

INHALTSVERZEICHNIS

Tabellenverzeichnis	XXI
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Symbolverzeichnis	XXVIII

A Einführung in das Thema	1
1 Problemstellung und Ziel der Arbeit	1
2 Einordnung der Arbeit und Gang der Untersuchung	4
B Empirische Relevanz von Insiderhandel - theoretische Grundlagen, Untersuchungsansätze und bisherige Erkenntnisse	8
1 Beurteilung von Insiderhandel aus theoretischer Sicht	8
1.1 Definition von Insiderhandel	8
1.1.1 Elemente einer Definition	8
1.1.2 Definition von Insiderhandel in dieser Arbeit	11
1.2 Argumentationsmuster der juristischen und ökonomischen Theorien des Insiderhandels	12
1.2.1 Auswirkungen von Insiderhandel auf den einzelnen Anleger	12
1.2.2 Auswirkungen von Insiderhandel auf den Aktienmarkt	14
1.2.3 Anreizwirkungen von Insiderhandel im Unternehmen	16
1.2.4 Bedeutung der empirischen Relevanz von Insiderhandel für die Argumentationsmuster	18

2	Informationseffizienz von Kapitalmärkten	20
2.1	Das Konzept der Informationseffizienz	20
2.1.1	Der Ansatz von Fama	20
2.1.2	Beurteilung und Weiterentwicklungen	21
2.1.2.1	Heterogene Erwartungen	22
2.1.2.2	Kostenpflichtige Informationsbeschaffung	23
2.1.2.3	Relativierte Informationseffizienz	24
2.2	Formen der Informationseffizienz	25
2.2.1	Die Teilhypothese der schwachen Informationseffizienz	26
2.2.1.1	Herleitung und Implikationen	26
2.2.1.2	Empirische Überprüfungsansätze	27
2.2.2	Die Teilhypothese der halbstrengen Informationseffizienz	30
2.2.2.1	Herleitung und Implikationen	30
2.2.2.2	Empirische Überprüfungsansätze	31
2.2.3	Die Teilhypothese der strengen Informationseffizienz	33
2.2.3.1	Herleitung und Implikationen	33
2.2.3.2	Empirische Überprüfungsansätze	36
2.2.3.2.1	Anlageerfolg von Personen mit Zugang zu Insiderinformationen	37
2.2.3.2.2	Analyse von Kurs- und Umsatzverläufen mit und ohne Berücksichtigung kursrelevanter Informationen	39
2.3	Informationseffizienz und kapitalmarkttheoretische Gleichgewichtsmodelle	40
2.3.1	Theoretischer Zusammenhang	40
2.3.2	Formen von kapitalmarkttheoretischen Preisbildungsmodellen	42
2.3.3	Empirische Validität der Modelle	42
3	Analyse empirischer Studien auf Aktienmärkten	46
3.1	Ansätze und Ergebnisse empirischer Insiderhandelsstudien auf internationalen Aktienmärkten	46

3.1.1	Registrierter Insiderhandel und Informationseffizienz - die Profitabilität von Insidern und Outsidern	49
3.1.1.1	Erste Ergebnisse	49
3.1.1.2	Klassische Studien	50
3.1.1.3	Evaluation und Weiterentwicklung der Ergebnisse	53
3.1.1.4	Zwischenfazit	55
3.1.2	Insiderhandel und die Veröffentlichung von Unternehmensinformationen - die Existenz und Profitabilität von ereignisspezifischem Insiderhandel	58
3.1.2.1	Ansatz und allgemeiner Zusammenhang	58
3.1.2.2	Insiderhandel vor einzelnen Ereignissen	60
3.1.2.2.1	Unternehmensübernahmen	60
3.1.2.2.2	Gewinnankündigungen und Dividendenankündigungen	62
3.1.2.2.3	Sonstige Informationsarten	65
3.1.2.3	Zwischenfazit	66
3.1.3	Existenz und Profitabilität illegalen Insiderhandels	68
3.1.3.1	Merkmale des Ansatzes und Untersuchungsaufbau der Studien	68
3.1.3.2	Gewinnmöglichkeiten und Überrenditen für Insider	69
3.1.3.3	Höhe und Einfluß des Handelsvolumens	70
3.1.4	Fazit	71
3.2	Empirische Erkenntnisse zum Insiderhandel in Deutschland	73
3.2.1	Rahmenbedingungen für empirische Insiderhandelsstudien am deutschen Aktienmarkt und Ergebnisse der Wertpapieraufsichtsbehörden	73
3.2.2	Ereignisstudien mit Implikationen für den Insiderhandel am deutschen Aktienmarkt	76
3.2.2.1	Jahresabschlußdaten	76
3.2.2.2	Kapitalerhöhungen und Emissionen von Wertpapieren	81

