WALTER WASSERFALLEN*

Anlageempfehlungen von Schweizer Banken

1. Einleitung

Verschiedene Schweizer Banken publizieren regelmässig Anlagelisten, die Empfehlungen zum Kauf und Verkauf von Aktien enthalten. Vermutlich werden diese Informationen auch in der internen Anlageberatung und Vermögensverwaltung verwendet. Für den Investor enthalten die Listen wertvolle Informationen, falls es mit Hilfe der abgegebenen Tips möglich ist, eine höhere Rendite auf dem investierten Vermögen zu erzielen. Dies kann der Fall sein, wenn die Listen nicht allgemein bekannte Informationen enthalten oder wenn vorhandenes Wissen besser ausgewertet wird.

In einem effizienten Kapitalmarkt, in dem alle öffentlich verfügbaren Informationen sehr schnell und korrekt in die relevanten Preise verarbeitet werden, dürften diese Bedingungen allerdings schwierig zu erfüllen sein. Aus zwei Gründen können die Konsequenzen einer solchen Strategie unter derartigen Umständen sogar negativ ausfallen. Erstens wird das Portefeuille relativ schlecht diversifiziert sein, da in der Regel nur eine recht kleine Zahl von Titeln zum Kauf empfohlen wird. Zweitens haben die häufig notwendigen Umstrukturierungen verhältnismässig hohe Transaktionskosten zur Folge.

*Die tatkräftige Unterstützung durch St. Burri, A. Klee und H.R. Scherer bei der Erarbeitung der empirischen Resultate sei an dieser Stelle bestens verdankt. M. Wyss stellte die Daten über Aktienkurse zur Verfügung. Die kritischen Kommentare von H. Zimmermann haben zur Verbesserung des Manuskripts wesentlich beigetragen.

In dieser Arbeit wird die Bedeutung der Empfehlungen verschiedener Banken für Anlagen in Schweizer Aktien systematisch abgeklärt. Mit Hilfe von täglichen Aktienkursdaten wird zunächst untersucht, ob die Kurse auf die in den Empfehlungen enthaltenen Informationen systematisch reagieren. Anschliessend wird die Performance von Portefeuilles beurteilt, die aufgrund der Empfehlungen zusammengestellt werden.

Analoge Studien sind meines Wissens für die Schweiz bisher nicht durchgeführt worden. International ist jedoch recht umfangreiche Evidenz zu diesen Problemen verfügbar. Im nächsten Kapitel wird deshalb eine kurze Literaturübersicht geboten. Anschliessend wird die verwendete Datenbasis beschrieben. Im dritten und vierten Kapitel werden die Wirkungen der Empfehlungen auf die Aktienkurse evaluiert und die Resultate der Performanceberechnungen vorgestellt. Eine Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse und einige Folgerungen schliessen die Untersuchung ab.

2. Literaturübersicht

DIMSON und MARSH (1984) fassen diejenigen Studien über die Bedeutung von Empfehlungen zusammen, die bis 1983 erschienen sind. Sie unterscheiden drei verschiedene Ansätze. Der erste Ansatz entspricht der in der vorliegenden Arbeit verwendeten Methode, indem Kauf- und Verkaufsempfehlungen von Banken und Brokern evaluiert werden. Ergebnisse liegen vor allem für die USA vor, aber

auch für Grossbritannien, Australien, Kanada und Hongkong. In der Regel werden Empfehlungen untersucht, die einem grösseren Publikum zugänglich sind. Im allgemeinen zeigt es sich, dass die mit Hilfe der Empfehlungen erzielten Gewinne sehr bescheiden oder überhaupt nicht vorhanden sind. Dies gilt insbesondere für Investoren, denen die Anlagetips erst mit der Publikation zugänglich werden.

Der zweite Ansatz beruht auf Renditeprognosen, die in quantifizierter Form verfügbar sind. Auch diese Art von Information ist für den Investor offenbar nicht sehr nützlich, denn Voraussagen erklären nur maximal 10 % der Variationen in den tatsächlich beobachteten Renditen.

