

Der Einfluss von Neuproduktvorankündigungen auf den Shareholder Value: Eine empirische Untersuchung



Christian Homburg · Martin Artz · Jan Seifried

Zusammenfassung: Im vorliegenden Beitrag werden 220 Vorankündigungen neuer Produkte und ihre Wirkung auf den Shareholder Value analysiert. Die Ergebnisse zeigen eine deutlich positive Reaktion der abnormalen Rendite auf Vorankündigungen neuer Produkte. Darüber hinaus werden verschiedene Einflussfaktoren der Kapitalmarktreaktion untersucht. Während marktspezifische Faktoren (Land der Börsennotierung und Branchenzugehörigkeit) und vorankündigungs-spezifische Faktoren (Detaillierungsgrad, Nennung eines Einführungszeitpunktes und gleichzeitige Ankündigung mehrerer Produkte) keinen Einfluss auf die Stärke des Effektes haben, kann das Ausmaß der Kapitalmarktreaktion teilweise durch unternehmens- und produktspezifische Größen erklärt werden. Der Erklärungsgehalt des Modells übertrifft den bisheriger Untersuchungen deutlich. Die Ergebnisse zeigen unter anderem, dass die Forschungsintensität des ankündigenden Unternehmens und der Neuheitsgrad des Produktes aus Nachfragersicht die abnormale Rendite nach der Ankündigung wesentlich beeinflussen.

Schlüsselwörter: Produktvorankündigung · Shareholder Value · Ereignisstudie

JEL Classification: M31 · G14

Eingegangen: 19.05.2008

© Gabler-Verlag 2009

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. C. Homburg (✉) · Dipl.-Kfm. M. Artz
Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Marketing I, Universität Mannheim,
68131 Mannheim, Deutschland
E-Mail: homburg@bwl.uni-mannheim.de; martz@bwl.uni-mannheim.de

Dipl.-Kfm. J. Seifried
Ehem. Diplomand am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Marketing I
Universität Mannheim, 68131 Mannheim, Deutschland
E-Mail: jan.seifried@gmx.de

1 Einführung

Märkte sind heutzutage einem stetigen Wandel unterworfen. Die Lebenszyklen der Produkte werden kürzer, Kundenbedürfnisse ändern sich schneller, und der Wettbewerb zwischen Unternehmen gewinnt zunehmend an Intensität. Aus diesem Grund gewinnt die Innovationskraft von Unternehmen, d. h. die Entwicklung und erfolgreiche Markteinführung neuer Produkte an enormer Bedeutung (Sorescu/Spanjol 2008, S. 114 ff.). In diesem Zusammenhang stellt sich für börsennotierte Unternehmen mit dem Ziel einer Steigerung des Unternehmenswertes die Frage, ob und wie die Markteinführung neuer Produkte dem Kapitalmarkt kommuniziert werden sollte. Während die Wirkungen dieser Vorankündigungen auf Kunden und Wettbewerber in der Literatur allgemein eine große Aufmerksamkeit erhalten, werden kapitalmarktbezogene Auswirkungen oftmals nur am Rande betrachtet. Aufgrund der verstärkten Orientierung unternehmerischer Entscheidungen an einer Steigerung des Shareholder Value gewinnt jedoch die Bewertung von Handlungsalternativen anhand ihrer Auswirkungen auf den Aktienkurs an Relevanz (Rust et al. 2004). Vor diesem Hintergrund beschäftigt sich die vorliegende Arbeit mit der Frage, ob Neuproduktvorankündigungen einen Einfluss auf den Shareholder Value haben. Des Weiteren wird untersucht, welche Faktoren die Richtung und das Ausmaß dieses Einflusses erklären.

Die Quantifizierung der Auswirkungen eines Ereignisses auf den Aktienkurs ist in der empirischen Kapitalmarktforschung seit den methodisch grundlegenden Arbeiten von Ball/Brown (1968) sowie Fama et al. (1969) zu einer der wichtigsten Analysemethoden geworden. Obwohl auch die Wirkung von Neuproduktvorankündigungen bereits mehrfach Gegenstand wissenschaftlicher Untersuchungen war und diese Studien erste wertvolle Erkenntnisse zum Zusammenhang zwischen Neuproduktvorankündigungen und Shareholder Value liefern, zeigt der bisherige Stand der Literatur kein einheitliches und vollständiges Bild auf.

So kommen vorhandene Arbeiten zu widersprüchlichen Ergebnissen hinsichtlich des *generellen Effektes* einer Neuproduktvorankündigung auf den Unternehmenswert. Während Eddy/Saunders (1980) keine Reaktion feststellen können, ermitteln beispielsweise Chaney et al. (1991) und Koku et al. (1997) eine positive und Pardue et al. (2000) eine negative Reaktion des Kapitalmarktes auf Produktvorankündigungen. Diese Widersprüche lassen sich auf mehrere Ursachen zurückführen. Zum einen beruhen die Analysen auf relativ kleinen Datensätzen mit oftmals weniger als 100 Fällen (Pardue et al. 2000; Sharma/Lacey 2004; Jones/Danbolt 2005) sowie der Beschränkung auf einzelne Industriezweige wie beispielsweise der Informationstechnologie (Pardue et al. 2000; Sorescu et al. 2007) oder der pharmazeutischen Industrie (Sharma/Lacey 2004). Zum anderen lassen sich methodische Schwächen dieser Studien anführen. So kontrollieren die meisten empirischen Studien im Event-Zeitraum, d. h. in dem Zeitraum, in dem die Ankündigung erfolgt und vom Kapitalmarkt verarbeitet wird, nicht für weitere Unternehmensnachrichten, die ebenfalls kursbeeinflussend sein können (Eddy/Saunders 1980; Chaney et al. 1991; Koku et al. 1997; Sharma/Lacey 2004; Sorescu et al. 2007). Die Literatur zu methodischen Empfehlungen bei der Umsetzung von Ereignisstudien betont jedoch die Wichtigkeit einer Kontrolle dieser so genannten „confounding effects“ (McWilliams/Siegel 1997).

Zum zweiten betrachten bisherige Studien gar keine (Wooldrige/Snow 1990; Mishra/Bhabra 2001; Chen et al. 2002) oder nur vereinzelt Einflussfaktoren der Kapitalmarktreaktion von Neuproduktvorankündigungen (Chaney et al. 1991; Koku et al. 1997; Sorescu et al. 2007) und testen keine Vielzahl theoretisch interessanter oder empirisch bestätigter Einflussfaktoren simultan. Dies ist jedoch aus unserer Sicht von besonderer Relevanz. Nur so kann besser für sich überlagernde Einflüsse verschiedener Einflussfaktoren auf die abnormale Rendite kontrolliert werden, um zu ermitteln, welche der möglichen Einflussfaktoren tatsächlich einen Einfluss auf die Kursreaktion am Kapitalmarkt ausüben. Eine derartige Vorgehensweise ermöglicht es auch in einem zweiten Schritt, Widersprüche bestehender Studien aufzuklären. So findet beispielsweise die Studie von Chaney et al. (1991) einen positiven Einfluss der Vorankündigung mehrerer Produkte, während die Studien von Koku et al. (1997) sowie Chen et al. (2002) diesbezüglich keinen Einfluss nachweisen können. Aus Sicht der Praxis ist es zudem relevant zu erfahren, welche Größen die Reaktion des Kapitalmarktes im Zusammenhang zu Neuproduktvorankündigungen zu einem höheren oder geringeren Ausmaß beeinflussen.

Drittens fällt bei näherer Betrachtung der bisherigen Studien auf, dass diese ausnahmslos auf Daten des amerikanischen Marktes basieren und größtenteils auf Datensätzen der achtziger und neunziger Jahre beruhen, so dass eine aktuelle Studie, die auch den deutschsprachigen Kapitalmarkt berücksichtigt, folgerichtig erscheint (Wallmeier 2000; Glaser/Weber 2003). Gleiche empirische Befunde wie beim amerikanischen Kapitalmarkt würden bestätigen, dass es sich bei den dort gefundenen Zusammenhängen nicht um bloße statistische Artefakte handelt. Unterschiede hingegen würden erste Hinweise darauf liefern, dass der deutschsprachige Kapitalmarkt langfristige und mit Unsicherheit verbundene Investitionen (wie die Entwicklung und Vermarktung neuer Produkte) zumindest vorläufig anders bewertet der U.S.-Kapitalmarkt.

Die vorliegende Studie setzt an all diesen Punkten an und führt auf Basis von Daten des deutschsprachigen sowie des amerikanischen Kapitalmarktes eine empirische Analyse durch. Dabei wird im Rahmen einer branchenübergreifenden Untersuchung mit einer breiten Datengrundlage von 220 Neuproduktvorankündigungen der Einfluss von Neuproduktvorankündigungen auf den Unternehmenswert untersucht. Zum Test auf Robustheit der Ergebnisse kommen verschiedene Bewertungsmodelle (Faktorenmodell nach Fama/French; Marktmodell) sowie parametrische und nichtparametrische Signifikanztests zum Einsatz. Darüber hinaus werden verschiedene markt-, unternehmens-, produkt- und ankündigungsspezifische Einflussfaktoren der Kapitalmarktreaktion untersucht. Durch den Einbezug verschiedener Determinanten der abnormalen Rendite können so Widersprüche bisheriger Studien aufgelöst und Implikationen für die Unternehmenspraxis abgeleitet werden. In Abschnitt 2 wird zunächst ein formales Modell zur Erklärung des Shareholder Value-Effektes entwickelt, bevor die zu analysierenden Hypothesen hergeleitet werden. Danach wird in Abschnitt 3 ein Überblick über die Methodik der Untersuchung gegeben. Im Mittelpunkt von Abschnitt 4 stehen die Ergebnisse der empirischen Analysen und deren Prüfung auf Robustheit. Eine Zusammenfassung der zentralen Resultate sowie die Implikationen der Arbeit werden in Abschnitt 5 behandelt.

2 Herleitung der Hypothesen der Untersuchung

2.1 Formale Grundlagen

Da im klassischen Shareholder Value-Modell die Ankündigung und Einführung neuer Produkte nicht explizit berücksichtigt wird, erweitern wir dieses, um Geldmittelzuflüsse aus noch nicht eingeführten Produkten isoliert betrachten zu können. Aufbauend auf diesem erweiterten Modell wird untersucht, ob Neuproduktvorankündigungen neue Informationen enthalten und eine dementsprechende Änderung des Shareholder Value hervorrufen. Das Modell ermöglicht bei der Bildung der Hypothesen in Teil 2.2 und 2.3 eine genauere Analyse der Auswirkungen von Neuproduktvorankündigungen.