3.2.2.3	Unternehmensübernahmen	85
3.2.3	Explizite Untersuchungen des Insiderhandels am deutschen Aktienmarkt	87
3.2.3.1	Die Untersuchung von Hecker	87
3.2.3.2	Die Untersuchung von Schmidt/Wulff	89
3.2.3.2.1	Auswahl und Bewertung der Ereignisse	89
3.2.3.2.2	Bestimmung von Ereignistag und Ereigniszeitraum	90
3.2.3.2.3	Testdesign und methodisches Vorgehen	91
3.2.3.2.4	Ergebnisse der Untersuchung	92
3.2.4	Fazit	93
3.2.4.1	Informationsgehalt von Informationsarten	93
3.2.4.2	Strenge Informationseffizienz	94
3.2.4.3	Halbstrenge Informationseffizienz	96
4	Schlußfolgerungen für die eigene empirische Untersuchung	97
4.1	Implikationen für Ansatz und Grenzen der Untersuchung	97
4.1.1	Wahl des Untersuchungsansatzes	97
4.1.1.1	Erkenntnisse aus Theorie und Empirie zur Wahl des Untersuchungsansatzes	97
4.1.1.2	Darstellung und Begründung des zweistufigen Untersuchungsansatzes	99
4.1.1.3	Annahmen des Ansatzes	100
4.1.2	Grenzen des Untersuchungsansatzes	101
4.2	Implikationen für die Ausgestaltung der Ereignisstudie	104
4.2.1	Abgrenzung von Marktantizipation und Insiderhandel	104
4.2.1.1	Notwendigkeit und Schwierigkeit der Abgrenzung	104
4.2.1.2	Das Modell von Malatesta/Thompson für teilweise antizipierte Ereignisse	105
4.2.1.3	Erweiterung des Modells um Insiderhandel	107

4.2.1.4	Ansätze zur Isolierung und Operationalisierung des Insiderhandelseffekts	108
4.2.2	Festlegung des Ereignistages	109
4.3	Ableitung von Hypothesen für die empirische Untersuchung	110
4.3.1	Informationsgehalt der Ereignisse	110
4.3.2	Relevanz von Insiderhandel am deutschen Aktienmarkt und strenge Informationseffizienz	111
4.3.3	Halbstrenge Informationseffizienz	111
 C Empirische Untersuchung des Insiderhandels am deutschen Aktienmarkt - Konzeption und Methodik der Ereignisstudie		 112
1	Auswahl von Informationsarten und Ereignissen für die empirische Untersuchung	112
1.1	Vorbemerkungen zur Terminologie und Vorgehensweise	112
1.2	Festlegung der Informationsarten	115
1.2.1	Kriterien der Festlegung	115
1.2.1.1	Kursrelevanz einer Informationsart	115
1.2.1.2	Ex-ante-Bewertbarkeit einer Informationart	116
1.2.1.3	Möglichkeit der Antizipation einer Informationsart	116
1.2.1.4	Häufigkeit einer Informationsart	117
1.2.1.5	Gewichtung der Kriterien und erste Beurteilung	117
1.2.2	Beurteilungsgrundlagen für die Kursrelevanz von Informationsarten	120
1.2.2.1	Beurteilung auf Basis theoretischer Modelle	120
1.2.2.1.1	Klassische Finanzierungs- und Kapitalmarkttheorie	120
1.2.2.1.2	Signalling-Modelle und Principal-Agent Ansätze	121
1.2.2.2	Beurteilung auf Basis der Wertpapieranalyse	124
1.2.2.3	Beurteilung auf Basis empirischer Erkenntnisse	127
1.2.2.4	Rechtliche Beurteilungsgrundlagen	129

