

Übersetzung der Zusammenfassung (von Keyur Patel, erreichbar unter <https://www.cfainstitute.org/en/research/financial-analysts-journal/2020/ip-when-managers-change-their-tone>) des folgenden Artikels aus dem

Financial Analysts Journal 16 March 2020:

When Managers Change Their Tone, Analysts and Investors Change Their Tune (Summary)

Diese Zusammenfassung gibt einen Überblick aus der Sicht des Praktikers über dem oben genannten Paper der Autoren Marina Druz, Ivan Petzev, Alexander F. Wagner und Richard J. Zeckhauser.

Was ist das Investitionsthema?

Wenn Unternehmen ihre Quartalsergebnisse veröffentlichen, halten sie in der Regel auch eine Telefonkonferenz ab, in der Manager die Ergebnisse präsentieren und auf Fragen von Analysten antworten. Die Autoren dieser Studie untersuchen, ob der Tonfall, den die Manager in diesen Konferenzen verwenden, den Anlegern zusätzliche nützliche Informationen, über die in der begleitenden Pressemitteilung enthaltenen Informationen hinaus, offenlegen könnte.

Die Autoren stellen fest, dass Manager naturgemäß eher geneigt sind, gute Nachrichten («brightness») gegenüber schlechten Nachrichten («bleakness») hervorzuheben; daher ist ein getrübler Tonfall der Manager wahrscheinlich aufschlussreicher als eine glanzvolle Darstellung. In dieser Studie wird untersucht, ob Veränderungen der Negativität in Telefonkonferenzen (gemessen als Negativität des laufenden Quartals minus Negativität des Vorquartals) zur Vorhersage der zukünftigen Fundamentaldaten eines Unternehmens verwendet werden können. Sie befasst sich auch mit der Art und Weise, wie Prognosen von Finanzanalysten und die Aktienkurse auf den Ton des Managements reagieren.

Wie gehen die Autoren mit dem Thema um?

Die Autoren bewerten Charakteristika des Tonfalls von Managern, indem sie Mitschriften von Telefonkonferenzen analysieren. Sie betrachten US Aktien, die von 2003 bis 2016 an der NYSE, AMEX oder NASDAQ gehandelt wurden und für welche Abschriften von

Telefonkonferenzen und Prognosedaten von Analysten verfügbar sind. Sie beschaffen die entsprechenden Pressemitteilungen zu den Gewinnen, Fundamentaldaten und Aktienkursdaten. Insgesamt umfasst ihre Stichprobe 100.000 Telefonkonferenzen.

Der Ton der Manager wird beurteilt, indem die Worte in den Transkripten und Pressemitteilungen mit Wortlisten, die 2'329 negative, 354 positive und 297 unsichere Wörter enthalten, verglichen werden. Die Negativität wird auf zwei Arten gemessen: die Nettonegativität (negative Wörter minus positive Wörter) und das Negativitätsverhältnis (negative Wörter geteilt durch die Gesamtzahl der Wörter). Die Autoren unterteilen jedes Transkript in Abschnitte, die separat analysiert werden: Präsentationen, bei denen es sich um vorbereitete Anmerkungen des Managements handelt, und Antworten, bei denen es sich eher um spontane Antworten auf Fragen von Analysten handelt.

Die Autoren führen Regressionen durch, um die Assoziation zwischen Veränderungen im Managementton und Gewinnen, Unsicherheit, Prognoserevisionen und -fehler der Analysten zu untersuchen. Sie untersuchen auch, wie sich der Ton auf die Aktienrenditen auswirkt, sowohl unmittelbar nach der Telefonkonferenz als auch in den folgenden zwei Monaten.

Die Regressionen kontrollieren für Variablen, die die Ergebnisse beeinflussen könnten - insbesondere die Tonalität der Gewinn-Pressemitteilung und die Fragen der Analysten. Sie kontrollieren auch für mehrere andere relevante Faktoren, wie die quantitative Gewinnüberraschung und eine Reihe von festen Effekten («fixed effects») auf Unternehmen, Branche und Quartalsebene.

Im Weiteren untersuchen die Autoren die Frage, ob Portfolio- und Portfoliostrategien auf der Basis monatlicher Daten erstellt werden können, um aus einer eventuellen Unterreaktion von Investoren auf die Tonalität der Manager Kapital zu schlagen.

Was sind die Ergebnisse?