Der Shareholder Value bestimmt sich durch den Kapitalwert aller zukünftigen Free Cash Flows der Planungsperiode zuzüglich des Residualwertes und abzüglich des Marktwertes des Fremdkapitals. In dieser herkömmlichen Berechnung des Shareholder Value sind Geldmittelzuflüsse aus noch nicht eingeführten Produkten implizit in den erwarteten, zukünftigen Gesamt-Cash Flows der Planungsperiode erfasst (Rappaport 1999, S. 49). Die im Mittelpunkt dieser Arbeit stehenden Neuproduktvorankündigungen enthalten jedoch Informationen, die insbesondere die Erwartungswertbildung der Free Cash Flows aus noch nicht eingeführten Produkten betreffen. Demzufolge scheint es angebracht, diese aus dem klassischen Berechnungsmodell von Rappaport (1999) herauszulösen und in einem erweiterten Modell als eigenen Bestandteil isoliert zu betrachten. Wie in Gleichung 1 dargestellt werden die dem Unternehmen in Zukunft zufließenden Geldmittel im Folgenden daher in „Free Cash Flows aus bereits am Markt eingeführten Produkten und sonstiger Geschäftstätigkeit“ und „Free Cash Flows aus noch nicht am Markt eingeführten Produkten“ unterteilt. Aus Sicht der Investoren ergibt sich folgende Berechnungsgrundlage für den Shareholder Value:

$$\begin{aligned}
 SV = & \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(FCF_t^{AP})}{[1 + r_{GK}]^t} \\
 & + \sum_{i=1}^N \left[E(p_i(\theta_E)) \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(FCF_{i,t}^{NP} | \theta_E)}{[1 + r_{GK}]^t} + E(1 - p_i(\theta_E)) \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(FCF_{i,t}^{F\&E})}{[1 + r_{GK}]^t} \right] \quad (1) \\
 & + RW-FK
 \end{aligned}$$

Dabei gehen folgende Größen in die Gleichung ein:

SV	=	Shareholder Value
$E(FCF_t^{AP})$	=	Erwartungswert der Free Cash Flows aus bereits eingeführten Produkten sowie sonstiger Geschäftstätigkeit in Periode t
r_{GK}	=	Gesamtkapitalkostensatz
N	=	Mögliche Anzahl verschiedener Neuprodukte des Unternehmens
$p_i(\theta_E)$	=	Wahrscheinlichkeit der Einführung des Produktes

$E(p_i(\theta_E))$	= Erwartungswert der Wahrscheinlichkeit einer Einführung des i-ten Neuproduktes (u. a. abhängig von der über die Kosten für F&E beobachteten Forschungsintensität des Unternehmens)
$E(FCF_{i,t}^{NP} \theta_E)$	= Erwartungswert der Free Cash Flows des i-ten Neuproduktes in Periode t gegeben einer Einführung des Produktes (θ_E) inklusive anfallender Kosten für F&E
$E(1-p_i(\theta_E))$	= Erwartungswert der Komplementärwahrscheinlichkeit der Nicht-Einführung des i-ten Neuproduktes
$E(FCF_{i,t}^{F\&E})$	= Erwartungswert des Cash Flows aus Forschung und Entwicklung des i-ten Neuproduktes in Periode t bei Nicht-Einführung des Produktes
RW	= Diskontierter Residualwert der Firma
FK	= Marktwert des Fremdkapitals

Der erste Summand der Gleichung 1 kann als Kapitalwert der Free Cash Flows eines Unternehmens ohne jegliche Produktinnovationstätigkeit interpretiert werden, da er nur Zahlungsströme aus bestehenden, bereits am Markt eingeführten Produkten berücksichtigt. In diesem Teil werden zusätzlich auch alle Free Cash Flows erfasst, die nicht unmittelbar aus Produkten generiert werden. Im Gegensatz dazu bezieht sich der zweite Bestandteil der Gleichung nur auf die Geldmittelzuflüsse aus neuen, noch nicht am Absatzmarkt befindlichen Produkten. Der jeweilige Kapitalwert bestimmt sich durch die mit einem risikoadäquaten Zinssatz diskontierten Erwartungswerte der zukünftigen Free Cash Flows (Brealey/Myers 2003, S. 32 ff.). Den dritten und vierten Teil der Gleichung bilden – in Anlehnung an das klassische Berechnungsmodell von Rappaport (1999) – der diskontierte Residualwert sowie der Marktwert des Eigenkapitals.

Bedingt durch die im zweiten Kapitalwert zu berücksichtigende zusätzliche Unsicherheitskomponente ergeben sich entsprechende Unterschiede bei der Erwartungswertbildung der Free Cash Flows. Bei der Erwartungswertbildung der zukünftigen Free Cash Flows des Kapitalwertes der bereits eingeführten Produkte wird allein die unsichere Verteilung im Zeitverlauf berücksichtigt. Man geht also implizit davon aus, dass am Markt platzierte Produkte mit Sicherheit einen Zahlungsstrom in der Zukunft auslösen und nur die Höhe der einzelnen Free Cash Flows im Zeitverlauf eine unsichere Größe ist. Bei der Ermittlung des Kapitalwertes eines noch nicht eingeführten Produktes ist zusätzlich noch eine zweite Unsicherheitskomponente, die Einführungswahrscheinlichkeit, in der Erwartungswertbildung der Free Cash Flows zu berücksichtigen. Nur wenn das Produkt überhaupt am Markt eingeführt wird, sind hieraus positive Zahlungsströme zu erwarten. Der Kapitalwert eines noch nicht eingeführten Produktes lässt sich folglich als erwartete Einführungswahrscheinlichkeit multipliziert mit den diskontierten bedingten Erwartungswerten der Free Cash Flows darstellen. Bei Nichteinführung des Neuproduktes mit der erwarteten Komplementärwahrscheinlichkeit $E(1-p_i(\theta_E))$ fallen lediglich negative Cash Flows aus F&E-Tätigkeit an. Gleichung 2 verdeutlicht die Bedeutung der Einführungswahrscheinlichkeit des Produktes. Bei einer erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit von 100% summieren sich die Terme (2) und (3) innerhalb der Klammer zu einem Wert von null, so dass der positive Cash Flows des neuen Produktes verbleibt. Sinkt die Einführungswahrscheinlichkeit gegen null, so verbleibt lediglich Term (2) innerhalb der Klammer – die bereits investierten (d. h. negativen) Cash Flows für F&E:

$$\begin{aligned}
SV = & \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(FCF_t^{AP})}{[1 + r_{GK}]^t} + \sum_{i=1}^N E(p_i(\theta_E)) \left[\sum_{t=1}^{\infty} \left\{ \frac{E(FCF_{i,t}^{NP} | \theta_E)}{[1 + r_{GK}]^t} \right\} \right. \\
& + \frac{1}{E(p_i(\theta_E))} \sum_{t=1}^{\infty} \left\{ \frac{E(FCF_{i,t}^{F\&E})}{[1 + r_{GK}]^t} \right\} - \sum_{t=1}^{\infty} \left\{ \frac{E(FCF_{i,t}^{F\&E})}{[1 + r_{GK}]^t} \right\} \left. \right] \\
& + RW-FK
\end{aligned} \tag{2}$$

2.2 Erklärungsansatz für die Existenz eines Shareholder Value-Effektes

Eine Kursreaktion, d. h. eine Änderung des Unternehmenswertes, wird nur dann erfolgen, wenn eine Neuproduktvorankündigung eine neue, nicht antizipierte Information für den Kapitalmarkt darstellt. Um den Informationsgehalt einer Vorankündigung aufzuzeigen, werden im Folgenden absatzbezogene, wettbewerbsbezogene sowie kapitalmarktbezogene Wirkungsweisen von Neuproduktvorankündigungen dargestellt.

Hinsichtlich der absatzbezogenen Wirkungsweise lässt sich Leapfrogging, also das Überspringen einer Produktgeneration, anführen, sofern das angekündigte Produkt in einer substitutiven Beziehung zu den aktuell angebotenen Produkten des Unternehmens steht. Durch kürzer werdende Produktlebenszyklen und eine schnelle Entwicklung von Nachfolgermodellen ergibt sich die Relevanz der zeitlichen Verschiebung der Nachfrage und des Wartens auf die nächste Produktgeneration (Boutellier/Völker 1997, S. 16). Durch die glaubwürdige Ankündigung eines zukünftig erhältlichen Produktes kann ein Unternehmen Nachfrager dahingehend beeinflussen, ihre Kaufentscheidung zu Gunsten des angekündigten Produktes aufzuschieben (Ernst/Schnoor 2000, S. 1332). Hieraus sollte sich eine positive Wirkung auf die Höhe der erwarteten Free Cash Flows aus Neuprodukten ergeben. Allerdings kann Leapfrogging auch zu einer Kannibalisierung bereits bestehender Produkte führen (Preukschat 1993; Pohl 1996; Lilly/Walters 1997; Büschken 2003), welches eine negative Wirkung auf die Free Cash Flows der bereits eingeführten Produkte nach sich zieht. Der Einsatz der Vorankündigung ist folglich nur dann sinnvoll, wenn durch Leapfrogging höhere Gewinne erwartet werden, als sich Verluste aus der Kannibalisierung ergeben (Büschken 2003, S. 5). Eine weitere absatzbezogene Wirkungsweise besteht in der positiven Beeinflussung des Diffusionsprozesses. Durch den Anstoß der Diffusion vor der eigentlichen Verfügbarkeit des Produktes kommt es zu einer zeitlichen Vorverlagerung der Free Cash Flows, da potenzielle Kunden ihre individuellen Adoptionszeitpunkte zeitlich vorverlagern (Preukschat 1993, S. 48) und den gesamten Adoptionsprozess verkürzen (Eliashberg/Robertson 1988, S. 283). Auch bei Produkten, die bisher in keiner Beziehung zum sonstigen Produktprogramm des Unternehmens stehen, sollten sich absatzbezogene Wirkungen einstellen. Das ankündigende Unternehmen kann durch eine Erweiterung seiner Produktpalette zusätzliche Umsätze generieren und die Abhängigkeit vom Erfolg bestehender Produkte zu verringern (Mishra et al. 1996; Parry/Song 1994).

Neuproduktvorankündigungen können von Unternehmen auch als strategische Signale gegenüber Wettbewerbern eingesetzt werden, um die Wettbewerbsbedingungen zu ihren Gunsten zu verändern (Eliashberg/Robertson 1988; Heil/Robertson 1991; Robertson et al. 1995; Lilly/Walters 1997; Bayus et al. 2001). Oftmals steckt hinter einer frühzeitigen

Offenlegung der produktpolitischen Planungen die Absicht, Markteintrittsbarrieren zu errichten. Eine Neuproduktvorankündigung kann beispielsweise bei der Vorbereitung und Durchsetzung von Normen beziehungsweise Standards oder eines dominanten Designs dienen (Heß 1991, S. 210; Möhrle 1995, S. 56 und Lemley/McGowan 1998, S. 505). Eine weitere vorteilhafte Auswirkung kann darin bestehen, Wettbewerber ganz von einem Markteintritt abzuhalten (Lilly/Walters 1997, S. 8; Bayus et al. 2001, S. 4; Mishra/Bhabra 2001, S. 78). Vor allem marktbeherrschende Unternehmen können anderen Firmen signalisieren, dass sich ein Markteintritt für eine konkurrierende Firma nicht lohnen wird. Die Errichtung von Markteintrittsbarrieren sowie im Extremfall die Verhinderung eines Markteintritts von Wettbewerbern reduzieren den Wettbewerbsdruck, dem sich das neue Produkt stellen muss. Dies sollte dementsprechend zu höheren Umsätzen mit einer erhöhten Profitabilität führen (Mishra/Bhabra 2001, S. 77). Die erwarteten Free Cash Flows des neuen Produktes sollten daher höher sein (Akhigbe 2002).

Darüber hinaus lassen sich auch kapitalmarktbezogene Wirkungsweisen aufzeigen. Vorankündigungen stellen eine Informationserweiterung für den Kapitalmarkt dar und wirken auf die Einführungswahrscheinlichkeit eines neuen Produktes. Mit einer Vorankündigung sollte diese aus Sicht der Investoren auf nahezu 100% steigen. Durch das Ansteigen der Wahrscheinlichkeit der Einführung steigt auch die Wahrscheinlichkeit, zukünftig Free Cash Flows aus diesem Produkt zu generieren. Somit ergibt sich ein positiver Shareholder Value-Effekt, dessen Stärke sowohl von der Differenz zur bisher (d.h. vor der Ankündigung) erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit als auch von der Differenz zu den bisher geschätzten Free Cash Flows abhängt. Neuproduktvorankündigungen können des Weiteren als Signal für technologische und finanzielle Leistungsfähigkeit gewertet werden (Schirm 1995, S. 27). Unternehmen können diese dazu nutzen, um sich dem Kapitalmarkt als innovativ und wachstumsorientiert zu präsentieren. Der Kapitalmarkt gewährt solchen Unternehmen einen so genannten „Goodwill-Aufschlag“, da diese signalisieren, auch in Zukunft eine größere Anzahl neuer Produkte auf den Markt zu bringen. Die Einführungswahrscheinlichkeiten anderer Neuprodukte sollten daher ebenfalls steigen, was zu einem positiven Shareholder Value-Effekt führt. Da aufgrund der dargelegten Wirkungsweisen überwiegend von einer positiven Revision der Erwartungswerte auszugehen ist, leiten wir folgende Hypothese ab:

H1. Eine Neuproduktvorankündigung hat einen positiven Effekt auf den Shareholder Value.