1.2.3	Abschließendes Fazit zu den in Frage kommenden Informationsarten	131
1.2.3.1	Einbezogene Informationsarten	131
1.2.3.1.1	Gewinnankündigungen und Gewinnprognosen	131
1.2.3.1.2	Dividendenankündigungen und Dividendenprognosen	133
1.2.3.2	Nichteinbezogene Informationsarten	134
1.2.3.2.1	Unternehmensübernahmen	134
1.2.3.2.2	Kapitalerhöhungen	135
1.2.3.2.3	Sonstige Ereignisarten	136
1.3	Auswahl und Bewertung der Ereignisse	136
1.3.1	Notwendigkeit und Problematik der Auswahl und Bewertung	136
1.3.2	Diskussion eines adäquaten Erwartungsrevisionsmodells	138
1.3.2.1	Naive Modelle	138
1.3.2.2	Statistische Regressionsmodelle	139
1.3.2.3	Markterwartungsmodelle	141
1.3.2.4	Ex-post-Kursentwicklung	143
1.3.3	Einführung eines Erwartungsrevisionsmodells für Gewinne und Dividenden auf Basis von Markterwartungen	145
1.3.3.1	Generierung der Ex-ante-Markterwartung für Ereignisse aus Zeitungsmeldungen	145
1.3.3.1.1	Voraussetzungen und Grenzen des Ansatzes	145
1.3.3.1.2	Inhaltsanalyse als Hilfsmittel der Textauswertung	146
1.3.3.1.3	Anwendung einer modifizierten Inhaltsanalyse	147
1.3.3.2	Formulierung des Erwartungsrevisionsmodells und Aufstellung eines Kategorienschemas	149
1.3.3.2.1	Formulierung eines Erwartungsrevisionsmodells für diese Arbeit	149
1.3.3.2.2	Kategorienschema für die Inhaltsanalyse	151
1.3.4	Selektionsprozeß der Ereignisse	155

1.3.4.1	Auswahl geeigneter Informationsquellen für die Ereignisselektion	155
1.3.4.2	Wahl des Untersuchungszeitraums	156
1.3.4.3	Sachliche Abgrenzung und Validierung der Ereignisbasis	157
1.4	Bildung von Teilportfolios aus der Ereignisbasis	159
1.4.1	Ansatz und Zielsetzung der Bildung von Teilportfolios	159
1.4.2	Ereignisspezifische Teilportfolios	160
1.4.3	Unternehmensspezifische Teilportfolios	161
2	Methodisch-statistische Parameter der Ereignisstudie	165
2.1	Zeitliche und sachliche Abgrenzung der Datenbasis	165
2.1.1	Zeitliche Abgrenzung des Ereigniszeitraums	165
2.1.1.1	Festlegung des Ereignistages unter Berücksichtigung des spezifischen Publikationsverhaltens der Börsenzeitung	165
2.1.1.2	Festlegung der Dauer der Kurserhebung um den Ereignistag	168
2.1.1.2.1	Dauer der Kurserhebung vor dem Ereignistag	168
2.1.1.2.2	Dauer der Kurserhebung nach dem Ereignistag	170
2.1.2	Beschreibung der Kurs- und Umsatzbasis	171
2.2	Renditeanalyse	173
2.2.1	Definition und Ermittlung von Aktienrenditen	173
2.2.2	Ermittlung von Überrenditen	174
2.2.2.1	Schätzung einer zu erwartenden Gleichgewichtsrendite	174
2.2.2.2	Ermittlung täglicher Überrenditen	175
2.2.2.3	Aggregation und Kumulation der Überrenditen	175
2.2.3	Diskussion und Auswahl eines Renditeerwartungsmodells	176
2.2.3.1	Marktmodell (market model)	176
2.2.3.2	Mittelwertbereinigtes Modell (mean-adjusted return model)	178
2.2.3.3	Marktbereinigtes Modell (market-adjusted return model)	179
2.2.3.4	Beurteilung der Modelle	180
2.2.4	Auswahl des Index	184

