

2. Informationen und Kapitalmärkte

Da Informationen und deren Wirkung auf Marktpreise im Mittelpunkt dieser Arbeit stehen, bildet dieses Kapitel den konzeptionellen Ausgangspunkt der weiteren Erläuterungen. Zunächst wird der Informationsbegriff erörtert, in dessen Rahmen dann eine weitere Konkretisierung in Bezug auf Finanzinformationen erfolgt. Im Anschluss daran werden Gehalt und Wert einer Information definiert und beide Begrifflichkeiten sowie deren Bedeutung für die vorliegende Arbeit verglichen. Schließlich bildet die Darstellung informationseffizienter Kapitalmärkte die Theoriebasis.

2.1. Der Informationsbegriff

Der Informationsbegriff ist im Schrifttum nicht einheitlich definiert. Vielmehr wird eine Information in Verbindung mit der jeweiligen Ausprägung ihrer Dimension erörtert. In der Folge entstehen mannigfaltige Begriffsverständnisse die eine universelle Anwendbarkeit des Informationsbegriffs auf eine Vielzahl unterschiedlicher betriebswirtschaftlicher Fragestellungen erschweren. Die daraus resultierenden Hauptprobleme sind insbesondere die Mehrdeutigkeit, Inkonsistenz sowie Unschärfe der Begriffe.¹⁵ Wittmann (1959) definiert Informationen als zweckorientiertes Wissen und subsumiert unter dem Term „Zweckorientierung“ das Wissen, das zur Vorbereitung des Handelns verwendet wird.¹⁶ Wenngleich dieses Verständnis auf Credit Ratings anwendbar scheint, wirkt diese Definition unvollständig, da sie zum einen Informationen ausblendet, die nicht zur Vorbereitung von Handlungen fungieren. Zum anderen bezieht sich zweckorientiertes Wissen nach Wittmann (1959) implizit nur auf den Informationsempfänger. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht werden Prozesse der Informationserzeugung auch von den Interessen/Zwecken des Senders getrieben (z.B. Werbung).¹⁷ Als Informationsempfänger wird der Rezipient im Rahmen des Kommunikationsprozesses bezeichnet, der eine Information über ein Kommunikationsmedium von dem Informationssender erhält. Hingegen bezeichnet der Sender die Quelle der Information und bildet somit den Anfangspunkt im Kommunikationsprozess.¹⁸ Bode (1997) erweitern dieses prozessuale Begriffsverständnis und definiert Informationen umfassend als „Wissensbestandteile, die in Form menschlicher Sprache repräsentiert sind.“¹⁹ Dieser Ansatz, dem auch die vorliegende Arbeit

¹⁵ Vgl. Bode (1997), S. 451.

¹⁶ Vgl. Wittmann (1959), S. 14. Mag (1977) übernimmt grundsätzlich diesen Definitionsansatz. Allerdings wandelt er die „Zweckorientierung“ in „Verwendungsorientierung“ um, wodurch die diskriminierende Fähigkeit des Begriffsverständnisses von Wittmann (1959) abgeschwächt wird. Vgl. Mag (1977), S. 4. Für eine ähnliche Bewertung dieser begrifflichen Erweiterung vgl. Bode (1997), S. 455, insbes. FN 38.

¹⁷ Für eine umfassend Darstellung der Kritikpunkte der Information nach Wittmann (1959) vgl. Bode (1997), S. 455ff. und Hirsch (1968), S. 4ff.

¹⁸ Grundlegend hierzu vgl. Shannon (1948), 382ff.; Shannon/Weaver (1949), 56ff. sowie Bowman/Targowski (1987), S. 23ff. In diesem Kontext können Rating-Unternehmen als Sender einer Information im Sinne einer Bonitätsbewertung angesehen werden, während Wertpapierinvestoren als Empfänger fungieren.

¹⁹ Bode (1997), S. 459.

folgt, verdeutlicht, dass die Information als Teilmenge des menschlichen Wissens anzusehen ist und folglich im Rahmen zwischenmenschlicher Kommunikation transportiert wird.²⁰

Eine grundlegende Systematisierung des Informationsbegriffs kann auf Basis der verwendeten Information erfolgen. Diesbezüglich ist zwischen Primär- und Sekundärinformationen zu unterscheiden. *Primärinformationen* sind Informationen, die von einem Sender selbst erzeugt werden. Im betriebswirtschaftlichen Kontext fungiert häufig ein Unternehmen als Sender, das beispielsweise Jahresabschlussinformationen, Ad-hoc- oder Pressemitteilungen sowie Äußerung des Managements im Rahmen von Interviews veröffentlicht.²¹ Im Gegensatz dazu stellen *Sekundärinformationen* eine Gesamtheit von verarbeiteten Primärinformationen in komprimierter Form dar, die durch Dritte veröffentlicht wird. In der Folge kann der Inhalt einer Sekundärinformation durchaus von einer einzelnen Primärinformation abweichen. Als weiterer wesentlicher Unterschied ist dabei zu beachten, dass Sekundärinformationen häufig eine wertende Komponente enthalten, die sich auf bereits bekannte Primärinformationen bezieht.²²