Selbst für professionelle Anleger ist es anscheinend äusserst schwierig, gewinnbringende Investitionen in zuverlässiger Weise zu eruieren. Die dritte Art von Untersuchungen dokumentiert nämlich, dass entsprechend betreute Vermögen, vor allem Anlagefonds, meist nicht in der Lage sind, eine systematisch bessere Performance zu erzielen als dies auch mit sehr einfachen, passiv orientierten Diversifikationsstrategien möglich wäre. Vergleichsmassstab bildet üblicherweise ein Marktindex, das heisst eine "Buy and Hold"-Strategie des gesamten Marktes, welche typischerweise mit Hilfe eines sogenannten Index-Fonds durchgeführt wird.

Die neuesten, mit grösseren Datenmengen und verbesserten statistischen Verfahren durchgeführten Analysen bestätigen im wesentlichen die früheren Ergebnisse. DIMSON und MARSH (1984) analysieren über 4'000 Renditeprognosen für rund 200 britische Aktien. Es handelt sich dabei um Voraussagen von 35 Brokern, die gegen Bezahlung für eine Investment Firma gemacht wurden. Die Informationen waren deshalb nicht öffentlich zugänglich. Die Korrelation zwischen tatsächlichen und prognostizierten Renditen ist mit 0.08 etwa gleich hoch wie in anderen Studien. Dieser Wert ist allerdings von Broker zu Broker recht unterschiedlich. Es ist allerdings kaum möglich, systematisch gute Prognostiker herauszufinden.

In einer weiteren Arbeit beschäftigen sich DIMSON und MARSH (1986) mit Kauf- und Verkaufsempfehlungen für Aktien, die in der britischen Presse von 1975 bis 1982 veröffentlicht wurden. Eine überdurchschnittliche Performance lässt sich mit Hilfe dieser Tips nicht erzielen, wenn die anfallenden Transaktionskosten berücksichtigt werden. Es zeigt sich jedoch, dass die Grösse der betrachteten Unternehmungen, der sogenannte Size-Effect, adäquat berücksichtigt werden muss, um aussagekräftige Ergebnisse zu erhalten [1].

ELTON, GRUBER und GROSSMAN (1986) untersuchen eine extrem grosse Zahl von Anlageempfehlungen für amerikanische Aktien, die durch 720 Analysten von 33 Brokern in den Jahren 1981 bis 1983 erstellt wurden. Total waren pro Monat etwa 10'000 Tips verfügbar, die einem breiteren Publikum nicht zugänglich waren. Aufgrund der Resultate scheint es möglich zu sein, mit Hilfe der Empfehlungen eine systematisch bessere Performance zu erzielen. Auch in diesem Fall gelingt es allerdings nicht, bessere und schlechtere Prognostiker im voraus zu unterscheiden.

3. Daten

Die Datenbasis umfasst Anlagelisten von sechs Schweizer Banken. Eine Uebersicht ist in Tabelle 1 enthalten. Die Art der Empfehlungen und die Erscheinungsweise unterscheiden sich in verschiedener Hinsicht. Mit Ausnahme des Schweizerischen Bankvereins und der Schweizerischen Bankgesellschaft geben die Institute konkrete Kauf- und Verkaufsempfehlungen. Bei diesen beiden Banken müssen hingegen neu in den Listen erscheinende Titel als Kauf- und weggelassene Titel als Verkaufsempfehlungen interpretiert werden.

Aus Tabelle 1 ist ersichtlich, dass die Periodizität der Publikationen und die verfügbaren Beobachtungszeiträume sehr unterschiedlich sind. Aus diesem Grunde differiert die Anzahl der Beobachtungen pro Bank erheblich.

Die veröffentlichten Listen enthalten typischerweise erheblich mehr Kauf- als Verkaufsempfehlungen. Ein möglicher Grund dafür ist, dass die Anzahl der potentiellen Käufer bedeutend grösser ist als

Tabelle 1: Anlagelisten von Banken.

Bank	Bezeichnung	Periode	Art und Erscheinungsweise
Bank Leu	Aktien- und Branchenmonitor	1987	Buy/Hold/Sell. Monatlich.
Bank Vontobel	Research Report, Swiss Stock Guide	1985-1987	Rating für Unter- und Ueberbewertung. 2-monatlich.
Kantonalbank von Bern	Empfehlungsliste für Aktien	1986-1987	Buy/Hold. Monatlich.
Schweiz. Bankgesellschaft	Anlageliste	1985-1987	Zu- und Abgänge, ohne konkrete Empfehlungen. Monatlich unregelmässig.
Schweiz. Bankverein	Investment Actuell	1985-1987	Zu- und Abgänge, ohne konkrete Empfehlungen. 14-täglich.
Schweiz. Volksbank	Empfehlungsliste	1985-1987	Buy/Hold/Sell. Monatlich.

diejenige der Verkäufer: Jedermann ist potentieller Käufer, aber Verkaufen kann in der Regel nur, wer den Titel bereits im Portefeuille hat. Es könnte zudem sein, dass die Banken die entsprechende Unternehmensleitung nicht durch eine Verkaufsempfehlung verärgern möchten.