2.2.5	Statistische Hypothesenformulierung und Signifikanzprüfungen	188
2.2.5.1	Formulierung der Hypothesen für die empirische Analyse	188
2.2.5.2	Durchführung von Signifikanztests	189
2.2.5.2.1	Parametrischer Signifikanztest	190
2.2.5.2.2	Nicht-parametrischer Signifikanztest	192
2.2.5.3	Weitere statistische Testverfahren	194
2.3	Umsatzanalyse	195
2.3.1	Bedeutung und Aussagekraft einer ergänzenden Umsatzanalyse	195
2.3.2	Ermittlung und statistische Überprüfung abnormaler Umsätze	198
D	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	201
1	Ergebnisse der Rendite- und Umsatzanalyse für das Gesamtportfolio	201
1.1	Informationsgehalt der Ereignisse	201
1.1.1	Renditeanalyse	201
1.1.2	Umsatzanalyse	206
1.2	Kurs- und Umsatzreaktionen vor der Veröffentlichung	209
1.2.1	Renditeanalyse	209
1.2.2	Umsatzanalyse	211
1.3	Kurs- und Umsatzreaktionen nach der Veröffentlichung	212
1.3.1	Renditeanalyse	212
1.3.2	Umsatzanalyse	213
1.4	Zwischenfazit zu den Kurs- und Umsatzreaktionen hinsichtlich der aufgestellten Hypothesen	213
1.4.1	Informationsgehalt und halbstarke Informationseffizienz	213
1.4.2	Insiderhandel und strenge Informationseffizienz	216
1.4.2.1	Zusammenfassung eigener Ergebnisse	216
1.4.2.2	Einordnung der Ergebnisse unter Berücksichtigung anderer Studien	217

2	Ergebnisse der Rendite- und Umsatzanalyse für Teilportfolios	223
2.1	Teilportfolios auf Basis ereignisspezifischer Kriterien	223
2.1.1	Bewertungsrichtung der Ereignisse	223
2.1.2	Informationsart	227
2.1.3	Bewertungsklassen	231
2.1.4	Zwischenfazit	235
2.2	Teilportfolios auf Basis unternehmensspezifischer Kriterien	236
2.2.1	Unternehmensgröße	237
2.2.2	Marktliquidität der Aktie	240
2.2.3	Marktsegment	242
2.2.4	Evaluation der Ergebnisse und Zwischenfazit	244
2.2.4.1	Korrelationsanalyse des Zusammenhangs zwischen Kurs- und Umsatzreaktionen und unternehmensspezifischen Variablen	244
2.2.4.2	Ergebnisse zum Zusammenhang bei und nach Veröffentlichung	247
2.2.4.3	Ergebnisse zum Zusammenhang vor Veröffentlichung	248
3	Erkennbarkeit und Identifizierbarkeit von Insiderhandel	251
3.1	Ansätze zur Identifizierung besonders insiderhandelsverdächtiger Ereignisse	251
3.2	Identifizierung von besonders insiderhandelsverdächtigen Ereignissen auf Grundlage von Ex-post-Analysen	252
3.2.1	Identifizierung über den Ankündigungseffekt	252
3.2.2	Bildung eines Insiderhandelsportfolios nach den Überrenditen und abnormalen Umsätzen vor Veröffentlichung	256
3.3	Vergleich der Identifizierungsansätze	260
3.4	Fazit	265
4	Zusammenfassende Bewertung der Ergebnisse der Rendite- und Umsatzanalyse für die Gültigkeit der aufgestellten Hypothesen	267

4.1 Informationsgehalt	267
4.2 Strenge Informationseffizienz	269
4.3 Halbstrenge Informationseffizienz	274
E Zusammenfassung und Schlußfolgerungen	277
Anhang	283
Literaturverzeichnis	324

TABELLENVERZEICHNIS

Tab. B.1: Vergleich der Ergebnisse empirischer Studien zum registrierten Insiderhandel	54
Tab. B.2: Ausgewählte Ergebnisse deutscher Ereignisstudien	85
Tab. C.1: Kategorienschema der Inhaltsanalyse für diese Arbeit	152
Tab. C.2: Auszug aus dem Wörterbuch zur Klassifizierung von neutralen und deutlich positiven bzw. deutlich negativen Ereignissen.....	154
Tab. C.3: Zusammensetzung des Gesamtportfolios nach ereignis- und unternehmensspezifischen Kriterien	164
Tab. D.1: Statistische Beschreibung des Ankündigungseffektes für das Gesamtportfolio.....	203
Tab. D.2: Statistische Beschreibung des erweiterten Informationsgehalts MCAR [-20,10] für das Gesamtportfolio.....	204
Tab. D.3: Tägliche mittlere Überrenditen (MAR) und mittlere abnormale Umsätze (MAV) im Ereigniszeitraum	208
Tab. D.4: Statistische Beschreibung der kumulierten Kursreaktionen in der Vorveröffentlichungsperiode für das Gesamtportfolio	210
Tab. D.5: Mittlere tägliche und kumulierte Überrenditen in ausgewählten Zeiträumen der Vorveröffentlichungsperiode	211
Tab. D.6: Mittlere tägliche und kumulierte Überrenditen in ausgewählten Zeiträumen der Nachveröffentlichungsperiode.....	212
Tab. D.7: Kurs- und Umsatzreaktionen in den drei Teilzeiträumen	215
Tab. D.8: Vergleich der Ergebnisse mit der Studie von Schmidt/Wulff.....	219
Tab. D.9: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Teilportfolios der Positiv- und Negativereignisse	223
Tab. D.10: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Teilportfolios nach Informationsarten	228