Basierend auf diesem fundamentalen Begriffsverständnis ist für die vorliegende Arbeit eine Eingrenzung des Informationsbegriffs auch hinsichtlich der Ursprungsquelle notwendig. Beales et al. (1981) unterscheiden dabei zunächst zwischen internen und externen Informationen. *Externe* Informationen umfassen alle Informationen, die nicht durch das Individuum selbst produziert werden, sondern ihm aus seiner Umwelt zufließen. Demgegenüber bezeichnen *interne* Informationen alle Informationen, die aus dem Gedächtnis des Individuums stammen und aktiv, also aus vergangenen Erfahrungen bzw. früher erhobenen externen Informationen, oder passiv, also durch nicht informationsbezogene Tätigkeiten dem Individuum indirekt zufließend, erlangt wurden.²³ In Bezug auf den gesamten Rating-Prozess, der im Kapitel 3.4 im Detail erläutert wird, ist die Informationsart nach diesem Systematisierungsansatz abhängig von dem jeweiligen Prozessteilnehmer. So wären beispielsweise bonitätsbezogene Primärinformationen, die das Rating-Unternehmen über das Rating-Objekt erhebt und analysiert, als extern einzustufen. Im Gegensatz dazu ist das produzierte Credit Rating als Sekundärinformation aus Sicht des Rating-Unternehmens eine interne Information. In Bezug auf Wertpapiermärkte wäre das Credit Rating jedoch als externe Information einzustufen. Da die zentrale Fragestellung dieser Arbeit darauf abzielt, ob Credit Ratings aus Sicht der Investoren als entscheidungsrelevant eingestuft werden, stehen nachfolgend insbesondere externe Informationen im Fokus der Betrachtung.²⁴ In Bezug auf externe Informationsquellen orientiert sich die

²⁰ Hiervon ausgenommen sind biologisch-kybernetische Definitionsansätze, die eine Informationsübertragung in der Pflanzen- und Tierwelt einschließen. Für weitere Diskussionen des Informationsbegriffs vgl. Engelmann/Großmann (2011), S. 3ff.; Kremer (1991), S. 168 ff.; Picot/Franck (1988), S. 544; Abel (1977), S. 29ff. sowie Pietzsch (1964), S. 12ff.

²¹ Vgl. Ebert (2010), S. 198.

²² Vgl. Ott (2011), S. 51.

²³ Vgl. Beales et al. (1981), S. 11f.

²⁴ Für eine genaue Abgrenzung zwischen externen (Credit) Rating und internen Rating siehe Kap. 3.3.

weitere Systematisierung von Beales et al. (1981) an dem Ansatz von Capon und Lutz (1979), die zwischen drei verschiedenen externen Informationsanbietern unterscheiden:²⁵

- *Consumer-oriented Sources*: Die Informationen entstammen dem Familien- sowie engeren Bekanntenkreis des Informationsproduzenten. Hinsichtlich der Korrektheit dieser Informationen kommen Lee und Hogarth (1999) zu dem Ergebnis, dass die Informationen aufgrund des hohen Subjektivitätsgrades der Informationsquellen sehr ungenau sein können, wenngleich das Informationsangebot unentgeltlich ist.²⁶
- *Commercial Sources*: Die Informationen über das entsprechende Wirtschaftsgut werden direkt vom Produzenten bzw. dem Produzenten vor- oder nachgelagerte Unternehmen innerhalb der Wertschöpfungskette wie z.B. Händler, Handelsverbände usw. bereitgestellt. Beales et al. (1981) argumentieren diesbezüglich, dass kommerzielle Informationsquellen einen großen Anreiz haben neben dem Preis weitere, auf das Wirtschaftsgut bezogene Informationen zu veröffentlichen, um die Kaufentscheidung des Informationskonsumenten zu stimulieren (z.B. Werbung).²⁷ Auch diese Informationsquelle steht weitestgehend unentgeltlich zur Verfügung, wenngleich eine indirekte Bezahlung über den Kaufpreis des Wirtschaftsgutes erfolgt. Im Rahmen eines Kreditkontraktes wäre hierunter beispielsweise die Festlegung der Art und Höhe des Kreditzinses sowie der Kreditsicherheiten durch den Kreditgeber zu subsumieren.
- *Independent Sources*: Diese Akteure produzieren ergänzende Informationen, die als zusätzliche Entscheidungsgrundlage neben den Informationen von Commercial Sources koexistieren. Wenngleich diese Informationen direkt oder indirekt ebenfalls auf ein Wirtschaftsgut bezugnehmen, so sind diese Informationen dennoch separat zu vergüten. Am Beispiel des Kreditkontraktes zwischen Kreditnehmer und -geber ist in Deutschland beispielsweise die SCHUFA Holding AG in diese Kategorie von Informationsanbietern einzuordnen, die zusätzliche Informationen über die Bonität des Kreditnehmers bereitstellt. Auch Credit Ratings sind hiernach als Independent Sources einzustufen, da sie von spezialisierten Rating-Unternehmen entgeltlich erstellt werden und dem Investor als zusätzliche Informationen in Form einer Bewertung bestimmter Risiken bei Investitionsentscheidungen zur Verfügung stehen.