Grundlage der Wirkungsanalyse bilden Tageskurse für 123 Schweizer Aktien über die Jahre 1985 bis 1987. Insgesamt stehen 756 Preisnotierungen pro Titel zur Verfügung. Es handelt sich dabei um den letzten bezahlten Kurs des jeweiligen Tages. Sämtliche Kurse sind um Dividendenzahlungen, Bezugsrechtsemissionen und Aktiensplits korrigiert.

Die in den folgenden Kapiteln vorgestellten empirischen Resultate basieren auf marktbereinigten Titelrenditen. Die Marktbereinigung erfolgt mit Hilfe des Aktienindex des Schweizerischen Bankvereins, der allerdings keine Dividenden enthält. Die marktbereinigte Titelrendite wird deshalb tendenziell überschätzt. Dies bedeutet, dass die Performance der von den Banken zum Kauf empfohlenen Aktien im Durchschnitt zu hoch ausgewiesen wird. Ueber das Ausmass der dadurch entstehenden Verzerrung kann allerdings nichts ausgesagt werden.

4. Ereignisstudien

Mit Hilfe von Tagesdaten werden die wechselseitigen Beziehungen zwischen Kaufempfehlungen und Aktienrenditen evaluiert. Zu diesem Zweck werden die aus vielen Ereignisstudien (event studies) bekannten Methoden verwendet [2]. Die Auswertung

erfolgt für jede Bank separat, wobei der Umfang der Stichprobe sehr unterschiedlich ist. Für die Bank Leu sind total 199 Kaufempfehlungen verfügbar, für die Bank Vontobel 218, die Schweizerische Bankgesellschaft 32, den Schweizerischen Bankverein 16 und die Schweizerische Volksbank 732. Total sind es demnach 1'188 Beobachtungen. Für die Bank Vontobel geht dabei nur das Jahr 1987 in die Berechnungen ein. Die Kantonalbank von Bern wird für diesen Teil der empirischen Auswertungen nicht berücksichtigt. Aufgrund der kleinen Stichprobenumfänge sind die Resultate für die Schweizerische Bankgesellschaft und den Schweizerischen Bankverein mit Vorsicht zu interpretieren.

Die Daten werden wie folgt aufbereitet. Zuerst werden die Tagesrenditen um den Zeitpunkt der Empfehlung berechnet. Im vorliegenden Fall wird dabei der Zeitraum von 9 Handelstagen vor (-9) bis 9 Handelstage nach (+9) der Empfehlung gewählt. Die berechneten Renditen werden anschliessend marktbereinigt, indem die prozentuale Veränderung des SBV-Index von den titelspezifischen Renditen abgezogen wird [3]. Danach wird für jeden Tag die durchschnittliche Ueberschussrendite über alle Kaufempfehlungen der betreffenden Bank berechnet. Die betrachteten Renditen hätten demnach im Durchschnitt zusätzlich erwirtschaftet werden können, wenn die Kaufempfehlungen befolgt worden wären, anstatt einfach ein breit diversifiziertes schweizerisches Marktportefeuille zu halten.

Die empirischen Ergebnisse sind in Tabelle 2 dargestellt. Der Tag 0 bezeichnet den Zeitpunkt der Publikation. Die Renditen sind in Prozent pro Tag gemessen. Unterstrichene Werte sind systematisch von Null verschieden, wobei die Signifikanz auf dem 5 %-Niveau beurteilt wird [4].

Ein Investor, der mit den publizierten Listen arbeitet, wird von den Ergebnissen eher enttäuscht sein. Die Ueberschussrenditen, die nach der Veröffentlichung hätten verdient werden können, sind für alle Banken recht häufig negativ und meist nur zufällig von Null verschieden. Ueberraschend ist vor allem, dass die abgegebenen Tips unmittelbar nach der Publikation keine signifikanten Wirkungen auf die Renditen der betreffenden Aktien zu haben scheinen. Es scheint den Banken demnach nicht zu gelingen, systematisch überdurchschnittlich rentierende Titel zu empfehlen. Eine Ausnahme bildet

Tabelle 2:
Durchschnittliche Ueberschussrenditen.