Tab. D.11: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Teilportfolios nach Bewertungsklassen.....	232
Tab. D.12: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Teilportfolios der besonders überraschenden (BK 6) und der restlichen (BK 5) Ereignisse	235
Tab. D.13: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Teilportfolios nach Unternehmensgrößen	238
Tab. D.14: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Teilportfolios nach der Marktliquidität	241
Tab. D.15: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Teilportfolios nach Marktsegmenten.....	243
Tab. D.16: Korrelationen (r_s) zwischen Kurs- und Umsatzreaktionen und unternehmensspezifischen Variablen.....	245
Tab. D.17: Korrelationen (r_s) zwischen Kurs- und Umsatzreaktionen und unternehmensspezifischen Variablen nach Größenklassen (GK)	247
Tab. D.18: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Teilportfolios nach der Höhe des Ankündigungseffektes (AE).....	254
Tab. D.19: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die Insiderportfolios.....	258
Tab. D.20: Vergleich der kumulierten Überrenditen und mittleren abnormalen Umsätze für die besonders insiderhandelsverdächtigen Teilportfolios....	261
Tab. D.21: Vergleich der Portfoliozusammensetzung von IP I und Gesamtportfolio (GP).....	264

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abb. B.1: Aufteilung des Informationsgehaltes bei teilweise antizipierten Ereignissen	106
Abb. B.2: Aufteilung des Informationsgehaltes unter Berücksichtigung von Insiderhandel	107
Abb. C.1: Darstellung des Prozesses von Nachrichtenzugang und -publikation	167
Abb. C.2: Darstellung des Ereigniszeitraums	171
Abb. C.3: Zeitliche Verteilung der Ereignisse auf die Kalendermonate.....	182
Abb. D.1: Häufigkeitsverteilung des Ankündigungseffektes CAR [-1,0] für das Gesamtportfolio	203
Abb. D.2: Häufigkeitsverteilung der kumulierten Überrenditen CAR [-20,10] für das Gesamtportfolio.....	205
Abb. D.3: Verlauf der täglichen mittleren Überrenditen MAR und der mittleren kumulierten Überrendite MCAR von $t=-20$ bis $t=10$ für das Gesamtportfolio.....	206
Abb. D.4: Häufigkeitsverteilung der kumulierten Überrenditen CAR [-20,-2] für das Gesamtportfolio.....	210
Abb. D.5: Mittlere kumulierte Überrenditen (MCAR) und mittlere abnormale Umsätze (MAV) über den gesamten Ereigniszeitraum [-20, 10].....	215
Abb. D.6: Verlauf der kumulierten Überrendite MCAR [-20, 10] für die Teilportfolios der Negativ- und Positivereignisse im Vergleich zur Schmidt/Wulff-Studie (S/W)	225
Abb. D.7: Verlauf der kumulierten Überrendite MCAR [-20, 10] für die Teilportfolios nach Informationsarten.....	228
Abb. D.8: Verlauf der kumulierten Überrendite MCAR [-20, 10] für die Teilportfolios nach Bewertungsklassen	233
Abb. D.9: Verlauf der kumulierten Überrendite MCAR [-20, 10] für die Teilportfolios nach Unternehmensgrößen.....	237

Abb. D.10: Verlauf der kumulierten Überrendite MCAR [-20, 10] für die Teilportfolios nach der Marktliquidität	241
Abb. D.11: Verlauf der kumulierten Überrendite MCAR [-20, 10] für die Teilportfolios nach der Höhe des Ankündigungseffektes	254
Abb. D.12: Verlauf der kumulierten Überrendite MCAR [-20, 10] für die Insiderportfolios	258
Abb. D.13: Verlauf der kumulierten Überrendite MCAR [-20, 10] für die besonders insiderhandelsverdächtigen Teilportfolios	261