

Christine Ott

Der Informationsgehalt von Credit Ratings am deutschen Aktienmarkt

Eine empirische Untersuchung

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Robert M. Gillenkirch

A 262182



RESEARCH

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
I Einleitung	1
I.1 Problemstellung	1
I.2 Gang der Untersuchung	2
II Credit Rating	5
II.1 Begriffliches und Entwicklung	5
II.1.1 Allgemeine Definition und Ausprägungen	5
II.1.2 Abgrenzung des Credit Rating	7
II.2 Historische Entwicklung: Rating und Ratingagenturen	11
II.3 Ratingprozess, -analyse und -system	13
II.3.1 Der Ratingprozess	13
II.3.2 Schritte einer Ratinganalyse	15
II.3.3 Ratingaussagen und Ratingskalen	17
II.3.4 Ratingaktionen und ergänzende Ratinginformationen	20
II.4 Emissions- versus Emittentenrating	24
II.5 Credit Rating in Deutschland	29
II.5.1 Die Rahmenbedingungen bis in die 1990er Jahre	29
II.5.1.1 Das Fehlen einer Ratingkultur	29
II.5.1.2 Gründe für die geringe Verbreitung von Credit Ratings bei Produktionsunternehmen	30
II.5.2 Die Rahmenbedingungen ab den späten 1990er Jahren	33
II.5.2.1 Belebung des Marktes für Credit Ratings	33
II.5.2.2 Gründe für die wachsende Verbreitung von Credit Ratings	35
II.5.3 Basel II	40
II.5.3.1 Überblick	40
II.5.3.2 Implikationen für die Verbreitung von Credit Ratings	42
II.5.3.3 Einbindung der Ratingagenturen in einen regulatorischen Rahmen	43
II.5.4 Die Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise 2007 bis 2009	44
II.5.4.1 Ursachen und Reaktionen	44
II.5.4.2 Konsequenzen für die Verbreitung von Credit Ratings	48

III Der Informationsgehalt von Credit Ratings aus finanzierungstheoretischer

Sicht	51
III.1 Credit Ratings als auf Fremdkapitalgeber ausgerichtete Sekundärinformationen	51
III.2 Der Informationsgehalt von Credit Ratings in informationseffizienten Märkten	54
III.2.1 Credit Ratings und das Konzept der Informationseffizienz nach Fama (1970)	54
III.2.2 Der Informationsgehalt von Credit Ratings nach Boot/Milbourn/Schmeits (2006)	58
III.2.2.1 Das Modell	58
III.2.2.2 Credit Ratings als Koordinierungsmechanismen	59
III.2.2.3 Die Rolle der Ratingagentur mit Credit Watch	60
III.3 Der Informationsgehalt des Credit Rating in einem Markt mit Informationskosten	62
III.3.1 Informationskosten und asymmetrische Information	62
III.3.2 Informationseffizienz und unvollkommene Märkte	63
III.3.2.1 Der Modellrahmen verrauschter rationaler Erwartungen	63
III.3.2.2 Die Kosten-Qualitäts-Struktur als wesentliche Determinante	64
III.3.2.3 Die freiwillige Bereitstellung öffentlich verfügbarer Information	66
III.3.3 Informationsgehalt der Sekundärinformation Credit Rating	67
III.3.3.1 Informationsgehalt aufgrund einer überlegenen Kosten-Qualitäts- Struktur	67
III.3.3.2 Informationsgehalt aufgrund von Monitoring	73
III.3.3.3 Informationsgehalt durch Informationsvorsprung	75
III.4 Determinanten des Informationsgehalts des Credit Rating	77
III.4.1 Allgemeines	77
III.4.2 Der CashFlow-Effekt	78
III.4.3 Der Informationseffekt	80
III.4.3.1 Allgemeines	80
III.4.3.2 Credit Ratings als Aussage über die Bonität	81
III.4.3.3 Informationseffekt der Begründungen der Ratingagenturen I: Credit Ratings als Aussage über die Ertragslage	85
III.4.3.4 Informationseffekt der Begründungen der Ratingagenturen II: Credit Ratings als Aussage über den Leverage	89
III.5 Die zeitliche Komponente	91
III.5.1 Überraschung oder Antizipation	92
III.5.1.1 Der CashFlow-Effekt	92
III.5.1.2 Der Informationseffekt	93
III.5.2 Konsequenzen der asymmetrischen Gewinnfunktion der Ratingagentur	95