Tag	Bank Leu	Bank Vontobel	SBG	SBV	SVB
-9	0.41	-0.24	2.23	0.86	-0.26
-8	0.10	-0.01	-3.66	0.34	0.43
-7	0.11	0.06	1.16	0.75	-0.05
-6	0.23	0.21	-0.73	0.06	0.09
-5	0.02	0.10	0.27	0.03	0.02
-4	0.13	0.04	-1.10	-0.42	0.16
-3	0.00	-0.09	0.84	1.46	-0.06
-2	0.11	0.05	-0.68	-0.26	0.09
-1	0.03	-0.21	-0.38	0.32	0.05
0	0.11	-0.01	-0.01	1.03	0.03
+1	0.00	-0.14	0.45	0.35	0.01
+2	-0.06	-0.04	0.16	-0.24	-0.02
+3	0.02	-0.01	-0.39	0.19	0.07
+4	-0.07	-0.01	-0.73	1.07	0.09
+5	-0.03	0.16	0.22	-0.05	-0.01
+6	0.05	-0.17	-1.15	-0.22	-0.05
+7	-0.19	0.07	-0.37	-0.19	-0.08
+8	-0.69	0.18	0.40	0.28	0.17
+9	0.62	-0.22	1.23	0.20	-0.02
N	199	218	32	16	732

Die Werte sind durchschnittliche, marktbereinigte Tagesrenditen von Aktien, die von den einzelnen Banken zum Kauf empfohlen werden. SBG: Schweizerische Bankgesellschaft, SBV: Schweizerischer Bankverein, SVB: Schweizerische Volksbank. Die Renditen sind in Prozent pro Tag gemessen. 0 bezeichnet den Tag der Publikation, - Tage vor und + Tage nach der Publikation. N bezeichnet die Anzahl Kaufempfehlungen. Unterstrichene Werte sind signifikant von Null verschieden auf dem 5 %-Niveau.

der Schweizerische Bankverein, für dessen Kauftips am Tag der Publikation eine signifikante Rendite von 1.03 % ausgewiesen wird. Dieses Resultat basiert allerdings nur auf 16 Empfehlungen.
Vor der Publikation sind eher signifikante Werte zu beobachten, die jedoch ebenfalls zu einem bedeutenden Teil negativ ausfallen. Dies trifft insbesondere für die Schweizerische Bankgesellschaft zu. Zwei Interpretationen der Ergebnisse sind möglich. Erstens könnte es sein, dass die Kaufempfehlungen bereits vor der Publikation bekannt sind und benutzt werden, zum Beispiel durch die Anlageberater und Vermögensverwalter der betreffenden Bank. Die zweite Möglichkeit besteht darin, dass eine Aktie eher zum Kauf empfohlen wird, wenn ihr Kurs kurz vorher stark gestiegen oder gefallen ist. Dabei sind unterschiedliche Strategien zu beobachten. Die Listen der Schweizerischen Bankgesellschaft enthalten vor allem Titel mit schlechter Performance vor der Empfehlung. Die Hoffnung auf eine Kurserholung bestätigt sich jedoch nicht. Die Bank Leu dagegen scheint eher Aktien mit guter Rendite zum Kauf vorzuschlagen, allerdings auch mit wenig Erfolg.
Zusammenfassend muss festgestellt werden, dass es den betrachteten Banken offenbar nicht gelingt, den Investoren Kauftips mit hohen Erfolgschancen zu vermitteln.