2.3 Potenzielle Einflussfaktoren eines Shareholder Value-Effektes

Neben der Frage nach der Existenz eines Shareholder Value-Effektes ist es von Interesse, mögliche Einflussfaktoren der Stärke dieses Effektes zu identifizieren. Hierzu werden Faktoren aus vier Kategorien betrachtet: markt-, unternehmens-, produkt- und ankündigungsspezifische Faktoren. Allen Hypothesen liegt dabei die Annahme zugrunde, dass Investoren am Kapitalmarkt die in den Hypothesen H3-H11 angesprochenen zusätzlichen Informationen bei der Produktvorankündigung berücksichtigen, so dass die zugrunde liegende Kapitalmarktreaktion stärker oder schwächer ausfällt. Zum einen bedeutet dies, dass die Kapitalmarktteilnehmer die Einführungswahrscheinlichkeit adjustieren. Zum

anderen haben diese zusätzlichen Informationen einen Einfluss darauf, ob beim in H1 zugrunde gelegten Basiseffekt positive Einflussfaktoren wie die Beschleunigung des Diffusionsprozesses negative Einflussfaktoren wie beispielsweise die Kannibalisierung bestehender Produkte kompensieren. Diese Abwägung führt zu einer Adjustierung der mit einer Produkteinführung verbundenen Free Cash Flows. Auf beide relevanten Komponenten des Shareholder Value Bewertungsmodells (Gleichung 1) gehen wir insbesondere in den Hypothesen H3-H11 ein.

2.3.1 Marktspezifische Einflussfaktoren eines Shareholder Value-Effektes

Die marktspezifischen Einflussfaktoren umfassen das Land der Börsennotierung sowie die Branche. Empirische Studien, die sich bislang mit dem Einfluss von Neuproduktvorankündigungen von Unternehmen auf Aktienkurse beschäftigten, beziehen sich dabei ausnahmslos auf den amerikanischen Kapitalmarkt. In unserer Studie gehen wir allerdings von einem ähnlichen Effekt für den deutschen Kapitalmarkt aus. Unsere Vermutung basiert auf bisherigen empirischen Erkenntnissen, die zeigen, dass es keine Hinweise auf gravierende Unterschiede im Grad der Informationseffizienz zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen Kapitalmarkt gibt.

So kommen Studien aus den USA und aus Deutschland hinsichtlich verschiedener Renditeregelmäßigkeiten zu gleichen Ergebnissen. Glaser/Weber (2003) weisen beispielsweise Momentum für den deutschen Aktienmarkt nach (vgl. für die Befunde in den USA Jegadeesh/Titman 1993) und Wallmeier (2000) bestätigt den Value-Growth Effekt für den deutschen Kapitalmarkt, der unter anderem von La Porta et al. (1997) für den US-Kapitalmarkt nachgewiesen wurde. Darüber hinaus zeigen verschiedene Ereignisstudien sowohl beim US-Kapitalmarkt als auch beim deutschen Kapitalmarkt, dass unternehmensbezogene Nachrichten direkt und in den meisten Fällen weitgehend effizient vom Kapitalmarkt verarbeitet werden (Pieper et al. 1993; Coenenberg/Henes 1995 sowie die Übersichten in McWilliams/Siegel 1997, S. 631 ff. und Park 2004). Da im Mittelpunkt dieser empirischen Untersuchung die Messung einer relativen (prozentualen) Änderung des Shareholder Value steht, sollten länderspezifische Unterschiede wie beispielsweise ein größerer Heimatmarkt keine diskriminierende Wirkung entfalten. Der durchschnittliche relative Effekt sollte demzufolge der gleiche sein und nicht vom Land des Firmensitzes beziehungsweise der Börse, an der das Unternehmen gelistet ist, abhängen. Dies führt zur folgenden Hypothese:

H2. Es besteht kein Zusammenhang zwischen dem Land der Börsennotierung und der Stärke des Shareholder Value-Effektes.

Für unsere Untersuchung ist in Bezug auf branchenspezifische Unterschiede insbesondere die Innovationsorientierung einer Branche von Interesse, da diese in direktem Zusammenhang mit der Markteinführung neuer Produkte steht (Sorescu/Spanjol 2008). Ein hoher Innovationsgrad bedeutet demnach nicht nur, eine substantielle Anzahl neuer Produkte zur Marktreife zu entwickeln, sondern auch, diese in den Markt einzuführen und damit einen signifikanten Umsatzanteil zu generieren. Betrachtet man durchschnittliche Branchendaten des ZEW/ISI Innovationspanels¹, so lassen sich Unterschiede in der

Innovationstätigkeit zwischen unseren betrachteten Branchen erkennen, wie beispielsweise ein Vergleich der Kennzahlen „Umsatzanteil mit Produktneuheiten“ oder „Anteil der Innovationsaufwendungen am Umsatz“ zeigt. Bezogen auf den Zusammenhang zwischen der Branchenzugehörigkeit und der Stärke des Shareholder Value Effekts ergeben sich Argumente, die (1) für einen *positiven* Zusammenhang zwischen der branchenbezogenen Innovationsorientierung und Stärke des Shareholder Value Effektes und die (2) für *keinen* signifikanten Zusammenhang zwischen diesen beiden Größen sprechen.

Für einen positiven Zusammenhang spricht die Tatsache, dass in innovationsintensiven Branchen die Einführung neuer Produkte eine vergleichsweise hohe Bedeutung hat, da ein Großteil der Umsätze mit neuen Produkten erzeugt wird (Chaney et al. 1991, S. 579). Dementsprechend sollte die Einführung neuer Produkte insbesondere für Unternehmen in innovationsintensiveren Branchen vom Kapitalmarkt in höherem Maße honoriert werden. Aus Investorensicht kommt es bei der Einführung neuer Produkte in diesen Branchen zu einem Kannibalisierungseffekt (d.h. geringerem Free Cash Flow aus der bisherigen Geschäftstätigkeit), der durch den Leapfrogging-Effekt überkompensiert wird (d.h. höherer Free Cash Flow aus der Markteinführung neuer Produkte).

Für einen fehlenden signifikanten Zusammenhang spricht dagegen die höhere Erwartungshaltung der Kapitalmarktteilnehmer. Es wird von Unternehmen, die sich in einem Umfeld mit hohem Innovationsgrad bewegen, erwartet, dass diese ihre Zugehörigkeit zu dieser Branche rechtfertigen und nicht hinter den Wettbewerbern an Innovationskraft zurückfallen. Bezogen auf Gleichung 1 bedeutet dies, dass bei der Neuproduktvorankündigung die Wahrscheinlichkeit der Einführung nur unwesentlich oder gar nicht von einem ex-ante schon sehr hohen Niveau ansteigt (vgl. Gleichung 2). Empirisch wird diese Vermutung weitgehend bestätigt. So konnten verschiedene Studien keinen Zusammenhang zwischen branchenbezogenen Unterschieden hinsichtlich der Technologieintensität und der Stärke des Shareholder Value Effektes belegen (Chaney et al. 1991; Chen et al. 2002). Aus diesen Gründen gehen wir ebenfalls von keinem eindeutigen Zusammenhang zwischen der Branchenzugehörigkeit und der Stärke des Shareholder Value Effektes aus und formulieren die folgende Hypothese:

H3. Es besteht kein Zusammenhang zwischen der Branchenzugehörigkeit und der Stärke des Shareholder Value-Effektes.

2.3.2 Unternehmensspezifische Einflussfaktoren eines Shareholder Value-Effektes

Im Rahmen der unternehmensbezogenen Einflussfaktoren werden im Folgenden die Unternehmensgröße, die Eigenkapitalrendite sowie die Forschungsintensität untersucht. Wie bereits aufgezeigt ist die Bestimmung des Shareholder Value auch von der erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit eines Produktes abhängig (siehe Gleichung 2). Je größer die Änderung des Erwartungswertes dieser Wahrscheinlichkeit ausfällt, desto größer sollte die entsprechende Kursreaktion ausfallen. Atiase (1984, S. 22) zufolge ist die Ausbreitung von Informationen eine positive Funktion der Unternehmensgröße. Große Unternehmen sind häufiger Gegenstand von Analystenstudien und stehen demzufolge eher im Mittelpunkt des Interesses der Marktteilnehmer als kleine Unternehmen (vergleiche hierzu auch die empirischen Befunde von Bhushan 1989). Dies hat zur Folge,

dass neue Produkte früher und präziser antizipiert werden. Je eher die Einführung vom Kapitalmarkt antizipiert und somit im aktuellen Kurs berücksichtigt ist, desto kleiner ist der Überraschungseffekt am Tag der Ankündigung und entsprechend geringer der Effekt auf den Shareholder Value.

Darüber hinaus liegen bei größeren Unternehmen deutlich höhere Erwartungshaltungen vor, zum einen, was die Anzahl an neu angekündigten Produkten betrifft und zum anderen, was die Wahrscheinlichkeit der Einführung und damit die Nutzung größenbezogener Vorteile wie Ressourcenstärke betrifft. Bezogen auf Gleichung 1 bedeutet dies, dass sowohl die Wahrscheinlichkeit als auch die resultierenden Cash Flows bei der Einführung neuer Produkte ex-ante bereits als sehr hoch bewertet werden. Es ist davon auszugehen, dass diese bei großen Unternehmen von einem bereits relativ hohen Niveau nur geringfügig nach oben korrigiert werden. Empirisch konnten diese Überlegungen zu einem vermuteten inversen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Shareholder Value-Effekt bereits in verschiedenen Studien nachgewiesen werden (Eliashberg/Robertson 1988; Chaney et al. 1991; Chen et al. 2002). Daher wird folgende Hypothese aufgestellt:

H4. Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der Stärke des Shareholder Value-Effektes.

Je höher eine Firma das eingesetzte Kapital ihrer Eigentümer verzinst, desto höher schraubt sie auch die Ansprüche an zukünftige Investitionsprojekte. Je höher die Eigenkapitalrendite, desto höher sind auch die a priori an das Produkt geknüpften Erwartungen des Kapitalmarktes. Es ist für ein Unternehmen folglich schwerer, diese hohen Erwartungen zu übertreffen und eine entsprechende positivere Bewertung am Kapitalmarkt zu erlangen (vgl. hierzu auch die Ausführungen zur kapitalmarktbezogenen Wirkungsweise einer Neuproduktvorankündigung in 2.2). Bartov et al. (2002) zeigen in diesem Zusammenhang empirisch, dass Unternehmen, welche die Gewinnerwartungen des Kapitalmarktes verfehlen, einer negativen Kursreaktion unterliegen. Zusammenfassend ergibt sich daraus die folgende Hypothese:

H5. Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen der Eigenkapitalrendite und der Stärke des Shareholder Value-Effektes.

Firmen, die einen hohen Forschungs- und Entwicklungsaufwand betreiben, sollten eine größere Zahl an Neuprodukten marktreif entwickeln und einführen können. Die Erwartungen des Marktes bezüglich neuer Produkte steigen mit den Forschungsausgaben, d. h. die Wahrscheinlichkeit von Neuprodukteinführungen wird von den Marktakteuren höher eingeschätzt. Empirische Studien zeigen hierzu, dass eine höhere Forschungsintensität vom Kapitalmarkt mit einer Bewertungsprämie einhergeht (Chauvin/Hirschey 1993; Eberhart et al. 2004).

