml, V.A. (1988): Consumer Perceptions of Price, Quality, and Value: A Means-End Model and Synthesis of Evidence, in: *Journal of Marketing*, 52. Jg., Heft 3, S. 2-22.
- Zeithaml, V.A., Parasuram, A., Berry, L.L. (1985): Problems and Strategies in Services Marketing, in: *Journal of Marketing*, 49. Jg., Heft 2, S. 33-46.
- Zeithaml, V.A., Parasuraman, A., Berry, L.L.

- (1992): *Qualitätsservice - Was Ihre Kunden erwarten - was Sie leisten müssen*, Frankfurt am Main.
- Zhang, P., Li, N. (2004): Love at First Sight or Sustained Effect? The Role of Perceived Affective Quality on Users' Cognitive Reactions to Information Technology, Working Paper, Syracuse University.
- Zimmer, K. (1995): Markt versus Hierarchie: Property Rights und Transaktionskosten, in: Schoppe, S.G. (Hrsg.), *Moderne Theorie der Unternehmung*, München, S. 135-179.

Anhang I

Informanten im Rahmen der Experteninterviews

Institution	Name	Position
AMB Generali Holding AG	Herr Dietmar Meister	Vorstand Finanzen AMB Generali Holding AG
	Frau Dr. Sabine Göttgens	Leiterin Investor Relations
	Herr Manfred Schell	Vorstand AachenMünchener, Konzernpresse- sprecher
Deutsche Lufthansa AG	Frau Ulrike Schlosser	Leiterin Investor Relations
DVFA	Herr Ralf Frank	Geschäftsführer
equinet	Herr Heinz-Jürgen Schäfer	Aufsichtsratsmitglied
PVF	Herr Dr. Alexander H. Serfas	Partner
WHU, Lehrstuhl für Marketing	Herr Univ.-Prof. Martin Fass- nacht	Professor und Lehrstuhlinhaber
Zürich Financial Services	Herr Peter Wollmann	Head of Strategic Planing/Controlling
	Herr Carlos Schmitt	Leiter Zentralbüro Business Unit Deutschland

Anhang II

Abdruck der Gesprächleitfadens für die Experteninterviews

Seite I



**Gesprächsleitfaden zum Expertengespräch im Rahmen des
Dissertationsvorhabens:**

„Investor Relations-Qualität“

Ort:

Datum und Zeit:

Teilnehmende Personen:

A Einschätzung der Relevanz des Themas

- Wird eine Grundlage für die Leistungsmessung von IR-Aktivitäten in der Praxis benötigt? Falls ja, was sind die Gründe?
- Wird heute der Erfolg von IR-Aktivitäten gemessen? Wenn ja, wie?
- Wie wird im IR-Bereich budgetiert und entlohnt?

B Diskussion des Modells

- Bitte nehmen Sie Stellung zu der folgenden Aussage:
"Der Erfolg von IR-Aktivitäten kann daran gemessen werden, wie zufrieden die Zielgruppen, also die verschiedenen Kapitalmarktteilnehmer, mit den IR-Aktivitäten sind."
- Bitte nehmen Sie Stellung zu der folgenden Aussage:
"Die Zufriedenheit von Kapitalmarktteilnehmern mit IR-Aktivitäten hängt von der Qualität der gelieferten Informationen (Was) und von dem Prozess der Bereitstellung (Wie) ab."



- Bitte nehmen Sie Stellung zu der folgenden Aussage:
"Die Qualität einer Information hängt davon ab, ob sie für den Entscheider
 - relevant
 - verständlich
 - verlässlich
 - zwischen Unternehmen und mehreren Perioden vergleichbar ist."
- Werden diese Faktoren, die die Qualität einer Information bestimmen, gemessen?
- Bitte nehmen Sie Stellung zu der folgenden Aussage:
"Die Qualität des Bereitstellungsprozesses hängt von
 - der Zuverlässigkeit der Akteure
 - dem Leistungswillen der Akteure
 - der Kompetenz der Akteure
 - dem Image der Akteure
 - der Einbindung des Top-Managements
 - dem Grad der Individualität der Behandlung
 - dem Erscheinungsbild der Akteure und der optischen Attraktivität der Informationsaufbereitung ab."
- Werden diese Faktoren, die die Qualität des Bereitstellungsprozesses bestimmen, gemessen?