5. Beurteilung der Performance

Die Performance von Portefeuilles, die aufgrund der von den Banken abgegebenen Empfehlungen zusammengestellt werden, bildet eine weitere Möglichkeit der Evaluation. Zu diesem Zweck wird für jede Bank ein Musterportefeuille gebildet, das die zum Kauf empfohlenen Titel enthält. Für die betreffenden Aktien müssen zudem Kursdaten zur Verfügung stehen. Ein gleich hoher Anteil des Vermögens wird in jede berücksichtigte Aktie investiert (equally weighted portfolios). Die Portefeuilles werden an jenem Tag umgeschichtet, an dem die betreffende Bank eine neue Anlageliste publiziert. Um die Bedeutung der neuen in den Listen enthaltenen Informationen eindeutig eruieren zu können, werden nur neu zum Kauf empfohlene Titel in die Portefeuilles aufgenommen.
Der Wert des auf diese Weise simulierten Vermögens wird jeweils am Mittwoch bestimmt. Aus diesen Daten werden Wochenrenditen berechnet, gemessen in Prozent pro Woche. Dies ergibt die folgenden Stichproben: Bank Leu 45 Beobachtungen (Januar 1987 - November 1987), Bank Vontobel 150 Beobachtungen (Januar 1985 - November 1987), Kantonalbank von Bern 78 Beobachtungen (Juni 1986 - November 1987), Schweizerische Bankgesellschaft 140 Beobachtungen (März 1985 - November 1987) und Schweizerische Volksbank 150 Beobachtungen (Januar 1985 - November 1987). Der Schweizerische Bankverein wird für diesen Teil der Untersuchung ausgeschlossen, da total nur 16 Kaufempfehlungen vorliegen.
Die empirische Messung der Performance wird mit Hilfe des sogenannten Capital Asset Pricing Model (CAPM) durchgeführt. Die Rendite eines Portefeuilles, RP, besteht demnach aus drei Teilen: Der erste Teil ist der risikofreie Zinssatz, RF, der den Preis für die Ueberlassung des Kapitals darstellt. Zweitens ist eine Risikoprämie zu berücksichtigen, die aus dem als ß-Faktor gemessenen Marktrisiko des Portefeuilles multipliziert mit der Differenz zwischen Marktrendite und risikofreiem Zinssatz, RM-RF, besteht. Die dritte Komponente ist der unerwartete Teil der Rendite, ε. Formal ergibt sich für die Periode t:

$$RP_t = RF_t + \beta_p(RM_t - RF_t) + \varepsilon_t \qquad (1)$$

Gleichung (1) kann in allgemeinerer Form wie folgt geschrieben werden:

$$RP_t - RF_t = \alpha_p + \beta_p(RM_t - RF_t) + \varepsilon_t \qquad (2)$$

Gleichung (1) impliziert, dass α_p gleich Null sein sollte. α_p ist das bekannte Jensen-Mass für die risikoadjustierte Performance eines Portefeuilles p. Ein positives α bedeutet beispielsweise, dass die durchschnittliche Rendite des Portefeuilles höher ist als die aufgrund des CAPM erwartete Rendite.

Die Portefeuille-Parameter α und β können mit Hilfe eines einfachen Regressions-Verfahrens geschätzt werden. Ihre statistische Signifikanz lässt sich anschliessend durch die entsprechenden Teststatistiken (t-Werte) bestimmen. Als Masse für die Marktrendite und den risikolosen Zinssatz werden der Aktienindex des Schweizerischen Bankvereins bzw. der Euro S.Fr. Satz für 1 Monatsanlagen verwendet.

Die empirischen Ergebnisse für verschiedene Perioden sind in Tabelle 3 dargestellt. Die Schätzwerte für α zeigen, dass nur die Bank Vontobel im Jahre 1987 eine signifikant überdurchschnittliche Performance relativ zu einer risikoadjustierten Buy-and-Hold Strategie des Marktportefeuilles aufweist. Mit Ausnahme der Schweizerischen Bankgesellschaft liegen die β-Werte in der Regel recht nahe bei Eins. Das R^2, d.h. der Anteil der Varianz der Portefeuille-Renditen, der durch Bewegungen der Marktrendite erklärt wird, ist in den meisten Fällen sehr hoch. Autokorrelation in den Residuen, gemessen mit der Durbin-Watson Statistik, kommt nicht sehr häufig vor.

Aufgrund dieser Resultate scheint es, dass die von den Banken empfohlenen Portefeuilles in vielen Fällen einfach den Marktindex recht gut nachbilden. Der Nachteil dieser Strategie liegt allerdings in der hohen Zahl von Transaktionen, die gegenüber einem Index-Fonds anfallen. Ein solcher Fonds würde offenbar ohne Berücksichtigung der mit den periodischen Umstrukturierungen verbundenen Kosten etwa dieselbe Performance aufweisen.