Übertragen auf das vorgestellte Modell bedeutet dies jedoch, dass im Börsenkurs bereits eine hohe Erwartung des Kapitalmarktes an zukünftige Markteinführungen neuer Produkte eingepreist ist. Die Erwartungshaltung der Investoren beinhaltet, dass die Ausgaben für Forschung und Entwicklung sich in einer für das Unternehmen substantiellen

Anzahl qualitativ hochwertiger neuer Produkte niederschlagen. Bezogen auf Gleichung 2 bedeutet dies, dass die Wahrscheinlichkeit der Einführung neuer Produkte ex-ante als sehr hoch bewertet wird und von einem bereits relativ hohen Niveau nur geringfügig nach oben korrigiert wird. Im Gegensatz dazu kommt es bei geringer Forschungsintensität des Unternehmens zu einer relativ umfangreichen Anpassung der vermuteten Einführungswahrscheinlichkeit und der prognostizierten Free Cash Flows. Zusammengefasst formulieren wir daher die folgende Hypothese:

H6. Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen der Forschungsintensität und der Stärke des Shareholder Value-Effektes.

2.3.3 Produktspezifische Einflussfaktoren eines Shareholder Value-Effektes

Schließlich kann auch vermutet werden, dass produktbezogene Faktoren sich auf die Größe des Shareholder Value-Effektes auswirken. Eine wichtige Einflussgröße auf die Bewertung von Neuprodukten sollte der Neuheitsgrad eines Produktes darstellen. Hierbei werden die beiden Dimensionen „Neuheitsgrad aus Anbietersicht“ sowie „Neuheitsgrad aus Nachfragersicht“ betrachtet (Tebbe 1990).

Die Vorteile der Einführung eines aus Nachfragersicht neuen Produktes sind eng an die Vorteile einer Pionierstrategie geknüpft. Zu diesen gehören die vorübergehende Abschöpfung von Monopolrenten, die langfristige Realisation eines hohen Marktanteiles (Golder/Tellis 1993), die Nutzung von Größenvorteilen sowie der Aufbau von Präferenzen und Kundenloyalität (Kardes/Kalyanaram 1992). Allerdings kann die Wahl einer Pionierstrategie auch Risiken mit sich bringen, unter anderem eine hohe Unsicherheit über die Nachfragebedingungen, einen hohen Ressourceneinsatz sowie die Gefahr einer Imitationsstrategie durch den Wettbewerb (Homburg/Krohmer 2006, S. 606). In Bezug auf Neuproduktvorankündigungen gilt, dass die Vorteile der Pionierstrategie eher realisiert werden können, insbesondere durch den Aufbau von Markteintrittsbarrieren und Durchsetzung von branchenweiten Normen und Standards. Empirische Studien bestätigen diese Überlegungen und zeigen in diesem Zusammenhang einen positiven Einfluss der Neuheit eines Produktes aus Nachfragersicht auf den Unternehmenserfolg (Cooper 1979; Parry/Song 1994; Mishra et al. 1996). In ihrer Studie zu Neuproduktvorankündigungen und Shareholder Value zeigen Chaney et al. (1991), dass so genannte „true innovations“ einen größeren Kursausschlag hervorrufen als reine Modifikationen bereits bestehender Produkte, so genannte „updates“. Daher formulieren wir die folgende Hypothese:

H7. Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen dem Neuheitsgrad des Produktes aus Nachfragersicht und der Stärke des Shareholder Value-Effektes.

Der Neuheitsgrad aus Anbietersicht bezieht sich auf das Ausmaß, in dem das neue Produkt eine Abweichung von bereits existierenden Produkten und den damit einhergehenden Aktivitäten eines Unternehmens darstellt (in Anlehnung an Tebbe 1990, S. 13 f.). Die Einführung eines neuen Produktes, welches sich vom bisherigen Produktprogramm substantiell unterscheidet, entspricht damit einer Diversifikationsstrategie auf Produktebene (Homburg/Krohmer 2006, S. 621).

Die Richtung des Zusammenhanges zwischen dem Neuheitsgrad aus Anbietersicht und dem Produkterfolg ist in der Literatur weitgehend umstritten. So lässt sich bei einer kurzfristigen Sichtweise argumentieren, dass ein neues Produkt neuer Kompetenzen, Fähigkeiten und Erfahrungen bedarf, die in dem Unternehmen in dieser Form noch nicht vorhanden sind. Dieses fehlende Wissen kann negative Effekte auf den Erfolg des neuen Produktes haben. So ist es ohne Erfahrungswerte zum Beispiel schwierig, den für die Firma neuen Markt, auf dem sich das Produkt behaupten soll, einzuschätzen. Das Unternehmen sieht sich neuen Wettbewerbern gegenüber und muss sich auf neue Bedürfnisse neuer Kunden einstellen. Oftmals birgt auch der notwendige Einsatz neuer Technologien und Produktionsprozesse ex-ante nicht genau abschätzbare Risiken. Empirische Arbeiten, die den Zusammenhang zwischen dem Neuheitsgrad für das Unternehmen und dem kurzfristigen Unternehmenserfolg untersuchen, können demzufolge einen schwachen negativen Einfluss des Neuheitsgrades feststellen (Cooper 1979; Cooper/Kleinschmidt 1993; Lee/O'Connor 2003).

Relevanter erscheint andererseits, inwiefern Investoren am Kapitalmarkt im Rahmen einer langfristigen Sichtweise die Einführung neuer Produkte aus Unternehmenssicht sowie die damit verbundenen Chancen und Risiken bewerten. Hierbei ist anzuführen, dass die Besetzung neuer Märkte und die Platzierung neuer Produkte in profitablen Segmenten zu einer Erhöhung der langfristigen Profitabilität führen können. Das Unternehmen ist in der Lage, durch eine erweiterte Produktpalette zusätzliche Umsätze zu generieren und somit die Abhängigkeit vom Erfolg bestehender Produkte zu verringern (Mishra et al. 1996; Parry/Song 1994). In Bezug auf unsere Überlegungen in Hypothese H1 lässt sich konstatieren, dass in diesem Fall die positiven Wirkungen einer Neuproduktvorankündigung realisiert werden können ohne dass eine substantielle Kannibalisierung des eigenen, bisherigen Produktprogramms befürchtet werden muss. Durch die Diversifikation auf Produktebene sollte zudem das Risiko des Unternehmens und somit der Kapitalkostensatz sinken.

Verwandte empirische Untersuchungen, die sich mit der Ankündigung von Investitionen zur Umsetzung von Produktdiversifikationen beschäftigen, belegen einen starken positiven Einfluss auf den Aktienkurs des bekannt gebenden Unternehmens (Woolridge/Snow 1990; Jones et al. 2004). Dies legt insgesamt den Schluss nahe, dass mögliche negative kurzfristige Effekte von positiven langfristigen Effekten überkompensiert werden. Auf Gleichung 1 übertragen bedeutet dies, dass erhöhte (positive) Zahlungsströme in späteren Perioden erhöhte (negative) Zahlungsströme in frühen Perioden ausgleichen. Somit formulieren wir die folgende Hypothese:

H8. Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen dem Neuheitsgrad des Produktes aus Anbietersicht und der Stärke des Shareholder Value-Effektes.

2.3.4 Ankündigungsspezifische Einflussfaktoren eines Shareholder Value-Effektes

Schließlich stellt sich die Frage, ob durch gezielte Modifikation des Inhaltes einer Neuproduktvorankündigung ein höherer Shareholder Value-Effekt realisiert werden kann. Hierzu werden Zusammenhänge zwischen dem Detaillierungsgrad, der Nennung eines

Einführungszeitpunktes sowie der Bündelung mehrerer Vorankündigungen in einer Mitteilung und der Kapitalmarktreaktion untersucht.

Der Detaillierungsgrad beschreibt im Zusammenhang einer Vorankündigung das Ausmaß, in dem produktspezifische Informationen bereitgestellt werden, d. h. beispielsweise eine Beschreibung der Produktfunktionen, des Aussehens oder des anvisierten Produktpreises. Mishra/Bhabra (2001) sprechen in diesem Zusammenhang auch von „Beweisen“ der Glaubwürdigkeit einer Botschaft. Sie verweisen auf die Signalling-Theorie, die besagt, dass detaillierte Inhalte bei Ankündigungen für den Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Sender und Empfänger geeignet sind. In Einklang mit dieser Theorie zeigen Studien, dass detaillierte Vorankündigungen von den Empfängern als glaubwürdiger – im Vergleich zu Vorankündigungen ohne Detailinformationen – wahrgenommen werden (Schirm 1995; Schnoor 2000).

In Bezug auf Neuproduktvorankündigungen bedeutet dies, dass positive Wirkungen von Neuproduktvorankündigungen eher realisiert werden können. So steigt beispielsweise das Ausmaß des Leapfrogging-Effektes und dadurch die Höhe der erwarteten Free Cash Flows (siehe Gleichung 1) mit der wahrgenommenen Glaubwürdigkeit einer Neuproduktvorankündigung (Robertson et al. 1995; Ernst/Schnoor 2000; Büschken 2003). Zudem ist davon auszugehen, dass bei einer detaillierten und damit glaubwürdigeren Ankündigung die erwartete Wahrscheinlichkeit einer tatsächlichen Einführung des neuen Produktes aus Investorensicht höher liegt als bei einer Ankündigung, die nur einen geringen Detaillierungsgrad enthält. Bezogen auf Gleichung 1 bedeutet dies, dass bei Neuproduktvorankündigungen mit höherem Detaillierungsgrad sowohl höhere erwartete Free Cash Flows als auch eine höhere erwartete Einführungswahrscheinlichkeit zu einem höheren Shareholder Value-Effekt führen sollten. Empirisch werden diese Überlegungen durch eine Untersuchung von Mishra/Bhabra (2001) unterstützt, die zeigen, dass glaubwürdige Ankündigungen eine signifikante Kursreaktion auslösen, während Ankündigungen ohne Beweise keine signifikanten Effekte hervorrufen. Zusammenfassend ergibt sich daraus die folgende Hypothese:

H9. Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen dem Detaillierungsgrad einer Neuproduktvorankündigung und der Stärke des Shareholder Value-Effektes.

Mit der Nennung eines konkreten Einführungszeitpunktes signalisiert das Unternehmen Zuversicht, das Produkt auch bis zu diesem Zeitpunkt einführen zu können. Demzufolge sollte die Wahrscheinlichkeit einer tatsächlichen Einführung höher eingeschätzt werden als eine vage Ankündigung ohne Nennung eines konkreten Termins, was wiederum eine größere Kursreaktion zur Folge haben sollte (siehe Gleichung 1). Allerdings setzt sich das Unternehmen auch dem Risiko aus, den genannten Zeitpunkt nicht einhalten zu können und das versprochene Produkt erst später auf den Markt zu bringen. In diesem Fall ist mit einer „Bestrafung“ durch den Kapitalmarkt zu rechnen (Hendricks/Singhal 1997). Die Nennung des Einführungszeitpunktes ist folglich ein Signal, dessen Vorwegnahme ein Risiko für das Unternehmen darstellt. Schnoor (2000) zufolge werden Signale, die dem Unternehmen implizit Kosten verursachen, als glaubwürdiger angesehen, was den in Hypothese H9 beschriebenen Effekt auf die erwartete Einführungswahrscheinlichkeit noch verstärken sollte. Daraus abgeleitet ergibt sich folgende Hypothese:

H10. Die Nennung eines Einführungszeitpunktes bewirkt einen höheren Shareholder Value-Effekt.

Die Vorankündigung mehrere Produkte sollte einen höheren Effekt auf den Shareholder Value auslösen als die Ankündigung eines einzelnen Produktes. Diese Vermutung stützt sich auf zwei Überlegungen. Zum einen ergibt sich eine Verstärkung der in Hypothese H1 vermuteten, positiven Effekte auf den Shareholder Value. Gemäß Gleichung 1 ergibt sich eine rechnerische Vervielfachung der Free Cash Flows multipliziert mit der Einführungs-wahrscheinlichkeit aus Sicht der Investoren.

Zum anderen führen Chen et al. (2002, S. 72) eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit einer Firma als eine potenzielle Erklärung eines positiven Effektes der gleichzeitigen Ankündigung mehrerer Produkte an. Ein Unternehmen sollte in der Lage sein, durch mehrere Produkte einen größeren Marktanteil zu erreichen und mit einer breiteren Produktpalette verschiedene Segmente zu bedienen. Empirische Studien zu diesem Einflussfaktor liefern kein konsistentes Bild. So konnte der vermutete Zusammenhang von Chen et al. (2002) nicht empirisch belegt werden. Chaney et al. (1991) hingegen stellen eine signifikant größere Kursreaktion bei multiplen Ankündigungen fest. Basierend auf Gleichung 1 sowie den Ergebnissen der Studie von Chaney et al. (1991) formulieren wir die folgende Hypothese:

H11. Eine gleichzeitige Ankündigung mehrerer Produkte bewirkt einen höheren Shareholder Value-Effekt.