C Aspekte der Empirie

- Welche Zielgruppen sollten in die Befragung einbezogen werden (institutionelle Investoren, Analysten, Privatanleger...)?
- Welche Länder sollten in die Befragung einbezogen werden (Deutschland, UK, USA...)?
- Wie kann die Beteiligung an der Umfrage erhöht werden (bisher wurde Unterstützung durch DIRK, DVFA, DSW, BVI, FOCUS MONEY und FINANZBETRIEB zugesagt)?
- Wie sollte der Fragebogen verteilt werden (als eMail-Anhang, in Papierform per Post, als Fax, als eMail mit Link zu einem Online-Fragebogen)?
- Mit Hilfe welcher Anreize kann der Rücklauf der Fragebögen erhöht werden?

VIELEN DANK FÜR IHRE UNTERSTÜTZUNG!

Anhang III

Abdruck des Fragebogens der großzahligen empirischen Erhebung

Nachfolgend findet sich ein Abdruck des für die Befragung von Analysten eingesetzten Fragebogens. Dieser unterscheidet sich nur in Teil III: „Demografische Angaben und Anmerkungen“ von den Fragebögen für institutionelle Investoren und Privatanleger. Daher wird auf eine gesonderte Darstellung verzichtet.



Anmerkungen zum Ausfüllen des Fragebogens

- Das Ausfüllen des Fragebogens dauert ca. **15 Minuten**.
- Für die spätere Auswertung ist es sehr wichtig, dass der Fragebogen **vollständig ausgefüllt** ist. Auch wenn Sie nur geringe Erfahrungen mit einzelnen Aspekten gemacht haben, ist uns Ihre Einschätzung wichtig. Für den Fall, dass Sie einzelne Fragestellungen gar nicht beantworten können, können Sie das Antwortfeld unausgefüllt lassen. **Bitte setzen Sie die Beantwortung der Fragen auch dann fort, wenn Sie nur Teile beantworten können.**
- Wählen Sie bitte zur Beantwortung der Fragen einen Wert auf der dafür vorgesehenen **Skala von 1 bis 5**. Hierbei repräsentiert **1 stets den besten** und **5 stets den schlechtesten Wert**.
- Für Fragen zu dieser Studie steht Ihnen Herr Dipl.-Kfm. Christopher Ridder (christopher.ridder@whu.edu / Tel. 0261- 6509 - 326 / Fax - 329) jederzeit sehr gerne zur Verfügung.



I) Grundsätzliches zu Investor Relations

1) Ziele von IR-Aktivitäten
 Mit IR-Aktivitäten verfolgen Unternehmen viele verschiedene Ziele. Bitte schätzen Sie im Folgenden ein, ob IR-Aktivitäten generell dazu geeignet sind, die nachfolgend genannten Ziele zu erreichen.

Quantitative Ziele	sehr gut geeignet	völlig ungeeignet
• Steigerung des Aktienkurses	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Senkung der Kapitalkosten	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Erhöhung der Liquidität der Aktie	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Verstetigung des Aktienkurses (Senkung der Volatilität)	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Erhöhung der Handelsintensität	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Erhöhung der Nachfrage nach Aktien	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Erleichterung der Kapitalbeschaffung	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Verbesserung der Beurteilung durch Analysten und Erhöhung der Coverage	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Erhöhung der Aktionärstreue (Steigerung der Haltdauer)	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• weitere (bitte angeben) _____	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

Qualitative Ziele	sehr gut geeignet	völlig ungeeignet
• Reduzierung von Unterschieden in den Informationsständen der verschiedenen IR-Zielgruppen (Widersprüchlichkeiten, Lücken u.Ä.)	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Verbesserung des Unternehmensimages	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Erhöhung der Glaubwürdigkeit des Managements	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Schaffung von Vertrauen	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Erhöhung der Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• weitere (bitte angeben) _____	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

2) Messgrößen des Erfolgs von IR-Aktivitäten
 Bitte schätzen Sie im Folgenden ein, wie gut die nachfolgend genannten Größen für Unternehmen geeignet sind, den Erfolg von IR-Aktivitäten zu messen.