Die zeitliche Folge der Ueberschussrenditen für die diversen Banken, $\alpha_p + \varepsilon_t$, ist in Abbildung 1 aufgezeichnet. Es wird deutlich sichtbar, dass der Mittelwert kaum von Null abweicht. Die Volatilität der Ueberschussrenditen ist jedoch von Bank zu Bank recht unterschiedlich.

Die Messung der Performance erweist sich als sehr robust in bezug auf unterschiedliche Auswahlkriterien für die Bildung der Portefeuilles. Sensitivitätsanalysen werden in verschiedener Hinsicht durchgeführt. Da der Markt für Namenaktien recht eng ist und z.T. eine restriktive Vinkulierungspraxis verfolgt wird, könnte der Einbezug dieser Aktienkategorie die Ergebnisse verfälschen. Es zeigt sich jedoch, dass das Weglassen der Namenaktien die Resultate kaum beeinflusst.

Die Unterscheidung zwischen grossen und kleinen Unternehmungen, der in ausländischen Studien oft grosses Gewicht beigemessen wird, ist ebenfalls unwesentlich. Für die Bank Vontobel und die Schweizerische Volksbank stehen genügend Beobachtungen zur Verfügung, um eine derartige Differenzierung vornehmen zu können. Es zeigt sich, dass die Performance kaum ändert, wenn nur die 15 grössten Unternehmungen bzw. die restlichen Firmen bei der Bildung der Portefeuilles berücksichtigt werden. Ein sogenannter "Size-Effect" ist demnach für die Schweiz nicht feststellbar.

Es kommt vor, dass derselbe Titel in aufeinanderfolgenden Listen zum Kauf empfohlen wird. Weiter werden von einzelnen Banken auch Empfehlungen zum weiteren Halten von Aktien abgegeben, die sich bereits im Portefeuille befinden. Verschiedene Experimente in bezug auf die Anzahl der Titel und die Dauer, während der eine Aktie im Portefeuille verbleibt, ergeben keine Hinweise auf eine Veränderung der Performance.

5. Schlussfolgerungen

Der Informationsgehalt der von verschiedenen Schweizer Banken für inländische Aktien abgegebenen Anlageempfehlungen wird evaluiert. In der empirischen Arbeit werden zwei Ansätze verwendet. Zunächst wird untersucht, ob die beobachteten Aktienrenditen um den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Kaufempfehlungen ein anderes Bild zeigen als sonst. Anschliessend wird die Performance von Musterportefeuilles ermittelt, die aufgrund der Empfehlungen zusammengestellt werden. Die Ergebnisse zeigen deutlich, dass der Investor keine höhere Rendite erreichen kann, wenn er sein Vermögen gemäss den publizierten Listen anlegt. Werden die Listen aus diesem Grund von den Banken gratis an die Interessenten abgegeben?

Die berechneten Ueberschussrenditen fallen aus drei Gründen sogar zu hoch aus. Erstens enthält der

Tabelle 3:
Evaluierung der Performance.

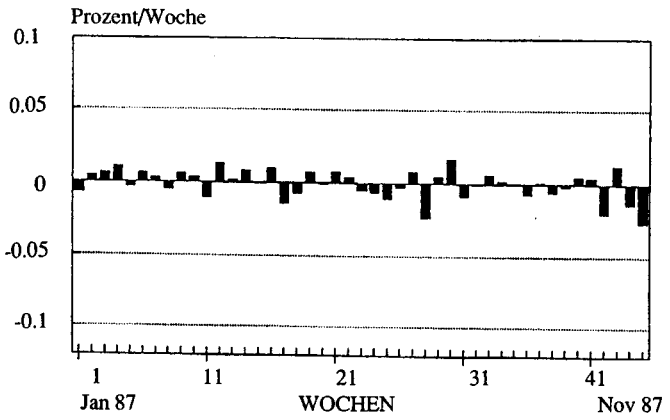
	Bank Leu	Bank Vontobel	Kantonalbank von Bern	Schweiz. Bankges.	Schweiz. Volksbank
Ganze Periode					
α	-0.10	0.06	0.03	-0.46	0.11
β	1.19	1.11	0.69	1.02	1.04
R^2	0.97	0.94	0.86	0.61	0.86
DW	2.11	2.00	2.40	2.15	1.96
Ohne Crash					
α	0.01	0.10	-0.03	-0.09	0.13
β	1.00	0.96	0.93	0.15	0.92
R^2	0.87	0.87	0.90	0.06	0.69
DW	2.42	1.68	2.13	2.81	1.78
1985					
α		0.22		-0.16	0.20
β		0.84		0.19	0.83
R^2		0.71		0.05	0.47
DW		1.36		3.01	1.87
1986					
α		0.03	-0.04	0.03	0.15
β		0.94	0.87	0.09	0.87
R^2		0.92	0.89	0.05	0.69
DW		1.84	2.04	2.28	1.62
1987					
α	-0.10	0.21	0.04	-0.34	0.19
β	1.19	1.20	0.66	1.39	1.12
R^2	0.97	0.98	0.87	0.85	0.96
DW	2.11	2.22	2.57	2.33	2.09