Tabelle 1 liefert einen Überblick über die Hypothesen mit zugehörigen potenziellen Einflussfaktoren eines Shareholder Value Effektes sowie die zugehörigen Erklärungsansätze, die in Abschnitt 2.2 ausgeführt worden sind.

3 Methodik der Untersuchung

3.1 Datenbasis

Der Begriff der Neuproduktvorankündigung wird für die Datenerhebung der vorliegenden Studie folgendermaßen operationalisiert: *Eine Neuproduktvorankündigung ist eine formale Ankündigung der zukünftigen Verfügbarkeit eines in dieser speziellen Form zum Zeitpunkt der Ankündigung noch nicht am Markt erhältlichen Produktes.* Unter einer formalen Ankündigung wird dabei eine schriftliche Information beziehungsweise Mitteilung verstanden. Darunter fallen sowohl Ad-Hoc-Mitteilungen, veröffentlichte Pressemitteilungen, Meldungen auf Internetseiten und Presseartikel, die einen entsprechenden Inhalt haben. Unter Verwendung einschlägiger Suchbegriffe werden verschiedene Presseartikeldatenbanken, Internetsuchmaschinen, Pressearchive auf Unternehmenswebseiten und Pressemitteilungsdatenbanken nach entsprechenden Meldungen im Zeitraum 01.01.1997 bis zum 30.04.2004 eingehend durchsucht. Anschließend wird das Datum der erstmaligen Verbreitung der Neuproduktvorankündigung ermittelt. Ein Auszug der verwendeten Suchbegriffe findet sich im Anhang.

Tab. 1: Erklärungsansätze der potenziellen Einflussfaktoren eines Shareholder Value Effektes

Hypothese	Einflussfaktor	Erklärungsansätze
H2	Landeszugehörigkeit	<ul style="list-style-type: none"> • Keine empirischen Hinweise auf Unterschiede in der Verarbeitung kursrelevanter Informationen zwischen dem US- und dem deutschsprachigen Kapitalmarkt
H3	Branchenzugehörigkeit	<ul style="list-style-type: none"> • Leapfroggingeffekt > Kannibalisierungseffekt • Keine wesentliche Veränderung der erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit
H4	Unternehmensgröße	<ul style="list-style-type: none"> • Negativer Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Veränderung der erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit
H5	Eigenkapitalrendite	<ul style="list-style-type: none"> • Negativer Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite und Veränderung der erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit
H6	Forschungsintensität	<ul style="list-style-type: none"> • Negativer Zusammenhang zwischen Forschungsintensität und Veränderung der erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit
H7	Neuheitsgrad Nachfragersicht	<ul style="list-style-type: none"> • Aufbau von Markteintrittsbarrieren
H8	Neuheitsgrad Anbietersicht	<ul style="list-style-type: none"> • Leapfroggingeffekt > Kannibalisierungseffekt • Verringerung des Abhängigkeit vom bestehenden Produktprogramm (Verringerung des Unternehmensrisikos)
H9	Detaillierungsgrad	<ul style="list-style-type: none"> • Positive Veränderung des Leapfroggingeffektes • Positive Veränderung der erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit
H10	Einführungszeitpunkt	<ul style="list-style-type: none"> • Positive Veränderung der erwarteten Einführungswahrscheinlichkeit
H11	Ankündigung mehrerer Produkte	<ul style="list-style-type: none"> • Rechnerische Vervielfachung des ShV-Effektes • Aufbau von Markteintrittsbarrieren und Marktmacht

Auf Basis dieser Vorgehensweise resultiert eine erste Stichprobe von 344 Neuproduktvorankündigungen. Um in die endgültige Datenbasis einbezogen zu werden, muss eine Neuproduktvorankündigung jedoch zusätzlich zu den bereits genannten formalen Anforderungen weitere Bedingungen erfüllen (McWilliams/Siegel 1997). Konkret muss die Ankündigung auf den Tag genau bestimmbar sein und einer börsennotierten Firma eindeutig zurechenbar sein². Zudem wird verlangt, dass die ankündigende Firma ihren Hauptsitz in Deutschland, Österreich, der Schweiz oder den USA hat. Um die abnormale Rendite durch ein Marktmodell schätzen zu können, müssen die Aktien der ankündigenden Firma liquide gehandelt werden und es müssen unternehmensspezifische Börsendaten von 240 Handelstagen vor der Ankündigung zur Verfügung stehen.

Zusätzlich soll für die Stichprobe ausgeschlossen werden, dass andere Nachrichten und Mitteilungen die Kapitalmarktreaktion am Tag der Neuproduktvorankündigung signifikant beeinflussen. Daher werden zudem sämtliche Fälle entfernt, bei denen sowohl am Ankündigungstag als auch am Folgetag potenziell kursbeeinflussende Nachrichten veröffentlicht werden, welche die ankündigende Firma betreffen. Insgesamt werden durch

all diese Anforderungen 124 Neuproduktvorankündigungen aus der ursprünglichen Stichprobe entfernt (36%). Der endgültige Datensatz enthält 220 Neuproduktvorankündigungen von 89 verschiedenen Firmen im Erhebungszeitraum vom 01.01.1997 bis zum 30.04.2004.

3.2 Methodisches Vorgehen zur Schätzung der Renditen

Die Basis der vorliegenden Untersuchung ist die in der empirischen Kapitalmarktforschung weit verbreitete Methodik der Ereignisstudie, durch deren Anwendung es möglich ist, die so genannte abnormale Rendite zu bestimmen (Campbell et al. 1997). Die abnormale Rendite gibt dabei den Ergebnisbeitrag an, der nicht durch das zugrunde liegende Preisbildungsmodell erklärt werden kann. Im Rahmen der Ereignisstudie wird implizit davon ausgegangen, dass dieser Ergebnisbeitrag allein auf das Ereignis und nicht auf systematische Fehler bei der Preisschätzung zurückzuführen ist. Durch eine Analyse dieser abnormalen Kursreaktionen kann infolgedessen die Hypothese der Existenz eines positiven Shareholder Value-Effektes auf Signifikanz geprüft werden. Um zusätzlich sicherzustellen, dass die Kursreaktion nicht (allein) auf ein fehlerhaftes Bewertungsmodell zurückzuführen ist, werden zwei verschiedene Modelle (Marktmodell und Faktorenmodell nach Fama/French) im Rahmen unserer Analysen eingesetzt.

Grundsätzlich bestimmt sich die abnormale Rendite als Differenz aus der am Kapitalmarkt beobachteten Rendite R_{it} sowie der zu diesem Zeitpunkt ohne das Ereignis zu erwartenden Rendite $E(R_{it})$:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3)$$

Die Rendite $E(R_{it})$, die ohne Eintreten des Ereignisses zu erwarten gewesen wäre, wird zunächst mit Hilfe des Marktmodells geschätzt:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt} \quad (4)$$

Die Parameter $\hat{\alpha}$ und $\hat{\beta}$ werden durch eine lineare Einfachregression im Zeitraum von T_{-239} bis T_{-40} (200 Handelstage) ermittelt. Es wird für jedes Land jeweils ein möglichst breiter Index gewählt, um allgemeine Marktbewegungen approximativ abbilden zu können. Da die Marktrendite R_{Mt} nicht direkt beobachtbar ist (Strong 1992, S. 534), erfolgt die Approximation durch Marktindizes³. Die abnormale Rendite lässt sich mit den in der Schätzperiode ermittelten Parametern nun folgendermaßen ermitteln:

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt}) \quad (5)$$

Die zur Analyse herangezogene durchschnittliche abnormale Rendite in der Stichprobe bestimmt sich als arithmetisches Mittel der abnormalen Renditen der 220 Firmen an einem Tag:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{220} \sum_{i=1}^{220} AR_{it} \quad (6)$$

Zur Betrachtung eines Zeitraumes um den Ereignistag werden zusätzlich noch über die Zeit kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen analysiert, wobei k_1 und k_2 für verschiedene Ereignisfenster stehen:

$$\overline{CAR}_{(k_1, k_2)} = \sum_{t=k_1}^{k_2} \overline{AR}_t \quad (7)$$

Um die Stabilität der Ergebnisse zu belegen, wird die abnormale Rendite zusätzlich durch das Fama/French-Faktorenmodell geschätzt. Die hierzu erforderlichen Parameter für die US-Unternehmen der Stichprobe werden der Webpage von Kenneth French entnommen⁴.

3.3 Operationalisierung möglicher Einflussfaktoren auf die Stärke des Shareholder Value

Zur Analyse der Einflussfaktoren auf die Stärke des Shareholder Value-Effekts ist eine Operationalisierung der verschiedenen Einflussfaktoren notwendig. Dabei wird zur Analyse der zweiten Hypothese die Gesamtstichprobe in zwei Teilstichproben unterteilt (Einflussfaktor „Land“). Firmen mit Hauptsitz in Deutschland, Österreich oder der Schweiz werden dem Teilportfolio „Deutschsprachige Länder“ zugeordnet ($n=103$), während Unternehmen aus den USA dem Teilportfolio „USA“ zugeteilt werden ($n=117$). Zur Überprüfung des Einflusses der Branchenzugehörigkeit werden die Unternehmen verschiedenen Teilportfolios zugeteilt. Die sechs Branchen der Stichprobe, die die meisten Beobachtungen aufweisen (Pharma, Software, Elektronik, Computer, Automobil und Biotechnologie), werden separat untersucht. Da die übrigen Branchenportfolios in der Gesamtstichprobe nur wenige Beobachtungen enthalten, werden diese in einem Teilportfolio „Sonstige“ zusammengefasst. *Tabelle 2* zeigt die Verteilung der Branchen im Überblick.

Zur Operationalisierung der Unternehmensgröße (Variable „Größe“) wird der natürliche Logarithmus der Bilanzsumme gewählt⁵ (Soresu/Spanjol 2008, S. 118). Die Eigenkapitalrendite (Variable „ROE“) einer Firma wird durch die Division des Gewinnes durch

Tab. 2: Die Zusammensetzung der Stichprobe nach Land und Branche

Kriterium	Kategorie	Anzahl	
		Neuproduktvorankündigungen	
Land	Deutschsprachige Länder	103	47%
	USA	117	53%
Branche	Pharma	47	21%
	Software	45	20%
	Elektronik	35	16%
	Computer (Hardware)	29	13%
	Automobil	20	9%
	Biotechnologie	13	6%
	Sonstige	31	14%

den Buchwert des Eigenkapitals bestimmt. Die Variable Forschungsintensität (Variable „F&E-Intensität“) wird durch das Verhältnis der Forschungsausgaben zum Umsatz approximiert. Bei all diesen Größen der Bilanz bzw. Gewinn- und Verlustrechnung wird jeweils auf den letzten vor der Neuproduktvorankündigung veröffentlichten Geschäftsbericht zurückgegriffen. *Tabelle 3* liefert einen Überblick über die deskriptiven Charakteristika der zentralen Variablen.