(a) Messgrößen, die die IR-Wirkung widerspiegeln

Am Kapitalmarkt beobachtbare Größen (quantitativ)	sehr gut geeignet	völlig ungeeignet
• Kursentwicklung im Vergleich zu Wettbewerbern	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Absolute Kursentwicklung	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Höhe der Kapitalkosten	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Liquidität der Aktie	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Aktienvolatilität	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Aktienumsatz	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Anzahl Analysten, die das Unternehmen beobachten	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• weitere (bitte angeben) _____	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

Durch Befragung von Kapitalmarktteilnehmern zu ermittelnde Größen (qualitativ)

	sehr gut geeignet	völlig ungeeignet
• Unternehmensimage	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Glaubwürdigkeit des Managements	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer dem Unternehmen gegenüber	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Zufriedenheit der Kapitalmarktteilnehmer	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• Bekanntheitsgrad des Unternehmens	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
• weitere (bitte angeben) _____	① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

(b) Messgrößen, die den IR-Ressourceneinsatz widerspiegeln

- Höhe des IR-Budgets
- Anzahl der Roadshows
- Anzahl der One On Ones
- weitere (bitte angeben) _____

sehr gut geeignet	sehr ungeeignet
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

3) Wirkung von IR

Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.

Meine Kauf- oder Verkaufsempfehlung mache ich nicht nur von der tatsächlichen Unternehmensleistung, sondern auch von:

- ...der Qualität der Informationen abhängig ("was erhalte ich").
- ...der Qualität des Bereitstellungsprozesses abhängig ("wie erhalte ich es").

stimme voll zu	stimme überhaupt nicht zu
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

II) IR eines bestimmten Unternehmens

Die Fragen dieses Abschnitts II) betreffen die IR-Aktivitäten eines spezifischen Unternehmens. Wählen Sie daher bitte zunächst **ein bestimmtes Unternehmen** aus, das Sie gut genug kennen, um die IR-Aktivitäten entsprechend beurteilen zu können. Optimal wäre, wenn Sie sich auf ein Unternehmen mit besonders guten oder besonders schlechten IR-Aktivitäten beziehen würden. Bitte **versuchen Sie alle Fragen zu beantworten**. Auch wenn Sie bei einer Frage unsicher sein sollten, versuchen Sie bitte eine Einschätzung abzugeben. Lassen Sie eine Frage bitte nur dann unbeantwortet, wenn Sie bisher keinerlei Erfahrungen zu dem angesprochenen Bereich gemacht haben sollten.

1) Auswahl eines bestimmten Unternehmens

- Name des Unternehmens (optional, nur für Ihren Bezug) _____
- Branche des Unternehmens _____
- Größe des Unternehmens (gemessen am Umsatz) ca. _____ Mio. €
- Herkunftsland des Unternehmens _____
- Wie lange beobachten Sie das Unternehmen bereits? ca. _____ Jahre

A) Zufriedenheit mit IR-Aktivitäten

Vergegenwärtigen Sie sich bitte die IR-Aktivitäten des von Ihnen ausgesuchten Unternehmens über die Zeit und beurteilen Sie vor diesem Hintergrund die nachfolgenden Aussagen.

1) Gesamtzufriedenheit mit den IR-Aktivitäten des Unternehmens

- Mit den IR-Aktivitäten bin ich voll zufrieden.

stimme voll zu	stimme überhaupt nicht zu
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

2) Qualität der bereitgestellten Informationen (Frage nach dem "Was", z.B. Verständlichkeit der Informationen, Vergleichbarkeit der Informationen)

- Die bereitgestellten Informationen sind exzellent.
- Die bereitgestellten Informationen haben eine sehr hohe Qualität.
- Die bereitgestellten Informationen entsprechen einem hohen Standard.

stimme voll zu	stimme überhaupt nicht zu
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

3) Qualität des Bereitstellungsprozesses der Informationen (Frage nach dem "Wie", z.B. Zuverlässigkeit der IR-Akteure, Leistungswille der IR-Akteure)

- Der Bereitstellungsprozess ist insgesamt exzellent.
- Der Bereitstellungsprozess hat eine sehr hohe Qualität.
- Der Bereitstellungsprozess hat einen hohen Standard.

stimme voll zu	stimme überhaupt nicht zu
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

B) Güte einzelner Qualitätsbestandteile von Informationen

Vergegenwärtigen Sie sich bitte die IR-Aktivitäten des von Ihnen ausgesuchten Unternehmens über die Zeit und beurteilen Sie vor diesem Hintergrund die nachfolgenden Aussagen.