III.5.3	Durch Marktunvollkommenheiten bedingte Reaktionsverläufe	97
III.6	Erwartungen bezüglich der Wirkung von Ratingaktionen am Aktienmarkt.....	98
III.6.1	Kursreaktionen	98
III.6.2	Kursschwankungen und Handelsumsätze	102
III.6.2.1	Die Varianz als Indikator für die Bewertungsrelevanz des Credit Rating für die Marktteilnehmer am Aktienmarkt.....	102
III.6.2.2	Handelsumsätze.....	102
III.6.3	Auswirkungen von Ratingaktionen auf Kurse branchengleicher Unternehmen	105
III.6.3.1	Die Eignung des Credit Rating als Informationsinstrument über Konkurrenzunternehmen	105
III.6.3.2	Informationseffekt bei branchengleichen Unternehmen	106
IV	Die Ereignisstudie als Methode zur empirischen Untersuchung des Informationsgehalts von Credit Ratings.....	109
IV.1	Überblick.....	109
IV.2	Ereignis, Ereignistag und einbezogene Unternehmen.....	110
IV.2.1	Ratingaktionen als Ereignisse im Sinne der Ereignisstudie	110
IV.2.2	Festlegung des Ereignistags	111
IV.2.3	Einbezogene Unternehmen	113
IV.3	Abnormale Renditen als Bewertungsmaßstab.....	116
IV.3.1	Renditeberechnung und Renditeintervall.....	116
IV.3.2	Normale Rendite	119
IV.3.2.1	Referenzmodelle.....	120
IV.3.2.2	Parameterschätzung.....	122
IV.3.2.3	Berechnung der Normalen Renditen	124
IV.3.3	Abnormale Renditen	125
IV.4	Signifikanzanalyse	126
IV.4.1	Überblick.....	126
IV.4.2	Parametrische Tests.....	127
IV.4.2.1	Die Teststatistik.....	127
IV.4.2.2	Die Standardisierung nach Mikkleson/Partch (1988)	129
IV.4.2.3	Der Standardansatz.....	131
IV.4.2.4	Das standardisierte Querschnittsverfahren.....	133
IV.4.3	Nichtparametrische Tests	135
IV.4.3.1	Allgemeines.....	135
IV.4.3.2	Der Vorzeichentest	135

IV.4.3.3	Der Corrado-Rangtest	137
IV.5	Analyse der Varianzen der abnormalen Renditen	139
IV.5.1	Die Betrachtung ereignisinduzierter Varianzverschiebungen	139
IV.5.2	Parametrische Testverfahren	141
IV.5.2.1	F-Test auf Varianzgleichheit	141
IV.5.2.2	Beaver's U	142
IV.5.2.3	Die Adaption von Beaver's U nach Rohrbach/Chandra (1989)	143
IV.5.3	Nichtparametrische Testverfahren	144
IV.5.3.1	Der Rangtest nach Rohrbach/Chandra (1989)	144
IV.5.3.2	Der quadrierte Rangtest	145
IV.6	Analyse der Handelsumsätze	147
IV.6.1	Ein Maß für die abnormale Umsatzaktivität	147
IV.6.2	Signifikanzanalyse	149
IV.6.3	Mehrtagesbetrachtung	150
IV.7	Die Analyse branchengleicher Unternehmen	151
V	Der Informationsgehalt von Credit Ratings und der deutsche Aktienmarkt –	
	Ergebnisse	155
V.1	Der Informationsgehalt von Credit Ratings für die Marktteilnehmer am Aktienmarkt als Gegenstand von Ereignisstudien	155
V.1.1	Überblick über die Ergebnisse bisheriger Studien	155
V.1.2	Stichproben und Methodik der bisherigen Studien: Anknüpfungspunkte für die eigene Untersuchung	164
V.2	Die Stichprobe	166
V.2.1	Der deutsche Markt als Betrachtungsgegenstand	166
V.2.2	Die Gesamtstichprobe: Die Dominanz negativer Aussagen	167
V.3	Upgrades	171
V.3.1	Erwartete Reaktionen	171
V.3.2	Gesamtstichprobe	172
V.3.3	Stichprobensegmentierung	175
V.4	Downgrades	178
V.4.1	Erwartete Reaktionen	178
V.4.2	Gesamtstichprobe	179
V.4.3	Stichprobensegmentierung	184
V.4.3.1	Segmentierung nach der Branchenzugehörigkeit	184
V.4.3.2	Segmentierung nach der Begründung für die Herabstufung	187
V.4.3.3	Segmentierung nach der Indizierung	192