Für die Variablen „Neuheitsgrad“, „Detaillierungsgrad“, „Einführungszeitpunkt“ und „Multiple“ (gleichzeitige Ankündigung mehrerer Neuprodukte) wird eine Klassifizierung vorgenommen, da hier qualitative Informationen zur Verfügung stehen (für eine vergleichbare Vorgehensweise siehe beispielsweise Uhlenbruck et al. 2006 oder Sorescu et al. 2007). Bezüglich des Neuheitsgrades aus Nachfrager- und aus Anbietersicht wurde eine Unterscheidung zwischen den Ausprägungen „Neu“ und „Alt“ vorgenommen. „Neu“ bezeichnet dabei einen hohen Neuheitsgrad, während die Bezeichnung „Alt“ für einen geringen Neuheitsgrad steht. Diese Klassifikation von Produkten erfolgte jeweils unter strikter Einhaltung eines Fragekataloges (siehe Anhang). Die Codierung wurde von zwei externen, unabhängigen Personen vorgenommen, die mit den Inhalten und Ergebnissen der Studie nicht vertraut waren. Insgesamt kam es bei 80% der Produkte zu Übereinstimmungen und 175 der 220 Neuproduktvorankündigungen konnten einwandfrei von beiden Personen zugeordnet werden. Die übrigen 45 Neuproduktvorankündigungen, die nicht einwandfrei zugeordnet werden konnten, wurden aus der Analyse entfernt. Diese Vorgehensweise führt zu einer hohen Intercoderreliabilität mit überzeugenden Werten für Cohen's (unweighted) Kappa 0,94 für den Neuheitsgrad aus Nachfrager- und 0,88 für den Neuheitsgrad aus Anbietersicht (Cohen 1960; Landis/Koch 1977).

Bezüglich der Variable „Detaillierungsgrad“ werden bei Ankündigungen, die eine Beschreibung der Produkteigenschaft und eine Nennung des Preises beinhalten, der Gruppe „Hoher Detaillierungsgrad“ zugeordnet. Da bei B2B-Unternehmen die Nennung eines Preises eher unüblich ist, reicht hier die alleinige Produktbeschreibung zur Klassi-

Tab. 3: Deskriptive Charakteristika zentraler Variablen

Variable	Anzahl	Mittelwert	Median	Std.-Abw.	Minimum	Maximum
ROE (%)	211	12,78%	17,31%	58,99%	-395,20%	421,17%
Umsatz (Mio. EUR)	219	17.692	6.160	24.949	0*	158.981
Forschungsintensität (F&E Aufwendungen/Umsatz,%)	191	16,75%	11,67%	25,30%	0,02%	185,17%
Marktwert-Buchwert Verhältnis (%)	219	5,49	3,83	7,13	-10,45**	76,8
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	220	56.877	11.112	91.302	0,62	533.112
Bilanzsumme (Mio. EUR)	214	19.964	6.437	28.644	4	197.697

* Die Medigene AG weist am letzten Bilanzstichtag vor der betrachteten Vorankündigung einen Umsatz von 0 € aus.

** Die ImClone Systems AG weist am letzten Bilanzstichtag vor der betrachteten Vorankündigung einen negativen Buchwert des Eigenkapitals aus.

fizierung eines hohen Detaillierungsgrades aus. Alle sonstigen Ankündigungen werden unter der Bezeichnung „Niedriger Detaillierungsgrad“ zusammengefasst. Analog erfolgen Klassifizierungen für die Variablen „Einführungsdatum“ (mit bzw. ohne Nennung) und „Multiple“ (Ankündigung eines Produktes vs. mehrerer Produkte).

3.4 Methodisches Vorgehen zum Test auf Signifikanz

Als Testverfahren zur Signifikanzprüfung der Hypothese H1 werden sowohl parametrische als auch nichtparametrische Verfahren herangezogen. Als parametrisches Verfahren kommt der standardisierte Residuen Test zum Einsatz (analog zum Vorgehen von Chaney et al. 1991; Akhigbe 2002 oder Chen et al. 2002). Obwohl es in der Literatur Evidenz dafür gibt, dass tägliche Renditen den Normalverteilungsannahmen genügen, ist unklar, für welche Fallzahl dies für abnormale Renditen zutrifft (Brown/Warner 1985). Daher wird zusätzlich mit dem Rangtest nach Corrado (1989) ein nichtparametrischer Test eingesetzt. Zur Untersuchung von Wirkung und Stärke der Einflussfaktoren auf die abnormale Rendite (Hypothesen H2 bis H11) kommen die Varianzanalyse, das Verfahren der multivariaten Regressionsanalyse sowie verschiedene Tests auf Mittelwertgleichheit bzw. Verteilungsgleichheit zur Anwendung.

4 Ergebnisse der Untersuchung

4.1 Existenz eines Shareholder Value-Effektes

Die Analysen zeigen deutlich positive abnormale Renditen im zeitlichen Umfeld einer Neuproduktvorankündigung. Die größte Kursreaktion lässt sich am Tag der Ankündigung eines neuen Produktes (T_0) feststellen und beträgt im Durchschnitt 0,78%. Fast ebenso stark ausgeprägt ist die abnormale Kursreaktion am Folgetag T_1 , die einen Betrag von 0,73% aufweist. Sowohl die abnormalen Renditen des Ereignistages als auch die des Folgetages sind unter Verwendung des standardisierten Residuen Testes ($t=2,98$; $p < 0,01$) und unter Einsatz des nichtparametrischen Test nach Corrado (1989) statistisch signifikant von Null verschieden ($t=2,50$; $p < 0,01$). Auch beim alternativen Schätzmodell abnormaler Renditen nach Fama/French ergeben sich hohe abnormale Kursreaktionen. Demnach liegt die abnormale Rendite für das US-Teilsample bei 0,91% (zum Vergleich beim US-Sample nach Marktmodell 0,70%). Die Schätzung nach dem Fama/French-Faktorenmodell erweist sich als signifikanter ($t=2,82$; $p < 0,01$) als die des Marktmodells ($t=2,13$; $p < 0,05$). Der Corrado-Rangtest zeigt in beiden Fällen, dass die Werte hochsignifikant von Null verschieden sind ($p < 0,01$ in beiden Fällen). Insgesamt kann somit festgestellt werden, dass unsere Ergebnisse robust bezüglich verschiedener Asset Pricing Modelle (Marktmodell; Fama/French-Faktorenmodell) und verschiedener Testverfahren auf Signifikanz sind. Die erste Hypothese kann folglich bestätigt werden.

4.2 Einflussfaktoren eines Shareholder Value-Effektes

Zur Überprüfung des Einflusses des Landes der Börsennotierung auf die abnormale Rendite wird ein t-Test auf Mittelwertgleichheit bei unabhängigen Stichproben durchgeführt. Die durchschnittlichen abnormalen Renditen unterscheiden sich am Ereignistag allerdings nicht signifikant, so dass kein Zusammenhang zwischen dem Land und der Höhe der abnormalen Kursreaktion aufgezeigt werden kann. Zudem ergibt ein nichtparametrischer Mann-Whitney Test, dass beide Verteilungen nicht signifikant voneinander verschieden sind. Hypothese H2 kann somit bestätigt werden. Zur Überprüfung der dritten Hypothese wird eine Varianzanalyse eingesetzt, um den Einfluss der Branchenzugehörigkeit auf die abnormale Rendite zu messen. Es ergibt sich, dass die Zugehörigkeit zu den Branchen keine Variation der abnormalen Renditen erklärt. Der nichtparametrische Kruskal-Wallis-Test führt zu vergleichbaren Befunden, so dass Hypothese H3 ebenfalls als bestätigt gesehen wird (vgl. hierzu auch Chaney et al. 1991, Chen et al. 2002 und Sorescu et al. 2007).

Für die Analyse der Hypothesen H4-H11 wird das Verfahren der multivariaten Regressionsanalyse angewendet. Hieraus resultiert die folgende Regressionsgleichung:

$$\begin{aligned}
 AR_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{Land} + \beta_2 \text{Branche_Automobil} \\
 & + \beta_3 \text{Branche_Biotechnologie} \\
 & + \beta_4 \text{Branche_Computer} + \beta_5 \text{Branche_Elektronik} \\
 & + \beta_6 \text{Branche_Pharma} + \beta_7 \text{Branche_Software} \\
 & + \beta_8 \text{Branche_Sonstiges} + \beta_9 \text{Unternehmensgröße} \\
 & + \beta_{10} \text{ROE} + \beta_{11} \text{F\&E - Intensität} + \beta_{12} \text{Neuheitsgrad_Nachfrager} \\
 & + \beta_{13} \text{Neuheitsgrad_Anbieter} + \beta_{14} \text{Detaillierungsgrad} \\
 & + \beta_{15} \text{Einführungszeitpunkt} + \beta_{16} \text{Multiple} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{8}$$

Bezüglich der unternehmensspezifischen Einflussgrößen konnten sämtliche Hypothesen bestätigt werden. Hinsichtlich der Unternehmensgröße (Hypothese H4) ergibt sich ein signifikanter negativer Einfluss ($b_9 = -0,256$; $t = -2,798$; $p < 0,01$), der auch in Einklang mit bisherigen empirischen Studien steht. Der Einfluss der Eigenkapitalrendite ist Gegenstand der fünften Hypothese. Das Ergebnis zeigt, dass der ROE einen signifikanten negativen Einfluss auf die Kursreaktion hat ($b_{10} = -0,199$; $t = -2,380$; $p < 0,05$), was eine Bestätigung dieser Hypothese darstellt. Hypothese H6 bezüglich eines negativen Einflusses der Forschungsintensität kann ebenfalls bestätigt werden ($b_{11} = -0,442$; $t = -3,516$; $p < 0,01$). Bezüglich des Neuigkeitsgrades aus Kundensicht zeigt sich ein deutlicher positiver Einfluss ($b_{12} = 0,289$; $t = 3,420$; $p < 0,01$), während der Neuigkeitsgrad aus Anbieter-sicht keinen Einfluss auf die Stärke des Shareholder Value ausübt ($b_{13} = 0,020$; $t = 0,217$). Dementsprechend kann lediglich Hypothese H7 bestätigt werden, Hypothese H8 hingegen nicht. Die Hypothesen H9, H10 und H11 beziehen sich auf die ankündigungsspezifischen Faktoren Detaillierungsgrad, Einführungszeitpunkt und Ankündigung mehrerer Produkte. Alle drei Hypothesen können ebenfalls nicht bestätigt werden. Damit stehen die Ergebnisse hinsichtlich ankündigungsspezifischer Faktoren in Einklang mit den Stu-

Tab. 4: Einflussfaktoren auf die Stärke der abnormalen Rendite

Einflussfaktor	Standardisierter Koeffizient	t-Wert
Land	0,069	0,727
Unternehmensgröße	-0,256***	-2,798
ROE	-0,199**	-2,380
F&E-Intensität	-0,442***	-3,516
Neuheitsgrad_Nachfrager	0,289***	3,420
Neuheitsgrad_Anbieter	0,020	0,217
Detaillierungsgrad	-0,079	-0,813
Einführungszeitpunkt	0,013	0,150
Multiple	-0,027	-0,322
Konstante		2,601
Bestimmtheitsmaß R ²	0,249	
F-Statistik	2,946***	
N	148	

Angegeben sind die standardisierten Koeffizienten der Regression sowie die zugehörigen t-Werte in Klammern; neben den angegebenen unabhängigen Variablen wird zusätzlich für den Einfluss der Branche wie in Gleichung (8) angegeben über sieben weitere Dummy-Variablen kontrolliert.

* $p < ,10$ ** $p < ,05$ *** $p < ,01$

dien von Koku et al. (1997) und Chen et al. (2002). *Tabelle 4* zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse im Überblick:

Insgesamt kann festgestellt werden, dass die erklärte Varianz des Regressionsmodells bei 25% liegt, welches den Erklärungsgehalt bisheriger empirischer Modelle zu Einflussfaktoren der Stärke des Shareholder Value Effektes bei Neuproduktvorankündigungen deutlich übertrifft (vgl. beispielsweise die Studien von Chaney et al. 1991 mit ca. 3%–4%, Chen et al. 2002 mit ca. 9% oder Sorescu et al. 2007 mit ca. 6%–8% erklärter Varianz). Vergleicht man die einzelnen standardisierten Koeffizienten des Regressionsmodells miteinander, so lässt sich feststellen, dass die Forschungsintensität den mit Abstand größten (negativen) Einfluss ausübt, gefolgt vom Neuheitsgrad aus Anbietersicht und der Unternehmensgröße. Die Eigenkapitalrendite übt mit einem standardisierten Koeffizienten von -0,199 den geringsten Einfluss der signifikanten Determinanten aus.