Die Tabelle enthält Schätzwerte für die Gleichung (2) für verschiedene Perioden. Die Periode "Ohne Crash" enthält Beobachtungen bis September 1987. R^2 ist das Bestimmtheitsmass. DW ist die Durbin-Watson Statistik für Autokorrelation 1. Ordnung in den Residuen. Unterstrichene Koeffizienten sind signifikant von Null verschieden auf dem 5 %-Niveau. Der Test erfolgt für $\alpha=0$ resp. für $\beta=1$.

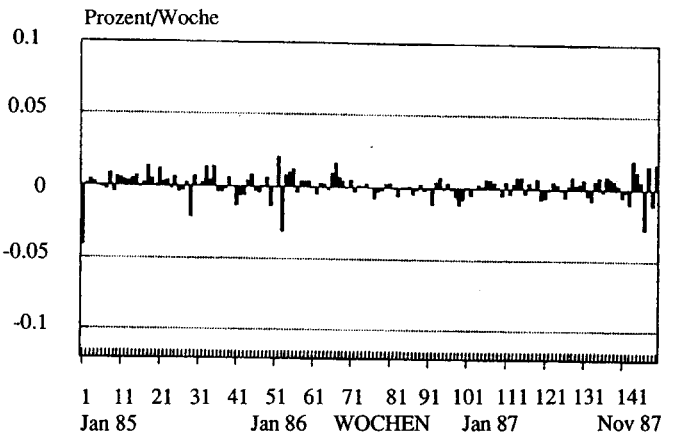
als Vergleichsmassstab verwendete Marktindex keine Dividenden, im Gegensatz zu den Renditen der einzelnen Titel. Zweitens werden die Transaktionskosten nicht berücksichtigt, die bei tatsächlichen Käufen und Verkäufen der in den Listen enthaltenen Aktien anfallen. Drittens werden die aufgrund

Abbildung 1: Ueberschussrenditen.