1) Entscheidungsrelevanz der Information

Aufgrund der vom Unternehmen bereitgestellten Informationen bin ich stets in der Lage, Folgendes zu beurteilen:

- Langfristige Entwicklungsrichtung und Ziele des Unternehmens.
- Relevanz und Wert der materiellen Vermögensgegenstände des Unternehmens.
- Relevanz und Wert der immateriellen Vermögensgegenstände (z.B. Managementqualität, Innovationsfähigkeit) des Unternehmens.
- Finanzielle Leistung des Unternehmens (z.B. Cash Flow, EBIT).
- Wettbewerbssituation, in der sich das Unternehmen befindet, und die damit zusammenhängenden Auswirkungen auf das Unternehmen.
- Einflüsse aus der Umwelt und die zu erwartenden Auswirkungen auf das Unternehmen.
- Aktuelle Situation des Unternehmens.
- Leistungsfähigkeit des Unternehmens hinsichtlich einzelner Regionen und/oder Segmente.

stimme voll zu	stimme überhaupt nicht zu
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

2) Verlässlichkeit der Information

Die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen...

- ...geben die beschriebenen Sachverhalte korrekt wieder.
- ...sind nicht verfälscht durch Einflussnahmen und persönliche Präferenzen.
- ...geben die tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse wieder.
- ...stellen den Geschäftsverlauf ausreichend vorsichtig dar.
- ...stellen alle relevanten Geschäfte und Ereignisse dar.

stimme voll zu	stimme überhaupt nicht zu
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

3) Verständlichkeit der Information

Die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen...

- ...sind klar in ihrer Bedeutung.
- ...sind hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Tragweite einschätzbar.
- ...sind unkompliziert formuliert.
- ...sind übersichtlich dargestellt.

stimme voll zu	stimme überhaupt nicht zu
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤

4) Vergleichbarkeit der Information

Die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen...

- ...basieren jedes Jahr auf den gleichen Bewertungsgrundsätzen.
- ...werden jedes Jahr gleich gegliedert.
- ...basieren auf Bewertungen, wie sie von anderen Unternehmen auch vorgenommen werden.
- ...sind so gegliedert wie andere Unternehmen sie auch gliedern.

stimme voll zu	stimme überhaupt nicht zu
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤
① ② ③ ④ ⑤	① ② ③ ④ ⑤



mit freundlicher Unterstützung von:



C) Güte einzelner Qualitätsbestandteile des Bereitstellungsprozesses

Vergegenwärtigen Sie sich bitte die IR-Aktivitäten des von Ihnen ausgesuchten Unternehmens über die Zeit und beurteilen Sie vor diesem Hintergrund die nachfolgenden Aussagen.

1) Individualität der Leistungserbringung

Die IR-Akteure (insb. IR-Mitarbeiter und Management) des betrachteten Unternehmens...

- ...beantworten meine Fragen individuell auf mich zugeschnitten. stimme voll zu stimme überhaupt nicht zu
- ...kennen und verstehen meine individuellen Bedürfnisse.
- ...kennen mich bereits und versorgen mich daher mit auf meine Anforderungen zugeschnittenen Informationen.
- ...sind über vergangene Anfragen und Kontakte mit mir informiert.

2) Physisches Umfeld/optische Attraktivität

- Die Ausstattung und die Räumlichkeiten (z.B. bei Hauptversammlungen, Roadshows) sind optisch einwandfrei und ansprechend. stimme voll zu stimme überhaupt nicht zu
- Die IR-Akteure zeichnen sich stets durch ein gepflegtes Erscheinungsbild aus.
- Alle zur Verfügung gestellten Unterlagen (z.B. Geschäftsberichte, Unternehmensbroschüren) sind optisch ansprechend gestaltet.
- Die Internetseite ist ansprechend gestaltet.

3) Leistungswille der Akteure

Die IR-Akteure des betrachteten Unternehmens...

- ...helfen mir stets unbürokratisch. stimme voll zu stimme überhaupt nicht zu
- ...sind jederzeit bereit mir zu helfen.
- ...sind zu Tageszeiten zu erreichen, die meinen Anforderungen entsprechen.
- ...sind stets freundlich.
- ...gehen proaktiv auf mich zu und versorgen mich auch ohne eigene Anfrage mit Informationen.
- ...versorgen mich, wenn ich eine Frage stelle, auf Eigeninitiative mit Zusatzinformationen, die im Zusammenhang mit meiner Frage stehen.