V.5	Aufnahmen auf die Überwachungsliste mit positiver Implikation	194
V.5.1	Erwartete Reaktionen	194
V.5.2	Gesamtstichprobe	195
V.6	Aufnahmen auf die Überwachungsliste mit negativer Implikation	199
V.6.1	Erwartete Reaktionen	199
V.6.2	Gesamtstichprobe	200
V.6.3	Stichprobensegmentierung nach der Auflösung	203
V.7	Veränderungen des Ausblicks	207
V.7.1	Erwartete Reaktionen	207
V.7.2	Verbesserungen des Ausblicks	208
V.7.3	Verschlechterungen des Ausblicks	209
V.8	Bestätigungen des Credit Rating	212
V.8.1	Erwartete Reaktionen	212
V.8.2	Gesamtstichprobe	212
V.9	Der Informationsgehalt von Credit Ratings für branchengleiche Unternehmen	214
V.9.1	Ratingänderungen	214
V.9.1.1	Erwartete Reaktionen	214
V.9.1.2	Upgrades	215
V.9.1.3	Downgrades	216
V.9.2	Aufnahmen auf die Überwachungsliste	217
V.9.2.1	Erwartete Reaktionen	217
V.9.2.2	Aufnahmen auf die Überwachungsliste mit positiver Implikation	218
V.9.2.3	Aufnahmen auf die Überwachungsliste mit negativer Implikation	219
V.9.3	Veränderungen des Ausblicks	221
V.9.3.1	Erwartete Reaktionen	221
V.9.3.2	Verbesserungen des Ausblicks	222
V.9.3.3	Verschlechterungen des Ausblicks	224
V.9.4	Affirmations	225
V.9.4.1	Erwartete Reaktionen	225
V.9.4.2	Tests auf abnormale Renditen	225
VI	Zusammenfassende Würdigung der Bewertungsrelevanz von Credit Ratings für die Marktteilnehmer am deutschen Aktienmarkt	227
VI.1	Überblick über die Ergebnisse	227
VI.2	Kein Informationsgehalt oder differenzierte Wahrnehmung durch den Markt? – Die Komponenten des Informationsgehalts bezüglich der Eigenkapitaltitel der betroffenen Emittenten	229

VI.2.1	Die Abhängigkeit des Informationsgehalts von institutionellen Charakteristika	229
VI.2.2	Der CashFlow-Effekt	230
VI.2.3	Der Informationseffekt	231
VI.2.4	Die zeitliche Komponente	232
VI.3	Die Ergebnisse der Varianz- und Umsatzbetrachtung	233
VI.3.1	Die Analyse der Varianzen der abnormalen Renditen als Hilfsmittel zur Entdeckung von Informationseffekten	233
VI.3.2	Credit Ratings als Instrument zur Koordinierung der Erwartungen – Die Ergebnisse der Umsatzanalyse	234
VI.4	Zum Informationsgehalt von Veränderungen des Credit Rating Outlook	235
VI.5	Die Bewertungsrelevanz von Credit Ratings bezüglich der branchengleichen Unternehmen	237
VI.6	Credit Ratings – Ein Informationsinstrument auch für den deutschen Aktienmarkt?	239
Anhang	243
	Berücksichtigte Ratingaktionen	243
	Abbildung und Tabellen zu Kapitel V.7.2	246
	Tabellen zu Kapitel V.9.1.2	247
	Tabellen zu Kapitel V.9.3.3	248
	Literaturverzeichnis	249