Anknüpfend an die Konkretisierung des allgemeinen Informationsbegriffs hinsichtlich der Ursprungsquelle ist für die nachfolgende Untersuchung auch die Eingrenzung auf Basis des Informationsinhaltes entscheidend. Da Credit Ratings bestimmte Risiken im Rahmen von Finanztransaktionen abbilden bzw. bewerten, ist diese Risikobeurteilung als Finanzinformationen und somit als eine spezielle Informationskategorie anzusehen.

²⁵ Vgl. Capon/Lutz (1979), S. 60f.

²⁶ Vgl. Lee/Hogarth (1999), S. 68.

²⁷ Vgl. Beales et al. (1981), S. 16.

Der Begriff *Finanzinformation* beinhaltet insbesondere die Gesamtheit aller Informationen, die die finanzielle Situation eines Unternehmens beschreiben und/oder beeinflussen.²⁸ Ausgehend von dieser allgemeinen Definition kann dieser Begriff in verschiedene Dimensionen unterschieden werden. Schwartz und Francioni (2004) unterteilen den Begriff Finanzinformation hinsichtlich des Informationszugangs. Dabei unterscheiden die Autoren zwischen öffentlichen Finanzinformationen und Insider-Informationen. Öffentliche Finanzinformationen sind einer großen Anzahl von Wirtschaftssubjekten zugänglich, wobei die öffentliche Verfügbarkeit nicht zwangsläufig einen unentgeltlichen Zugang zu jenen Informationen impliziert, was wiederum eine zugangsbeschränkende Wirkung in Abhängigkeit von den verfügbaren finanziellen Ressourcen eines Wirtschaftssubjektes hat. Im Gegensatz dazu sind Insider-Informationen per se einem eingeschränkten Kreis an Wirtschaftssubjekten zugänglich, die aufgrund besonderer Fähigkeiten oder Positionen bei der Informationsbeschaffung einen exklusiven Zugang zu Finanzinformationen haben (z.B. Vorstandsmitglieder, Chief Financial Officer usw.).²⁹

Hinsichtlich der Nutzer von Finanzinformationen unterscheidet Koornhof (1998) zwischen unternehmensinternen und -externen Nutzergruppen und folgt somit dem Systematisierungsansatz von Beales et al. (1981). Dabei umfasst die interne Perspektive insbesondere das Management und die Mitarbeiter des Unternehmens, die diese Informationen zur Entscheidungsfindung in unterschiedlichen Unternehmensbereichen benötigen. Im Gegensatz dazu subsumieren die Autoren unter den externen Nutzern Stakeholder wie Investoren, Kreditgeber, Lieferanten, Kunden sowie staatliche Behörden, die Finanzinformationen für „various purposes“ benötigen.³⁰ Anknüpfend an diese Unterteilung unterscheiden Jankauskiene et al. (2012) den Begriff Finanzinformation hinsichtlich der Quelle der Informationserstellung zwischen internen und externen Finanzinformationen. Während interne Finanzinformationen durch das Wirtschaftssubjekt selbst erstellt werden (z.B. Geschäftsberichte, Pressemitteilungen, Business Plan), entstehen externe Finanzinformationen durch außenstehende Institutionen des Wirtschaftssubjektes (z.B. Rating-Unternehmen, Analysten, Massenmedien, staatliche Institutionen). Daran anknüpfend unterscheiden die Autoren ferner in Finanzinformationen, die formalrechtlich durch das Wirtschaftssubjekt veröffentlicht werden müssen (Mandatory Financial Information) und jene die freiwillig durch das Wirtschaftssubjekt zur Verfügung gestellt werden (Voluntary Financial Information). Vor diesem Hintergrund definieren Jankauskiene et al. (2012) den Begriff Finanzinformation als Information, die Auskunft über die finanzielle Situation eines Wirtschaftssubjektes gibt, die entweder durch das Wirtschaftssubjekt selbst oder durch Dritte erstellt und veröffentlicht werden kann.³¹

²⁸ Vgl. Knief (2013), S. 1309f.

²⁹ Vgl. Schwartz/Francioni (2004), S. 37.

³⁰ Koornhof (1998), S. 29.

³¹ Vgl. Jankauskiene et al. (2012), S. 830. Die Autoren subsumieren unter diesen Begriff folgende die Entwicklung folgender Positionen: Vermögen, Verbindlichkeiten, Einzahlungen, Auszahlungen, Erträge, Aufwendungen, Gewinn, Kosten sowie Cash Flows.