5 Schlussbetrachtung

Im Mittelpunkt dieses Beitrages stand zum einen die Frage, ob Neuproduktvorankündigungen einen Einfluss auf den Shareholder Value haben, und um anderen, welche Einflussfaktoren die Stärke des Shareholder Value-Effektes erklären können. Zunächst wurde ein Shareholder Value-Modell entwickelt, das die Auswirkungen einer Neuproduktvorankündigung explizit abbildet. Die anhand dieses Modells gebildeten elf Hypothesen wurden mittels einer Stichprobe von 220 Neuproduktvorankündigungen aus dem deutschsprachigen und amerikanischen Markt empirisch auf ihre Aussagekraft hin überprüft. Die Frage, ob eine Neuproduktvorankündigung einen Einfluss auf den Shareholder Value hat,

kann durch diese empirische Untersuchung eindeutig bejaht werden. Die Antwort der zweiten Fragestellung fällt hingegen differenzierter aus. Unternehmens- und produktspezifische Faktoren üben einen erheblichen Einfluss auf die abnormale Kursreaktion aus, während ankündigungs- und marktspezifische Faktoren keinerlei Einfluss haben. Für börsennotierte Unternehmen ergeben sich wichtige Implikationen aus der vorliegenden Untersuchung. Sie zeigt, dass dem Instrument der Neuproduktvorankündigung zukünftig eine größere Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte. Ein erstes zentrales Ergebnis der Arbeit ist der Nachweis eines positiven Shareholder Value-Effektes durch die Vorankündigung neuer Produkte. Dies zeigt, dass der Kapitalmarkt nicht nur an kurzfristigen Gewinnentwicklungen des Unternehmens Interesse zeigt. Es kann für Unternehmen von großer Bedeutung sein, langfristige Strategien wie beispielsweise Innovationsstrategien klar zu kommunizieren, um langfristig orientierte Investitionen zu rechtfertigen und die Abhängigkeit der Unternehmensbewertung von kurzfristigen Gewinnentwicklungen zu verringern. Durch eine frühzeitige Kommunikation (d. h. vor der tatsächlichen Markteinführung des Produktes) kann dieser Effekt der Unternehmenswertsteigerung zudem zeitlich vorverlagert werden.

Das zweite zentrale Ergebnis der Untersuchung gibt Aufschluss darüber, in welcher Situation der Kapitalmarkt stärker bzw. schwächer reagiert. Für die *unternehmensspezifischen* Faktoren gilt, dass insbesondere kleine Unternehmen, Unternehmen mit geringer F&E-Intensität sowie geringem ROE den Kapitalmarkt positiv überraschen können und somit Wertsteigerungen des Unternehmens durch eine Produktvorankündigung systematisch vorwegnehmen können. Im Gegenzug sollten Unternehmen die entgegengesetzte Charakteristika aufweisen, also große Unternehmen, solche mit hoher F&E Intensität oder hohem ROE, prüfen, ob sie die Entwicklung ihrer Marktkapitalisierung durch Produktvorankündigungen im Zeitablauf aktiv steuern möchten. In diesem Fall empfiehlt es sich, Informationen zu neuen Produkten zurückzuhalten und nicht sukzessive dem Kapitalmarkt zur Verfügung zu stellen (ein Beispiel hierzu liefert die Vorstellung des iPhone der Firma Apple). Um die Erwartungshaltung der Anteilseigner in Bezug auf den ROE bzw. die F&E Intensität zu übertreffen, könnte es eine wertsteigernde Strategie sein, im Rahmen der Vorankündigung Renditeziele bekannt zu geben, die mit dem neuen Produkt erreicht werden sollen.

Auf Basis der *produktspezifischen* Einflussfaktoren lässt sich konstatieren, dass Produkte mit hohem Innovationsgrad vom Kapitalmarkt als wertsteigernd honoriert werden. Unsere Ergebnisse weisen allerdings ein differenziertes Bild bezüglich des Neuartigkeitsgrades aus Nachfrager- und aus Anbietersicht auf. Es lässt sich feststellen, dass Investoren Innovationen nur dann honorieren, wenn diese aus Kundensicht stattfinden (vgl. zum Innovationsbegriff auch Homburg/Krohmer 2006, S. 568). Für die Unternehmenspraxis bedeutet dies, dass Unternehmen den Innovationsgrad des jeweiligen Produktes aus Kundensicht deutlich herausstellen sollten. Im Gegenzug finden wir keinerlei Einfluss für Produkte, die allein aus Unternehmenssicht neu sind. Dies lässt darauf schließen, dass die mit einer Produktdiversifikation verbundenen Chancen und Risiken vom Kapitalmarkt zunächst neutral bewertet werden. Offensichtlich steht für Investoren bei der Ankündigung neuer Produkte die eigentliche Innovativität der Produkte und weniger deren Bedeutung für die Produktdiversifikation im Vordergrund.

Unsere Ergebnisse bezüglich der *ankündigungsspezifischen* Einflussfaktoren implizieren, dass die Art der Vorankündigung (Detaillierungsgrad, Nennung eines Einführungszeitpunktes, Ankündigung mehrerer Produkte) keinen direkten Einfluss auf die Stärke des Shareholder Value-Effektes ausübt. Entgegen unserer Hypothesen H9 und H10 beeinflussen diese detaillierten Informationen über das angekündigte neue Produkt die Einführungswahrscheinlichkeiten und geschätzten Cash Flows nicht. Offensichtlich enthält die Ankündigung weiterer Details zum Produkt oder die Nennung eines möglichen Einführungszeitpunktes keine für Investoren wertrelevanten Informationen. Dies könnte zum einen bedeuten, dass die vermeintlich detaillierteren Informationen aus Rücksicht auf den Wettbewerb zu vage und unpräzise gehalten werden und dem Kapitalmarkt so keinen tatsächlichen Einblick in die geplante Markteinführung des neuen Produktes gewähren. Zum anderen besteht die Möglichkeit, dass Interaktionseffekte wie beispielsweise die Glaubwürdigkeit eines Unternehmens im Hinblick auf vergangene Produktvorankündigungen bei der Bekanntgabe detaillierter Informationen eine wesentliche Rolle spielen.

In Bezug auf die Ankündigung mehrerer Produkte liefern unsere Ergebnisse einen Hinweis darauf, diese jeweils einzeln anzukündigen. Eine gleichzeitige Ankündigung mehrerer Produkte wird von den Investoren nicht honoriert. Unsere Ergebnisse stehen damit in Einklang mit der Studie von Chen et al. (2002), die ebenfalls keinen Einfluss der Ankündigung mehrerer Produkte bestätigen kann. Eine mögliche Interpretation dieses Ergebnisses besteht darin, dass der in H11 vermutete positive Effekt durch negative Einflüsse wie einer gegenseitigen Kannibalisierung der eigenen Neuprodukte oder einer mangelnden Fokussierung von Ressourcen auf die Markteinführung einzelner Produkte kompensiert wird. Zu empfehlen wäre daher eine getrennte Ankündigung neuer Produkte, um überzeugend zu signalisieren, dass genügend Ressourcen für die Markteinführung zur Verfügung stehen. Zudem kann so eine mögliche Kannibalisierung im Zeitablauf vom Unternehmen und von den Investoren besser eingeschätzt werden. Darüber hinaus ergibt sich für das Management die Möglichkeit, die Erfolgchancen neuer Produkte vom Kapitalmarkt isoliert bewerten zu lassen (Dye/Shridhar 2002).

Als drittes zentrales Ergebnis kann festgehalten werden, dass keine wesentlichen Unterschiede in der Kapitalmarktreaktion zwischen den deutschsprachigen Ländern und den USA bestehen. Unsere Ergebnisse stehen folglich im Einklang mit verschiedenen Studien, die diverse, am US-Kapitalmarkt beobachtete Phänomene, auch für den deutschen Kapitalmarkt nachgewiesen haben (Wallmeier 2000; Glaser/Weber 2003). Die vorliegende Studie zeigt, dass in beiden Ländern Investitionen in langfristig wirkende Maßnahmen wie die Neuentwicklung von Produkten am Kapitalmarkt honoriert werden, obwohl diese kurzfristig negative Einflüsse auf den Periodengewinn ausüben können (Woolridge/Snow 1990).

Das Ziel zukünftiger Arbeiten auf diesem Gebiet sollte es sein, die Untersuchung zu erweitern und den Erklärungsgehalt des Modells zu erhöhen. Vor dem Hintergrund, dass in der vorliegenden Untersuchung ausschließlich Sekundärdaten verwendet werden, könnte eine Erhebung von Primärdaten weitere wichtige Erkenntnisse liefern. So könnten beispielsweise die Wichtigkeit des angekündigten Produktes für das Unternehmen, der angestrebte Marktanteil sowie die Komplexität des Produktes einen weiteren Teil der Varianz erklären. Aufschlussreich könnte weiterhin die Einbeziehung kundenorientierter Faktoren wie beispielsweise der Nutzen eines Produktes aus Kundensicht

sein. Zudem könnte es interessant sein, die bisherigen Überlegungen zu erweitern und ein komplexeres Modell mit verschiedenen Interaktionseffekten theoretisch zu entwickeln und empirisch zu testen. So könnte, wie bereits angemerkt, die Glaubwürdigkeit eines Unternehmens im Hinblick auf vergangene Produktvorankündigungen bei der Bekanntgabe von Informationen einen moderierenden Einfluss auf die ankündigungsspezifischen Faktoren ausüben. Auf Basis des Lebenszyklusmodells der Unternehmung könnte eine Interaktion zwischen der Unternehmensgröße und der Forschungsintensität theoretisch abgeleitet werden. Diese Interaktionseffekte könnten gegebenenfalls zu einem höheren Erklärungsgehalt des Modells und so zu einer präziseren Prognose der Kapitalmarktreaktion führen. Aufbauend auf den Erkenntnissen der vorliegenden Studie ließen sich so weitere Implikationen für Unternehmen hinsichtlich der Produktgestaltung und Kommunikation mit dem Kapitalmarkt entwickeln.

Danksagung: Die Autoren danken zwei anonymen Gutachtern der ZfB für wertvolle Hinweise zu einer früheren Version dieses Beitrags.

Anmerkungen

- 1 http://www.bmbf.de/pub/MIP_Indikatorenbericht2007.pdf
- 2 Dies bedeutet, dass Joint Ventures nicht berücksichtigt werden und 100%ige Tochtergesellschaften dem Mutterkonzern zugerechnet werden.
- 3 CDAX für Deutschland, WBI für Österreich, SPI für die Schweiz und S&P500 für die USA.
- 4 <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/>
- 5 Die in Teil 4.2. vorgestellten Ergebnisse der Analysen sind robust hinsichtlich verschiedener Arten der Messung der Unternehmensgröße wie beispielsweise Umsatz oder Marktkapitalisierung.