4) Kompetenz der Akteure

Die IR-Akteure des betrachteten Unternehmens...

- ...sorgen stets für kompetente Beantwortung meiner Fragen. stimme voll zu stimme überhaupt nicht zu
- ...sprechen meine Sprache fließend.
- ...kennen die angebotenen Produkte und/oder Dienstleistungen des Unternehmens gut.

5) Zuverlässigkeit der Akteure

Die IR-Akteure des betrachteten Unternehmens...

- ...halten ihre Terminzusagen stets ein. stimme voll zu stimme überhaupt nicht zu
- ...machen stets Aussagen, die fehlerfrei sind.



mit freundlicher Unterstützung von:



6) Einbindung des Top-Managements

- Das Top-Management (CEO, CFO, Senior Management) ist bei IR-Veranstaltungen in der Regel anwesend. stimme voll zu stimme überhaupt nicht zu
- IR-Veröffentlichungen sind vom Top-Management unterzeichnet.
- Ich erhalte die Möglichkeit, mit dem Top-Management zu sprechen.

III) Demografische Angaben und Anmerkungen

1) Ihre genaue Berufsbezeichnung

- Buy Side Analyst bitte Zutreffendes ankreuzen
- Sell Side Analyst
- andere (bitte angeben) _____

2) Ihre Berufserfahrung

- In der Position, die Sie gerade inne haben ca. ____ Jahre
- Im Bereich der Finanzanalyse insgesamt ca. ____ Jahre

3) Anschrift

- Als kleines "Danke schön" für Ihre Bereitschaft, an der Befragung teilzunehmen, möchten wir Ihnen gerne, falls Sie dies wünschen, eine Auswertung der Ergebnisse zukommen lassen. Bitte geben Sie nachfolgend an, an wen wir die Zusammenfassung senden dürfen. Ihre persönlichen Daten werden nur zu diesem Zweck erhoben und selbstverständlich vertraulich behandelt.*
- Ich möchte eine Zusammenfassung der Ergebnisse zugesandt bekommen, noch bevor diese anderweitig veröffentlicht werden.
 - Anrede, Name _____
 - Vorname _____
 - eMail _____

4) Anmerkungen

- Hier können Sie weitere Einflussgrößen angeben, die auf Ihre Zufriedenheit mit den IR-Aktivitäten von Unternehmen wirken und nicht im Fragebogen genannt wurden. Auch über sonstige Anmerkungen/Anregungen zum Fragebogen und/oder der Studie insgesamt würden wir uns freuen.*
- _____
- _____
- _____
- _____
- _____
- _____
- _____

Unsere Kontaktdaten finden Sie auf der nächsten Seite - bitte umblättern

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen an folgende Adresse:

WHU - Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung
 z. Hd. Christopher Ridder
 Burgplatz 2
 56179 Vallendar
 Tel.: 0261-6509 326
 Fax: 0261-6509 329
 eMail: cridder@whu.edu

Vielen Dank für Ihre Unterstützung!

Zum Autor

DR. CHRISTOPHER RIDDER studierte an der Justus-Liebig-Universität in Giessen Wirtschaftswissenschaften mit Auszeichnung. Im Anschluss promovierte er als interner Doktorand an der WHU - Otto Beisheim School of Management in Vallendar. Seine Promotion zum Thema Erfolgsfaktoren und Wirkungen der Investor Relations (IR)-Arbeit schloss er im Jahr 2006 mit summa cum laude ab.

Bereits während seiner Zeit als Doktorand baute er zusammen mit mehreren Partnern die Managementberatung Navardo GmbH mit Sitz u.a. in Frankfurt am Main auf. Er unterstützt Unternehmen bei ihrer IR-Erfolgsmessung, der kapitalmarktorientierten Anpassung ihrer IR-Strategie und der erfolgsabhängigen Entlohnung im IR-Bereich.



Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

Wer wir sind

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. ist der deutsche Berufsverband für professionelle Investor Relations. Mit über 200 Mitgliedern setzt der DIRK die Standards für die Kommunikation zwischen Unternehmen und dem Kapitalmarkt.

Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Aktiengesellschaften bis hin zu kleinen Unternehmen im General Standard. Eine zunehmende Rolle spielen zudem nicht börsennotierte Mitglieder, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren.

Im Jahr 1994 gegründet verfügt der DIRK heute über eine professionelle Organisation mit ständiger Geschäftsstelle und regionalen Treffpunkten. Unseren Mitgliedern bieten wir aktive fachliche Unterstützung und fördern den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR-Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus setzen wir uns für die Aus- und Weiterbildung des IR-Nachwuchses in Deutschland ein.

Was wir tun

Das Ziel, eine effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt zu erreichen, verfolgt der DIRK, indem er

- die Professionalisierung der Investor Relations weiter vorantreibt
- die gemeinsamen Interessen der Mitglieder im Dialog mit allen Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarktes, der Politik und der Öffentlichkeit aktiv vertritt
- seine Mitglieder mit Expertise aus den eigenen Reihen und durch Kontakte zu kompetenten Partnern unterstützt
- den regelmäßigen Erfahrungs- und Informations-Austausch unter den Mitgliedern und mit IR-Verantwortlichen in aller Welt fördert
- sich als maßgebliche Instanz für Aus- und Weiterbildung des IR-Nachwuchses in Deutschland positioniert
- die wissenschaftliche Begleitung des Berufsfeldes fördert und betreibt

Was wir bieten

Der DIRK bietet seinen Mitgliedern eine Vielzahl an hochkarätigen Veranstaltungen, Diskussionsforen, Publikationen und Weiterbildungsmöglichkeiten.

- Jährliche DIRK-Konferenz mit Top Keynote Sprechern, Panels, Workshops, Fachmesse, IR-Preisverleihung und Gala-Dinner
- Halbjährliche Mitgliederversammlungen
- Regelmäßige regionale Stammtische
- CIRO – Certified Investor Relations Officer: Erster und einziger funktionsspezifischer Studiengang für IR-Mitarbeiter
- Enge Zusammenarbeit und regelmäßiger Austausch mit kapitalmarktrelevanten Institutionen
- DIRK-Forschungsreihe: Veröffentlichung interessanter Forschungsarbeiten im IR-Bereich

- DIRK-Stimmungsbarometer
- Stellungnahmen und Vertretung der Mitgliederinteressen in diversen Fachgremien
- DIRK-Website www.dirk.org
- HIRE – Hire Investor Relations Experts: Stellenbörse zur Vermittlung von IR-Stellen und Praktika

Weitere Informationen

*DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.
Baumwall 7 (Überseehaus)
20459 Hamburg*

*Tel.: +49 (0) 40 - 4 13 63 96 - 0
Fax: +49 (0) 40 - 4 13 63 96 - 9
E-Mail: info@dirk.org*

Website: www.dirk.org



Das Weiterbildungsprogramm des DIRK

Vor dem Hintergrund der ständig steigenden Anforderungen seitens des Kapitalmarktes wird eine alle Aspekte der IR-Arbeit umfassende Weiterbildung bereits seit längerer Zeit gefordert. Der DIRK hat sich dieser Aufgabe angenommen und bietet mit dem CIRO (Certified Investor Relations Officer) ein umfassendes funktionspezifisches Weiterbildungsprogramm an.

Das Studium ist modular aufgebaut und deckt in fünf aufeinander abgestimmten Teilen vor allem die Breite und Vielschichtigkeit der Aufgaben eines IR-Managers ab. Unter der Devise „IR von A bis Z“ werden Zusammenhänge zwischen den einzelnen Themengebieten vermittelt.

Die Wissens- und Stoffvermittlung erfolgt in Form von drei sich ergänzenden Lehrmethoden. Das Selbststudium mittels Studienbriefen wird unterstützt durch Online-Tutoring. Abgerundet wird jedes Modul durch eine zweitägige Präsenzveranstaltung, wobei diese nicht lediglich dem Wiederholen der Studienbriefinhalte, sondern insbesondere auch der Vertiefung und interaktiven Erarbeitung von besonders wichtigen Themengebieten dient.

Der vollständige CIRO-Studiengang dauert 6 Monate und kann berufsbegleitend absolviert werden, wobei die Kombination von „learning on the job“ und praxisbezogenem theoretischen Lernstoff in idealer Weise geeignet ist, die Breite des für erfolgreiche IR-Arbeit notwendigen Wissens direkt umsetzbar zu vermitteln.