Auf Basis dieser Systematisierungsansätze lassen sich Credit Ratings als Finanzinformationen weiter konkretisieren. Gemäß der Unterteilung nach Schwartz und Francioni (2004) sind Credit Ratings als öffentliche Finanzinformationen einzustufen, die durch das Rating-Unternehmen einem breiten Investorenkreis zugänglich sind. Zudem ist das beurteilte Wirtschaftssubjekt u.U. verpflichtet für die Erstellung des Credit Rating ein Entgelt zu entrichten. Hinsichtlich der Unterscheidung zwischen internen und externen Finanzinformationen können Credit Ratings zunächst sowohl seitens der Informationsnutzer als auch der -produzenten eingeordnet werden, da Credit Ratings einerseits auf Basis von Finanzinformationen des zu beurteilenden Wirtschaftssubjektes erstellt werden (Rating-Unternehmen als Nutzer von Finanzinformationen) und andererseits als Resultat einer Risikobewertung selbst eine Finanzinformation darstellen (Rating-Unternehmen als Produzent von Finanzinformationen). Im Rahmen der Nutzerperspektive sind Credit Ratings sowohl interne als auch externe Finanzinformationen, da sie Entscheidungen des zu beurteilenden Wirtschaftssubjektes selbst wie auch Entscheidungen von außenstehenden Interessensgruppen beeinflussen, die mit dem Wirtschaftssubjekt direkt oder indirekt in Beziehung stehen. Wird hingegen die Produzentenperspektive zugrunde gelegt, so sind Credit Ratings als externe Finanzinformationen zu kategorisieren. Schließlich sind Credit Ratings gemäß der Systematisierung von Jankauskiene et al. (2012) grundsätzlich als Voluntary Financial Information einzustufen, da eine formalrechtliche Erstellungs- und Veröffentlichungspflicht dieser Information dem Grunde nach nicht besteht.³² Allerdings sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass Credit Ratings, die ohne Zustimmung des zu bewertenden Wirtschaftssubjektes erstellt und veröffentlicht werden, nicht von dieser Systematisierung erfasst werden. Da diese besondere Situation jedoch im Rahmen der nachfolgenden empirischen Untersuchung keine Rolle spielt, erscheint ein dahingehender Systematisierungsversuch bereits an dieser vorgelagerten Argumentationsstufe entbehrlich.³³

Schließlich sind Credit Ratings als Sekundärinformationen zu kategorisieren, da sie auf einer Vielzahl von Primärinformationen basieren. Die Primärinformationen werden wiederum von spezialisierten Unternehmen erhoben und anschließend in ein entsprechendes Symbol zusammengefasst. Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass Credit Ratings keine neu produzierte Primärinformation im eigentlichen Sinne darstellen, sondern eine Vielzahl von Primärinformationen in komprimierter Form transportieren.³⁴ Zusammenfassend wird deutlich, dass für die nachfolgende Analyse das Credit Rating als externe Finanzinformation zu verstehen ist, die auf einer Vielzahl von Primärinformationen basiert.

³² Vgl. beispielsweise Langohr/Langohr (2008), S. 161ff.; Holthausen/Leftwich (1986), S. 60ff. Ferner vgl. auch Horsch (2008), S. 119 ff. der Credit Ratings als Finanzinformation im Kontext der Informationsintermediation durch Rating-Unternehmen darstellt. Für eine detaillierte Erläuterung des Veröffentlichungsprozesses siehe insbes. Kap. 3.4.

³³ Für eine detaillierte Erläuterung von „unfreiwilligen“ Credit Ratings vgl. Langohr/Langohr (2008), S. 410f. und 420ff.; Baker/Mansi (2002), S. 1382; und Behrends (1998), S. 161. Ferner siehe auch Kap. 3.3.3 für eine Abgrenzung zwischen freiwilligen und unfreiwilligen Credit Ratings.

³⁴ Vgl. Ott (2011), S. 55f.