Anhang

Anhang 1: Auszug verwendeter Suchbegriffe (* als Platzhalter für einen beliebigen Buchstaben oder eine beliebige Buchstabengruppe)

Deutschsprachige Suchbegriffe	Englischsprachige Suchbegriffe
<ul style="list-style-type: none"> • „angekündigt“ • „Erfindung“ • „Innovation“ • „kündig* an“ • „Neuprodukt“ • „neues Produkt“ • „Ankündigung“ und „neu“ • „Produkt“ und „Ankündigung“ • „Produkt“ und „Einführung“ • „Produkt“ und „einführen“ • „Produkt“ und „neu“ • „Produkt“ und „Mitteilung“ • „Produkt“ und „ad hoc“ • „Produkt“ und „vorstellen“ • „Produkt“ und „stellt vor“ • „Produkt“ und „Vorankündigung“ 	<ul style="list-style-type: none"> • „Innovation“ • „Introduction“ • „New product“ • „New Release“ • „Preannouncement“ • „Product“ and „Announcement“ • „Product“ and „Update“

Anhang 2: Fragenkataloge zur Bestimmung des Neuheitsgrades

Fragenkatalog zur Bestimmung des Neuheitsgrades aus Anbietersicht

- Weist das Produkt aus Anbietersicht erhebliche Unterschiede zu bereits bestehenden Produkten auf?
- Hat es das Produkt in dieser spezifischen Form im Unternehmen bislang schon gegeben?
- Führt das Produkt einen im Unternehmen bislang noch nicht verwendeten Markennamen?
- Handelt es sich um eine neue Produktlinie?
- Erfordert das Produkt den Einsatz einer neuen Technologie?
- Wurde das Produkt in einem aufwändigen Forschungsprozess entwickelt?
- Wendet sich das Produkt an bislang noch nicht vom Unternehmen angesprochene Segmente?
- Sind die potenziellen Kunden dem Unternehmen schon bekannt?
- Wird die Produktgruppe zum ersten Mal vom Unternehmen angeboten?
- Handelt es sich um eine Repositionierung?
- Erfordert das Produkt neue Kompetenzen, Fähigkeiten und Erfahrungswerte innerhalb des Unternehmens
- Hat das Unternehmen schon ein vergleichbares Produkt in der Angebotspalette?
- Trifft das Produkt auf (für das Unternehmen) neue Wettbewerber?
- Handelt es sich um eine Modifikation eines bereits bestehenden Produktes?

Fragenkatalog zur Bestimmung des Neuheitsgrades aus Nachfragersicht

- Weist das Produkt aus Kundensicht Unterschiede zu bereits am Markt verfügbaren Produkten auf?
- Wird eine neue Technologie eingesetzt, die aus Kundensicht zu vorher noch nicht vorhandenen, spürbar besseren Produkteigenschaften führt (z. B. Digitalkamera oder MP3 Player)?
- Schafft sich das Produkt einen neuen Markt / ein neues Segment?
- Handelt es sich um eine Modifikation eines am Markt existierenden Produktes (Update)?
- Handelt es sich um ein sog. „Me-too“ Produkt?
- Handelt es sich um eine Ergänzung einer etablierten Produktlinie?

Literatur

- Akhigbe A (2002) New product innovations, Information signalling and industry competition. *Appl Financ Econ* 12(5):371–378
- Atiase RK (1985) Predisclosure information, Firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *J Account Res* 23(1):21–36
- Ball R, Brown P (1968) An empirical evaluation of accounting income numbers. *J Account Res* 6(2):159–178
- Bartov E, Givoly D, Hayn C (2002) The rewards to meeting or beating earnings expectations. *J Account Econ* 33(2):173–204
- Bayus BL, Jain S, Rao AG (2001) Truth or consequences: An analysis of vaporware and new product announcements. *J Mark Res* 38(1):3–13
- Bhushan R (1989) Firm characteristics and analyst following. *J Account Econ* 11(2, 3):255–274
- Boutellier R, Völker R (1997) Erfolg durch innovative Produkte: Bausteine des Innovationsmanagement, München, Hanser
- Brealey RA, Myers SC (2003) Principles of corporate finance, 7th ed., Boston, Mcgraw-Hill
- Brown SJ, Warner JB (1985) Using daily stock returns: The case of event studies. *J Financ Econ* 14(3):3–31
- Büschken J (2003) Wann neue Produkte vorankündigen? *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 55:3–22
- Campbell JY, Lo AW, MacKinlay AC (1997) The econometrics of financial markets, NJ, Princeton
- Chaney PK, Devinney TM, Winer RS (1991) The impact of new product introductions on the market value of firms. *J Bus* 64(4):573–610
- Chauvin KW, Hirschey M (1993) Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm. *Financ Manage* 22(4):128–140
- Chen S, Ho KW, Ik KH, Lee C (2002) How does strategic competition affect firm value? A study of new product announcements. *Financ Manage* 31(2):67–84
- Coenenberg AG, Henes F (1995) Der Informationsgehalt der Zwischenberichtspublizität nach § 44b Börsengesetz. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 47:969–995
- Cohen J (1960) A coefficient of agreement for nominal scales. *Education Psychol Measurement* 20(1):37–46
- Cooper RG (1979) The dimensions of industrial new product success and failure. *J Mark* 43(3):93–103
- Cooper RG, Kleinschmidt EJ (1993) Major new products: What distinguishes the winners in the chemical industry? *J Product Innovation Manage* 10(2):90–111
- Corrado CJ (1989) A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. *J Financ Econ* 23(8):385–395
- Dye RA, Sridhar SS (2002) Resource allocation effects of price reactions to disclosures. *Contemporary Account Res* 19(3):385–410

- Eberhart A, Maxwell WF, Siddique AR (2004) An examination of long-term abnormal stock returns operating performance following R&D increases. *J Financ* 59(2):623–650
- Eddy AR, Saunders GB (1980) New product announcements and stock prices. *Decis Sci* 11(1):90–97
- Eliashberg J, Robertson TS (1988) New product preannouncing behavior: A market signaling study. *J Mark Res* 25(3):282–292
- Ernst H, Schnoor A (2000) Einflußfaktoren auf die Glaubwürdigkeit kundenorientierter Produkt-Vorankündigungen: Ein signaltheoretischer Ansatz. *Zeitschrift für Betriebswirtschaftslehre* 70:1331–1350
- Fama EF, Fisher L, Jensen MC, Roll R (1969) The adjustment of stock prices to new information. *Int Econ Rev* 10(1):1–21
- Glaser M, Weber M (2003) Momentum and turnover: Evidence from the german stock market. *Schmalenbach Bus Rev* 55(2):108–135
- Golder PN, Tellis GJ (1993) Pioneer advantage: Marketing logic or marketing legend? *J Mark Res* 30(2):158–170
- Heil OP, Robertson TS (1991) Toward a theory of competitive market signaling: A research agenda. *Strategic Manage J* 12(6):403–418
- Hendricks KB, Singhal VR (1997) Delays in new product introductions and the market value of the firm: The consequences of being late to the market. *Manage Sci* 43(4):422–436
- Heß G (1991) Marktsignale und Wettbewerbsstrategie: Theoretische Fundierung und Fälle aus der Unternehmenspraxis. Stuttgart, M&P
- Homburg C, Krohmer H (2006) Marketingmanagement: Strategie – Instrumente – Umsetzung – Unternehmensführung, 2 Aufl., Wiesbaden, Gabler
- Jegadeesh N, Titman S (1993) Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *J Financ* 48(1):65–91
- Jones EAE, Danbolt J (2005) Empirical evidence on the determinants of stock market reaction to product and market diversification announcements. *Appl Financ Econ* 15(9):623–629
- Jones EAE, Danbolt J, Hirst I (2004) Company investment announcements and the market value of the firm. *Eur J Financ* 10:437–452
- Kardes FR, Kalyanaram G (1992) Order-of-entry effects on consumer memory and judgment: An information integration perspective. *J Mark Res* 29(3):343–357
- Koku PS, Jagpal HS, Viswanath PV (1997) The effect of new product announcements and preannouncements on stock price. *J Mark Focused Manage* 2(2):183–199
- La Porta R, Lakonishok J, Shleifer A, Vishny R (1997) Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *J Financ* 52(2):859–874
- Landis JR, Koch GG (1977) The measurement of observer agreement for categorical data. *Biometrics* 33(1):159–174
- Lee Y, O'Connor GC (2003) The impact of communication strategy on launching new products: The moderating role of product innovativeness. *J Product Innovation Manag* 20(1):4–21
- Lemley MA, McGowan D (1998) Legal implications of network economic effects. *California Law Rev* 86(3):479–611
- Lilly B, Walters R (1997) Toward a model of new product preannouncement timing. *J Product Innovation Manag* 14(1):4–20
- McWilliams A, Siegel D (1997) Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Acad Manag J* 40(6):626–657
- Mishra DP, Bhabra HS (2001) Assessing the economic worth of new product pre-announcement signals: Theory and empirical evidence. *J Product Brand Manag* 10(2):75–93
- Mishra S, Kim D, Lee DH (1996) Factors affecting new product success: Cross-country comparisons. *J Product Innovation Manag* 13(6):530–550
- Möhrle M (1995) Primärmarketing: Zur Markteinführung neuer Produkte, Wiesbaden, Gabler

- Pardue JH, Higgins E, Biggart T (2000) The impact of new product announcements on firm value in information technology producing industries: An examination of industry-level evolutionary eras. *Engineering Economist* 45(2):144–157
- Park Namgyoo K (2004) A guide to using event study methods in multi-country settings. *Strategic Manag J* 25(7):655–668
- Parry ME, Song XM (1994) Identifying new product successes in china. *J Product Innovation Manag* 11(1):15–30
- Pieper U, Schiereck D, Weber M (1993) Die Kaufempfehlungen des „Effecten-Spiegel“: Eine empirische Untersuchung im Lichte der Effizienzhypothese des Kapitalmarktes. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 45:487–509
- Pohl A (1996) Leapfrogging bei technologischen Innovationen: Ein Erklärungsansatz auf Basis der Theorie des wahrgenommenen Risikos, Wiesbaden, Gabler
- Preukschat UD (1993) Vorankündigung von Neuprodukten: Strategisches Instrument der kommunikativen Markteinführung, Wiesbaden, Gabler
- Rappaport A (1999) *Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren*, 2 Aufl., Schäffer-Poeschel Stuttgart
- Robertson TS, Eliashberg J, Rymon T (1995) New product announcement signals and incumbent reactions. *Journal of Marketing* 59(3):1–15
- Rust RT, Ambler T, Carpenter GS et al (2004) Measuring marketing productivity: Current knowledge and future directions. *J Mark* 68(10):76–89
- Schirm K (1995) Die Glaubwürdigkeit von Produkt-Vorankündigungen: Eine theoretische und empirische Untersuchung der Beurteilung von Produkt-Vorankündigungen durch Konsumenten, Wiesbaden, Gabler
- Schnoor A (2000) Kundenorientiertes Qualitäts-Signaling: Eine Übertragung auf Signaling in Produkt-Vorankündigungen, Wiesbaden, Gabler
- Sharma A, Lacey N (2004) Linking product development outcomes to market valuation of the firm: The case of the U.S. pharmaceutical industry. *J Product Innovation Manag* 21(5):297–308
- Sorescu AB, Spanjol J (2008) Innovation's effect on firm value and risk: Insights from consumer packaged goods. *J Mark* 72(2):114–132
- Sorescu A, Shankar V, Kushwaha T (2007) New product preannouncements and shareholder value: Don't make promises you can't keep. *J Mark Res* 44(3):468–489
- Strong N (1992) Modelling abnormal returns: A review article. *J Bus Financ Account* 19(4):533–553
- Tebbe K (1990) Die Organisation von Produktinnovationsprozessen, Schäffer-Poeschel Stuttgart
- Uhlenbruck K, Hitt MA, Semadeni M (2006) Market value effects of acquisitions involving internet firms: A resource-based analysis. *Strategic Manag J* 27(10):899–913
- Wallmeier M (2000) Determinanten erwarteter Renditen am deutschen Aktienmarkt – Eine empirische Untersuchung anhand ausgewählter Kennzahlen. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 52:Februar, S 27–57
- Woolridge JR, Snow ChC (1990) Stock market reaction to strategic investment decisions. *Strategic Manag J* 11(5):353–363

The Influence of New Product Preannouncements on Shareholder Value: An Empirical Analysis

Abstract: This paper analyses 220 preannouncements of new products and their effect on shareholder value on American and European stock markets. Overall, the results show a positive significant reaction of abnormal returns on preannouncements. Additionally, determinants of the strength of the shareholder value effect are analyzed. Whereas market-related (country and industry) and preannouncement-related factors (detailedness of preannouncement, mentioning a launch date, and the preannouncement of multiple products) do not have an influence on the size of the

effect, company-related and product-related factors can explain the magnitude of the reaction. Our model extends prior empirical literature by showing a higher explained variance of the strength of the shareholder value effect. In particular, there exists a negative relationship between company size and abnormal returns and return on equity and abnormal returns, whereas the newness of the product for the market has a positive influence on abnormal returns.

Keywords: New product · Preannouncement · Shareholder value · Event-study