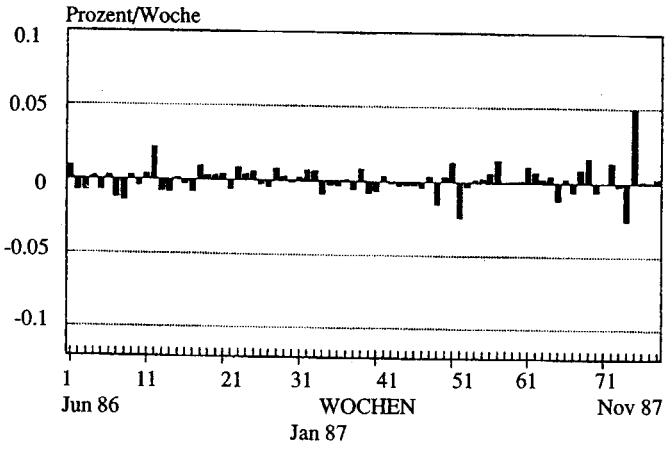
Bank Leu



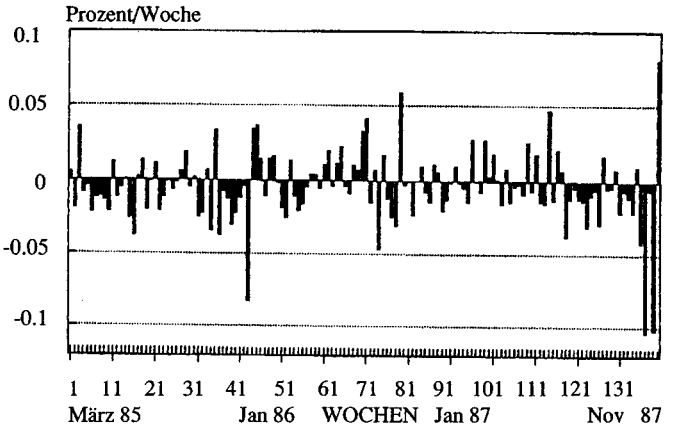
Bank Vontobel



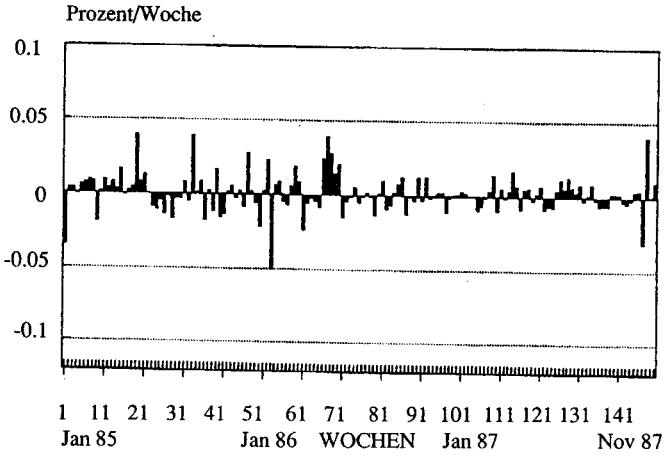
Kantonalbank von Bern



Schweizerische Bankgesellschaft



Schweizerische Volksbank



Die Grafiken zeigen wöchentliche, mit dem Capital Asset Pricing Model korrigierte Ueberschussrenditen von Portefeuilles, die aufgrund von Kaufempfehlungen der jeweiligen Bank gebildet werden.

der Empfehlungen gebildeten Portefeuilles vermutlich einen wesentlichen Anteil diversifizierbares Risiko enthalten, für das der Investor nicht in der Form höherer Renditen kompensiert wird.
Die vorgestellten Resultate lassen selbstverständlich die Möglichkeit offen, dass in den Banken erfolgreichere Anlageempfehlungen zur Verfügung stehen, die einem breiteren Publikum nicht zugänglich gemacht werden. Es wäre jedoch für eine Bank bestimmt wertvoll, wenn derartige Informationen ebenfalls systematisch auf ihren Gehalt überprüft würden.

Fussnoten

[1] Der Size-Effect bedeutet, dass Aktien kleiner Unternehmungen typischerweise höhere Renditen aufweisen als durch ihr Marktrisiko impliziert wird.

[2] Die in Ereignisstudien typischerweise verwendete Methodologie ist in BROWN und WARNER (1980, 1985) detailliert beschrieben.

[3] Kompliziertere Verfahren zur Bereinigung der Titelrenditen können aufgrund der zur Verfügung stehenden Daten und von Schätzproblemen nicht angewendet werden. Die Literatur weist jedoch darauf hin, dass die Verwendung des Marktmodells oder des Capital Asset Pricing Model nicht wesentlich andere Resultate ergibt. Evidenz zu diesen Problemen ist zudem im fünften Kapitel enthalten.

[4] Es werden drei unterschiedliche Signifikanzmasse verwendet, die alle in BROWN und WARNER (1985) beschrieben sind. Die Koeffizienten in Tabelle 2 sind unterstrichen, falls mindestens eines dieser Masse statistische Signifikanz anzeigt.

Literatur

BROWN, S.J. and J.B. WARNER (1980): "Measuring Security Price Performance", Journal of Financial Economics 8, pp. 205-258.
BROWN, S.J. and J.B. WARNER (1985): "Using Daily Stock Returns, The Case of Event Studies", Journal of Financial Economics 14, pp. 3-31.
DIMSON, E. and P. MARSH (1984): "An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns", Journal of Finance 39 (5), pp. 1257-1292.
DIMSON, E. and P. MARSH (1986): "Event Study Methodologies and the Size Effect", Journal of Financial Economics 17, pp. 113-142.
ELTON, E., M.J. GRUBER and S. GROSSMAN (1986): "Discrete Expectational Data and Portfolio Performance", Journal of Finance 41 (3), pp. 699-713.