2.2. Wert und Gehalt einer Information

Nachdem eine Information produziert wurde, stellt sich die Frage, ob diese Information einen Nutzenzuwachs für den Rezipienten im Sinne eines neuen Tatsachenwissens bzw. veränderte Erwartungen bezüglich künftiger Ereignisse induziert, auf deren Basis entsprechende Handlungen vorgenommen werden. Im Schrifttum werden diesbezüglich oftmals die Begriffe Informationsgehalt und Informationswert verwendet. Der Informationsgehalt wurde maßgeblich durch die mathematische Definition von Shannon (1948) geprägt, wonach der Informationsgehalt einer Nachricht über das Eintreten eines Ereignisses von der Eintrittswahrscheinlichkeit der Nachricht selbst abhängt. Der Informationsgehalt einer Nachricht ist umso höher, je unwahrscheinlicher die Entstehung der Nachricht ist.³⁵ Insofern kann der Informationsgehalt auch als Maß für die Neuheit einer Nachricht angesehen werden.³⁶ Daraus folgt schließlich, dass Handlungen seitens des Rezipienten nur dann vorgenommen werden, wenn der Rezipient nicht bereits ex ante Zugang zu den in der Nachricht enthaltenen Aussagen besitzt. Somit wird deutlich, dass der Nachrichten- nicht per se mit dem Informationsbegriff gleichzusetzen ist. Als wesentlichstes Unterscheidungskriterium identifiziert Lochmann (2008) den Neuheitsgrad. Während die in der Nachricht enthaltene Aussage durchaus vor dem Erhalt der konkreten Nachricht bekannt sein kann, so ist das Wesen der Information, „dass sie einen bestimmten Neuigkeitswert haben muss und nicht vor dem Empfang schon bekannt war.“³⁷ Daraus folgt, dass eine ex ante unbekannte Nachricht, die zu einer Entscheidung beiträgt, nicht viel oder wenig Information enthält, sondern grundsätzlich eine Information ist. Aufgrund der Tatsache, dass Finanzinformationen (wie z.B. Credit Ratings) pauschal nicht als neuartig bezeichnet werden können, sondern dieser Neuheitsgrad einer detaillierten Analyse bedarf, ist hinsichtlich des Informationsgehaltes nachfolgend der Begriff Finanznachricht dem der Finanzinformation vorzuziehen.

Im Gegensatz zum Informationsgehalt umfasst der Informationswert nicht den Neuheitsgrad einer Nachricht über das Eintreten eines Ereignisses, sondern den Nutzenzuwachs des Rezipienten im Sinne einer erwarteten Entscheidungsverbesserung. Wenn das Resultat einer Entscheidung ohne zusätzliche Information als W_0 und das mit zusätzlicher Information als W_1 bezeichnet wird, so ist der Informationswert die Differenz beider Resultate:³⁸

$$W = W_1 - W_0. \quad (1.1)$$

³⁵ Vgl. Shannon (1948), S. 383ff. Vgl. grundlegend hierzu Hartley (1928), S. 541ff., der bereits erste Versuche einer Definition des Informationsgehaltes vorgenommen hat.

³⁶ Vgl. Amann/Müller-Herold (2011), S. 2f.

³⁷ Lochmann (2008), S. 14. Um die Tatsache, dass Informationen immer entscheidungsrelevant sind, zum Ausdruck zu bringen, verwendet Lochmann (2008) den Begriff „relevante Information“. Vgl. Lochmann (2008), S. 17. Grundlegend hierzu bereits Attneave (1954), S. 185.

³⁸ Grundlegend hierzu vgl. Aulibauer/Thießen (2012), S. 68f.; Mag (1990), S. 145; Niggemann (1973), 31; Marschak (1954), S. 189ff. Schneider (1995b), S. 164f. definiert den Begriff als Grenzerlös einer Information. Dieses Begriffsverständnis geht auf Albach (1969) zurück.

Folglich besitzt eine Information nur dann Wert, wenn durch ihre Nutzung Handlungen ausgelöst bzw. beeinflusst werden können und ist somit als vermutete Entscheidungsverbesserung anzusehen. Ferner liegt ein Informationswert nur dann vor, wenn sich die Information an Rezipienten richtet, die in der Lage sind eine entsprechende Handlung zu realisieren.³⁹ Unter Berücksichtigung von Kosten der Informationsproduktion und -beschaffung sollte der Informationswert W mindestens dem Betrag der gesamten Informationskosten entsprechen.⁴⁰ Hinsichtlich der Berechnung von W bleiben jedoch nach Schneider (1995b) zwei wesentliche Aspekte unberücksichtigt. Zum einen berücksichtigt das Grundmodell nicht den Fall sich ändernder Risikoaversionen und die daraus resultierenden Änderungen des Risikonutzens des Entscheiders. Ist der Informationswert vor diesem Hintergrund nach Informationskosten zu ermitteln, so ist W nicht unabhängig von der Höhe der Informationskosten und die o.g. Optimierungsregel nicht mehr gültig.⁴¹ Der zweite Kritikpunkt ist in seiner Auswirkung wesentlich schwerwiegender. Grundsätzlich ist der Wert einer Information erst nach Beschaffung und Übersetzung in entsprechende Handlungen des Entscheiders zweifelsfrei zu ermitteln. Gemäß dem Informationsparadoxon nach Arrow (1971) ist ein potentieller Käufer einer entgeltlich überlassenen Information in der Anbahnungsphase erst dann zum Kauf bereit sein, wenn er diese Information kennt. Dies unterbindet jedoch den Kauf, da der Käufer in diesem Fall die Information bereits verarbeitet hat. Sollte der Informationsanbieter im Vorfeld keine Auskünfte über die Information bzw. deren Inhalt kommunizieren, wird die Kaufentscheidung unterbunden, da die Unsicherheit des Käufers hinsichtlich der Qualität und Brauchbarkeit der Information relativ hoch ist.⁴² Aus diesem Theorem folgt, dass eine Berechnung des Informationswertes für den Erwerb von Informationen im Sinne veränderter Erwartungen bezüglich künftiger Ereignisse bzw. im Sinne des Erhalts neuen Wissens nicht möglich ist. Ausgenommen hiervon sind Informationen deren Zielbeitrag zwar abschätzbar ist, deren Benutzung jedoch vor dem Erwerb des Verfügungsrechts nicht zulässig ist (z.B. Patente, Lizenzen etc.), wodurch eine exakte Ermittlung des Informationswertes möglich erscheint.