Erfolgreich beendet wird der Studiengang seitens der Teilnehmer mit dem Bestehen einer anspruchsvollen schriftlichen und mündlichen Prüfung und darauf folgender CIRO-Zertifizierung.

Ziel des DIRK ist, mit dieser Zertifizierung einen Standard im Bereich der IR-Weiterbildung zu setzen.

Weitere Informationen unter **www.dirk.org**.

Die DIRK-Forschungsreihe!

Noch nie hat das Investorenvertrauen so gelitten wie in der 2003 abgelaufenen Ära des Neuen Marktes. Krisenkommunikation beherrscht die Investor Relations-Bemühungen vieler Unternehmen nach Planverfehlungen, Skandalen, Insolvenzen und drei Baissejahren in Folge. Umso mehr lohnt eine wissenschaftliche Aufarbeitung

des Themas, um aus dieser ereignisreichen Epoche des deutschen Kapitalmarktes neue Erkenntnisse zu gewinnen. Lucy Brauns Arbeit „Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt“, erster Band der Forschungsreihe des Deutscher Investor Relations Verband (DIRK) e.V., stellt ausführlich dar, welche kommunikativen Möglichkeiten Investoren Relations-Verantwortlichen in der Krise zur Verfügung stehen, und reflektiert das Thema dabei eindrucksvoll anhand der spezifischen Besonderheiten des Neuen Marktes. Am Ende stehen ein komprimierter Überblick über das Spektrum der Anforderungen an effiziente Risiko- und Krisenkommunikation mit Investoren sowie empirisch abgeleitete Hypothesen für erfolgreiche Investor Relations im Krisenfall.

Lucy Braun: Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt, DIRK Forschungsreihe, Band 1, Februar 2003, broschiert, 21,80 Euro

Traditional finance theory assumes that investors are rational, markets are efficient and that prices reflect all available information and only change due to new information. However, the results of a survey conducted among IR managers show that a majority of companies can identify characteristics of irrational behaviour of investors. Behavioural finance (BF) tries to explain this irrational behaviour by use of psychological findings.

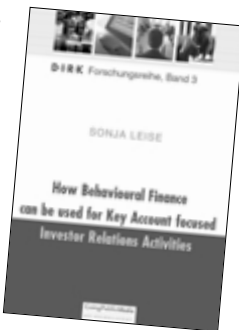
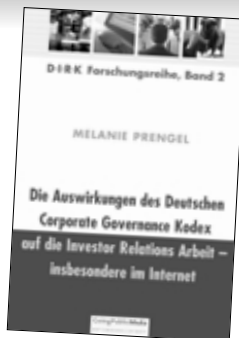
Currently, most investor relations managers do not actively incorporate behavioural finance in their investor relations approaches. This research project by Sonja Leise focuses on the question whether the knowledge of behavioural finance can help investor relations managers to approach their key investors more effectively. The author used se-

Spätestens seit Inkrafttreten des Corporate Governance Kodex in seiner ersten Version am 26. Februar 2002 ist die Beschäftigung mit der Frage nach der konkreten Ausgestaltung der Corporate Governance im Unternehmen unausweichlich. Für Investor Relations-Verantwortliche stellt die Auseinandersetzung mit diesem Thema eine Herausforderung dar, bietet ihnen aber auch die Chance, die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt aktiv zu gestalten. Im zweiten Band aus der Forschungsreihe des Deutscher Investor Relations Verband (DIRK) e.V. werden die Regeln zur Unternehmensleitung und -kontrolle in einen größeren Kontext gestellt. Hierzu gehört nicht nur die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland mit Gesetzesreformen und privaten Regelwerken, sondern auch ein Vergleich mit Regelwerken anderer Länder, insbesondere den USA. Aufbauend hierauf werden Handlungsempfehlungen und Anregungen zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex gegeben. Die Ausführungen zu organisatorischen und kommunikativen Anforderungen an die Investor Relations Arbeit, insbesondere auch im Internet, sollen den verantwortlichen Investor Relations Managern als Impuls und Denkanstoß für die Umsetzung in der Praxis dienen.