Die Autoren kommen zum Ergebnis, dass die Negativität von Führungskräften bei Telefonkonferenzen in engem Zusammenhang mit rückläufigen Gewinnen und höherer Gewinnunsicherheit steht. Dies gilt sowohl für die Negativität in Präsentationen als auch in Antworten. Die Ergebnisse bleiben robust, auch wenn für die Negativität der Pressemitteilung und der Fragen der Analysten sowie einer Reihe anderer Variablen kontrolliert wird.

Die Manager-Positivität zeigt die umgekehrte Beziehung: Weniger Negativität führt zu besseren Ertragszahlen und geringerer Unsicherheit, diese Assoziation ist jedoch viel schwächer.

Die Ergebnisse zeigen, dass die Analysten auf düstere Veränderungen im Tonfall in die richtige Richtung reagieren, indem sie ihre Prognosen nach unten revidieren. Wenn z.B. die Negativität im Präsentationsteil der Telefonkonferenz um eine Standardabweichung ansteigt, senken sie die Konsens-Gewinnprognose für das nächste Quartal um durchschnittlich 1,85%. Sowohl in den Präsentationen als auch in den Antworten, wenn Manager negativer kommunizieren, nehmen die Prognosefehler jedoch zu. Diese Feststellung impliziert, dass Analysten ihre Prognosen nicht ausreichend nach unten korrigieren.

Der Aktienmarkt reagiert währenddessen unmittelbar stark auf den negativen Ton von Managern. Beispielsweise führt ein Negativitäts-Anstieg in der Präsentation um eine Standardabweichung zu einer kurzfristigen abnormalen Aktienbewegung von -0,55%, was zusätzlich zu den Auswirkungen der negativen Tonveränderungen in den Fragen der Analysten und der begleitenden Pressemitteilung hinzukommt. In den Tagen und Wochen nach der Telefonkonferenz schnitten Unternehmen, deren Manager einen negativeren Ton anschlügen, schlechter ab als ein Vergleichsindex anderer Unternehmen mit ähnlichen Merkmalen. Die Preisänderungen im Anschluss an die Telefonkonferenz deuten jedoch darauf hin, dass der Markt nach der ersten Reaktion weiterhin langsam Informationen aufnimmt, die durch Veränderungen im Ton der Manager vermittelt werden.

Die Autoren kommen zum Ergebnis, dass eine Portfoliostrategie, die aus der Preisbewegung nach den Veränderungen der Negativität des Managements Kapital schlägt, zu risikobereinigten Renditen von +0,3% pro Monat führte. Diese Strategie schneidet bei Aktien mit geringerer erwarteter Preiseffizienz stärker ab, wie z.B. bei Unternehmen mit weniger institutionellem Eigentum oder weniger Analysten.

Was sind die Auswirkungen für Investoren und Anlageexperten?

Die Studie legt nahe, dass Investoren bei der Erstellung von Prognosen Veränderungen in der Tonalität des Managements berücksichtigen sollten. Selbst nachdem sie die Tonalität der Pressemitteilung über die Gewinne und der Fragen der Analysten kontrolliert haben, sind Veränderungen im Ton der Manager bei der Vorhersage künftiger Erträge von Bedeutung. Insbesondere unterstützen die Ergebnisse nachdrücklich die Vorhersage der Autoren, dass düstere Veränderungen im Management-Ton mehr wertrelevante Informationen enthalten als glanzvolle Darstellungen.

Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass Analysten und Investoren auf solche Informationen zwar bis zu einem gewissen Grad mit einer Anpassung ihrer Prognosen reagieren, ihre Reaktion jedoch oft zu gedämpft ausfällt. Es gibt eine sofortige (eintägige) Kursreaktion auf eine negative Änderung der Tonalität einer Telefonkonferenz und dann eine weitere Kursbewegung des Unternehmens. Investoren können unter Umständen gewinnbringende Handelsstrategien entwickeln, um aus diesen Preisbewegungen Kapital zu schlagen.

«Unsere wichtigste Erkenntnis ist, dass düstere Veränderungen im Tonfall auf schlechte Entwicklungen hindeuten, die weit über andere verfügbare Informationen hinausgehen, aber weder die Analysten noch der Markt erkennen, wie schlecht sie sind.»

Die Autoren weisen auch darauf hin, dass in naher Zukunft zunehmend Techniken des maschinellen Lernens auf große Datensätze angewandt werden, um eine differenziertere Analyse der menschlichen Sprache durchzuführen. Solche Techniken werden es Investmentprofis ermöglichen, mit sehr geringem Kostenaufwand neue Hinweise aus der Manager-Tonalität aufzudecken.