Im Zentrum der vorliegenden Arbeit steht nicht die Ermittlung der konkreten Höhe des Informationswertes, sondern die Frage, ob eine Nachricht einen Informationswert im Sinne einer Auslösung bzw. Beeinflussung von Handlungen des Rezipienten besitzt. Da sich Marktpreise aufgrund von (Kauf- oder Verkaufs-)Handlungen der Marktteilnehmer verändern, kann anhand der Marktpreise in einem beschränkten Rahmen gefolgert werden, dass eine Nachricht einen Wert für den Rezipienten besitzt. Ist die Preisveränderung nach Konsum der Nachricht hinreichend groß, hat die Nachricht entsprechend einen Informationswert, dessen exakte Höhe

³⁹ Vgl. Hirsch (1968), S. 674.

⁴⁰ Informationskosten werden definiert als „costs of collecting and processing information needed for business decisions.“, Richter (2014), S. 173. Die Autorin stützt ihre Definition auf die Modelle von Fisch und Zschoche (2001) sowie Casson (1999).

⁴¹ Vgl. Schneider (1995b), S. 164, der die Schwere dieses Kritikpunktes als moderat im Sinne einer „Infektion durch einen Wespenstich“ ansieht, da durch zusätzliche Annahmen das Ausmaß der Kosten der Informationsbeschaffung bestimmbar ist. Grundlegend hierzu auch Bitz/Wenzel (1974), S. 464ff.

⁴² Vgl. Arrow (1971), S. 152.

jedoch fraglich ist. Stellt sich hingegen nach Konsum der Nachricht nur eine marginale bzw. keine Preisveränderung ein, kann nicht zweifelsfrei gefolgert werden, dass die Nachricht keinen Informationswert besitzt. Es ist durchaus denkbar, dass eine Nachricht zu Handlungen der Marktteilnehmer führt, sich jedoch im Zeitverlauf ein identischer Marktpreis im Vergleich zum Zeitpunkt des Nachrichtenkonsums einstellt. Die vorliegende Arbeit untersucht ferner, ob eine Information neuartig in dem Sinne ist, als dass sie den Adressaten nicht bereits vor ihrer Veröffentlichung bekannt ist. Sollte eine Nachricht von den Marktteilnehmern als entscheidungsrelevant eingestuft und somit als Information kategorisiert werden, werden die Rezipienten Handlungen realisieren, die wiederum zu Veränderungen der Marktpreise führen können. Insofern ist auch der Informationsgehalt wesentlicher Bestandteil der nachfolgenden Analyse. Analog zu bisherigen Studien werden die Begriffe Informationsgehalt und Informationswert im nachfolgenden Untersuchungskontext synonym verwendet.⁴³

2.3. Der informationseffiziente Kapitalmarkt

Auf Basis des erörterten Terminus der Information erfolgt in diesem Kapitel die Bestimmung des Kapitalmarktbegriffs, in deren Rahmen anschließend verschiedene Marktszenarien hinsichtlich der Informationsverarbeitung des Kapitalmarktes analysiert werden. Nach Schneider (1995a) ist der Kapitalmarkt der „Inbegriff sämtlicher Finanzmärkte“⁴⁴ auf dem Geld sowie Sacheinlagen durch Eigentümer angeboten und künftige Einnahmen nachgefragt werden. Ein wesentliches Charakteristikum ist der Grad der Marktvollkommenheit. Als einer der frühesten Vertreter der Neoklassik bezeichnet Jevons (1871) einen Markt als vollkommen „when all traders have perfect knowledge of the conditions of supply and demand, and the consequent ratio of exchange“.⁴⁵ Daran anknüpfend charakterisiert Schneider (1938) einen vollkommenen Kapitalmarkt durch vollständige Markttransparenz, rationales Handeln der Marktteilnehmer sowie Abwesenheit von Präferenzen einzelner Akteure gegenüber anderen Marktteilnehmern.⁴⁶ Ein Informationsaustausch zwischen den einzelnen Marktteilnehmern findet nicht statt, wenn jeder Akteur über einen gleichen Informationsstand verfügt. Daraus resultierend führt ein Informationsaustausch auf vollkommenen Märkten auch nicht zu einer Änderung von Marktpreisen, was menschliches Handeln im Rahmen dieser Theorie dem Grunde nach vorhersehbar macht und die damit verbundene Unsicherheit über künftige Handlungsergeb-