Melanie Pregel: Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet, DIRK Forschungsreihe, Band 2, September 2003, broschiert, 29,- Euro

condary literature as well as primary research to draw interesting conclusions. Furthermore, investor relations and behavioural finance are defined and links between both topics are identified.

Sonja Leise: How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, DIRK Forschungsreihe, Band 3, Juni 2004, 112 S., broschiert, 29,- Euro



Investor Relations als proaktive Finanzkommunikation mit den Eigenkapitalgebern haben sich in den zurückliegenden Jahren zu einem unverzichtbaren Teil der Unternehmenskommunikation entwickelt. Doch nur wenige Unternehmen betrachten ihre Aktie als eigenes Markensystem. Dabei bietet Sharebranding, definiert als das aktive Management der Aktie als Marke, grundsätzlich die Möglichkeit, Anteilsscheine Individualität zu verleihen und sie mit einem positiven Image zu

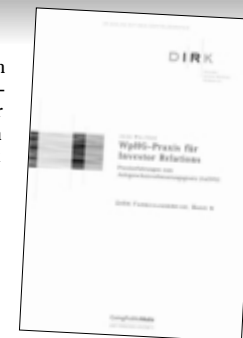
versehen. Margit Wendling untersucht mit ihrer Forschungsarbeit, gleichzeitig Band 4 der Forschungsreihe des Deutscher Investor Relations Verband (DIRK), welchen Einfluß neben den fundamentalen Unternehmensdaten auch qualitative Faktoren, darunter insbesondere die Marke, auf Aktieninvestments haben. Die daraus resultierenden Möglichkeiten und Grenzen für das Aktienmarketing, unterstützt durch Ergebnisse einer empirischen Befragung von IR-Managern und Analysten, sollen Hinweise darauf liefern, ob sich Unternehmen und IR-Abteilungen der neuen Herausforderung des Sharebranding stellen müssen und wie sich Nutzen, Funktionen und Strategien der Markenführung auf das Produkt Aktie übertragen lassen.

Margit Wendling: Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments, DIRK Forschungsreihe, Band 4, Februar 2005, broschiert, 29,- Euro

Mit der Umsetzung des am 30. Oktober 2004 in Kraft getretenen AnSVG hat der Gesetzgeber regulierend in die Investor Relations-Arbeit eingegriffen. Die öffentliche Diskussion mit zahlreichen Eingaben an die BaFin zeugt von der Brisanz des Gesetzes sowohl für Aktionärsvertreter als auch für Emittenten.

In seiner Ausarbeitung „WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)“, gleichzeitig Band 5 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., schildert Rechtsanwalt und Autor Jens Wolfram detailliert die Balance zwischen den Interessen der verschiedenen Institutionen, welche vom AnSVG betroffen sind, und gibt aus langjähriger Erfahrung mit der Umsetzung kapitalmarktregulierender Gesetze heraus praxistaugliche Empfehlungen für die tägliche Investor Relations-Arbeit.

Jens Wolfram: WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), DIRK Forschungsreihe, Band 5, Oktober 2005, broschiert, 39,- Euro



JA, Bestellcoupon
ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

FAX-ORDER
08171-419656

www.goingpublic.de/buecher

- LUCY BRAUN**
Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt
DIRK Forschungsreihe, Band 1, 21,80 Euro
- MELANIE PREGEL**
Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet
DIRK Forschungsreihe, Band 2, 29,- Euro
- SONJA LEISE**
How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities
DIRK Forschungsreihe, Band 3, 29,- Euro
- MARGIT WENDLING**
Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments
DIRK Forschungsreihe, Band 4, 29,- Euro
- JENS WOLFRAM**
WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)
DIRK Forschungsreihe, Band 5, 39,- Euro

Name/Vorname

Straße/Hausnummer

Postleitzahl/Ort

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656
eMail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/buecher

Die DIRK-Forschungsreihe!



Zum Nachbestellen!

Christopher Ridder: Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt, DIRK Forschungsreihe, Band 6, Mai 2006, broschiert, 59,- Euro

JA, Bestellcoupon
ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

FAX-ORDER
08171-419656

www.goingpublic.de/buecher

CHRISTOPHER RIDDER
Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt
DIRK Forschungsreihe, Band 6, 59,- Euro

Name/Vorname

Straße/Hausnummer

Postleitzahl/Ort

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656
eMail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/buecher