⁴³ Die synonyme Verwendung beider Begriffe wird insbesondere bei vergleichbaren (Ereignis-)Studien deutlich, die ebenfalls die Kapitalmarktreaktion von Credit Ratings untersuchen. So verwenden beispielsweise Cornaglia et al. (2013); Chung et al. (2012) und Kliger/Sarig (2000) den Begriff *Information Value* während Chou (2013); Matolcsy/Lianto (1995) und Ingram et al. (1983) im Rahmen einer identischen Vorgehensweise den *Information Content* untersuchen.

⁴⁴ Schneider (1995a), S. 50; so auch: Hartmann-Wendels et al. (2014), S. 2; Franke/Hax (2009), S. 154ff.

⁴⁵ Jevons (1871), S. 87.

⁴⁶ Vgl. Schneider (1938), S. 402.

nisse ausblendet.⁴⁷ Insofern sind Unternehmen auf vollkommenen Märkten vornehmlich als Mengenanpasser zu interpretieren.

Von Mises (1949) und von Hayek (1937) sowie von Hayek (1945) erweitern dieses grundlegende Begriffsverständnis um eine prozessorientierte Perspektive, die Märkte als Institutionen beschreibt, die aus beobachtbaren Marktprozessen bestehen. Diese Marktprozesse sind nach Marktregeln und einer Marktstruktur als Gesamtheit aller potentiellen Einflussgrößen geordnet und resultieren letztlich aus menschlichem Handeln. Marktprozesse zur Generierung von Wissen und Reduktion von Wissensunterschieden werden in *Wissensänderungen* unterschieden, die einerseits durch den Wissenskonsument sowie andererseits durch das Wissensangebot und die damit verbundene Wissensverbreitung induziert werden.⁴⁸ Letzteres spielt für die nachfolgende Untersuchung eine primäre Rolle, da Rating-Unternehmen Informationen in Form von Wissen sammeln, verdichten „während sie selbst der anschließenden Verbreitung des in ihnen komprimierten Wissens dienen.“⁴⁹ Wissen ist dabei grundsätzlich als Produkt eines Verdichtungsprozesses von Informationen zu sehen.⁵⁰ Von Hayek (1937) ist einer der ersten Autoren, der die Rolle der Information im Rahmen des ökonomischen Koordinationsmechanismus darlegt und erläutert, wie das Marktsystem Anreize für die Marktteilnehmer setzt, um Informationen zu sammeln und folglich Wissen zu generieren.⁵¹ Daran anknüpfend werden Handlungen zum Abbau von Wissensunterschieden zwischen den Akteuren vorgenommen. Dabei geht diese Theorie explizit von der Annahme aus, dass Wissensunterschiede zwischen den Akteuren bestehen und zu begrüßen sind, da sie Handlungen der Marktteilnehmer und somit Wettbewerb stimulieren.⁵²

Wenngleich ein vollkommener Kapitalmarkt in der Realität nicht existieren kann, so bewirkt insbesondere der technologische Fortschritt bei der Informationsverarbeitung eine zunehmende Annäherung an diesen Marktzustand. Diesbezüglich kommen bereits Weinhardt und Gomber (1999) zu folgendem Resultat: „In letzter Konsequenz können sich Elektronische Märkte dem Idealbild der neoklassischen Wirtschaftstheorie annähern, in dem Anbieter und Nachfra-

⁴⁷ Vgl. Mises (1949), S. 252, der den Zeitraum zwischen Entstehung einer Information und dem Ende ihrer Bereitstellung als „period of provision“ definiert innerhalb derer es zu falschen Antizipationen und daraus resultierend zu inkorrekten Handlungen kommen kann. Mit Bezug darauf vgl. auch Horsch (2008), S. 48.

⁴⁸ Vgl. Schneider (1995a), S. 79f.

⁴⁹ Horsch (2008), S. 41.

⁵⁰ Vgl. hierzu insbes. Hayek (1975), S. 441f.; Hayek (1952), S. 103ff.; Hayek (1945), S. 519ff. sowie Hayek (1937), S. 44ff. Für eine detaillierte Erläuterung der Hayekschen Theorie vgl. Streissler (1992). Für eine Erweiterung der Unternehmenstheorie um eine wissensbasierte Perspektive vgl. Langer (2010), S. 129ff. und S. 353ff., der Unternehmen als Konstrukt dynamischer Fähigkeiten interpretiert, die durch Lernmechanismen charakterisiert sind.

⁵¹ Vgl. Hayek (1937), 35ff., so auch: Richardson (1960), S. 10ff., der darüber hinaus zeigt wie eine, zwischen Unternehmen stattfindende, Zusammenarbeit die Generierung von Wissen beschleunigt.

⁵² Vgl. Mises (1949), S. 258 sowie Hayek (1945), S. 521ff. und Hayek (1937), S. 35ff.; mit Bezug darauf vgl. Horsch (2008), S. 40; Kirzner (2001), S. 213; Kirzner (1999), S. 227; Schneider (1997), S. 237; Streissler (1992) sowie Kirzner (1965), S. 259.

ger direkt an einem orts- und zeitunabhängigen zentralen Marktplatz zusammentreffen.⁵³ Dem prozessualen Begriffsverständnis der beiden Autoren von Mises (1949) und von Hayek (1945) folgt auch die vorliegende Arbeit und verzichtet somit auf einen neoklassischen Erklärungsansatz des Marktbegriffs.⁵⁴ Grundsätzlich sind Credit Ratings als Resultat von Wissensansammlung und Wissensverarbeitung zu verstehen, während sie selbst zur Weiterleitung des in ihnen enthaltenen Wissens fungieren. Darüber hinaus entstehen Credit Ratings im Rahmen der Kontrahierung entsprechender Tauschvereinbarungen (hier in verbriefter Form), die in erster Linie auf eine Bewältigung von Wissensunterschieden zwischen Wertpapieremittent und Investor abzielen.⁵⁵

Bevor die Verarbeitung von Informationen in Wertpapiermärkten erörtert wird, ist das verwendete Begriffsverständnis des Wertpapiermarktes hinsichtlich des Handlungszeitpunktes der Marktakteure bzw. der Art der in Beziehung stehenden Marktteilnehmer zu unterscheiden. Der Primärmarkt ist ein Wertpapiermarkt auf dem Wertpapiere erstmals emittiert werden. Die Informationsfluss und die daraus resultierenden Handlungen bestehen ausschließlich zwischen Wertpapieremittent und -investor. In diesem Markt ist der Preis ex ante weitestgehend festgelegt, so dass die Menge der zu platzierenden Wertpapiere als Variable fungiert und folglich durch Handlungen der Marktteilnehmer beeinflusst wird.⁵⁶ Hingegen werden auf dem Sekundärmarkt bereits emittierte Wertpapiere gehandelt, so dass Transaktionen vornehmlich zwischen einzelnen Investoren realisiert werden. Auf dem Sekundärmarkt wird eine feste Menge an Wertpapieren eines Emittenten gehandelt, so dass letztlich der Marktpreis für das Wertpapier durch Kauf- und Verkaufshandlungen der Marktteilnehmer beeinflusst wird.⁵⁷ In der nachfolgenden Analyse werden Wertpapiere analysiert, die bereits emittiert wurden, so dass sich nachfolgende Ausführungen zur Handlung von Marktteilnehmern und der Informationseffizienz europäischer Wertpapiermärkte ausschließlich auf den Sekundärmarkt beziehen.

Da Marktpreise als Resultat menschlichen Handelns und somit letztlich auf Wissens- bzw. Informationsunterschiede zurückzuführen sind, ist es notwendig den hier verwendeten Kapital- bzw. Wertpapiermarktbegriff hinsichtlich seiner Fähigkeit zur Verarbeitung von Informationen zu systematisieren. Diesbezüglich ist die grundlegende Arbeit des Nobelpreisträgers *Eugen F. Fama* hervorzuheben, der im Rahmen seiner Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte diese Fragestellung erörtert.⁵⁸ Nach Fama (1970) ist der Begriff der Informationseff-

⁵³ Weinhardt/Gomber (1999), S. 516.

⁵⁴ Grundlegend zum neoklassischen Marktverständnis vgl. Hayek (1952), S. 65. In Bezug auf Credit Ratings siehe auch Kap. 4.1.

⁵⁵ Vgl. Horsch (2008), S. 41.

⁵⁶ Selbst beim Auktions- und Bookbuilding-Verfahren bestehen zumindest preisliche Einschränkungen dahingehend, als Mindestpreise sowie festgelegte Preisspannen im Rahmen der Preisfindung verwendet werden. Für eine ausführliche Darstellung dieser Verfahren vgl. Behrens (2003), S. 78ff.

⁵⁷ Vgl. Franke /Hax (2009), S. 56ff.

⁵⁸ Die Theorie informationseffizienter Märkte stützt sich auf eine lange historische Entwicklung. Erste Ursprünge lassen sich bereits bei Bachelier (1900) im Rahmen seiner Forschungsarbeit zum Handel von Staatsanleihen an der Pariser Börse finden. Bachelier (1900) stellt darin fest, dass der Kurs einer Anleihe, ohne neue Informa-

Informationsgehalt von Credit Ratings

Eine empirische Analyse europäischer Aktien- und
Anleihemärkte

Hundt, S.

2015, XX, 348 S. 59 Abb. in Farbe., Softcover

ISBN: 978-3-658-11309-4