

F. Bardong • S. M. Bartram • P.K. Yadav

**Informed Trading, Information Asymmetry and Pricing of
Information Risk: Empirical Evidence from the NYSE**

CFR Working Paper 09-08

Die Frage, welche Rolle Informationsasymmetrien auf Finanzmärkten spielen und in welchem Umfang das Risiko, mit einem besser informierten Anleger zu handeln, gepreist ist, ist für viele Marktteilnehmer von zentraler Bedeutung. Der Handel durch Anleger mit überlegenen Informationen über den zugrunde liegenden Preis führt dazu, dass diejenigen, welche Liquidität am Markt anbieten, systematisch Verluste erleiden. Diese entstehen dadurch, dass ein besser informierter Anleger genau dann handelt, wenn er das betreffende Wertpapier für unter- oder überbewertet hält. Folglich werden informierte Marktteilnehmer nur dann Liquidität in Form von Handelsvolumen anbieten, wenn sie für das Informationsrisiko in Form einer höheren erwarteten Rendite entschädigt werden.

Der Ausgangspunkt der vorliegenden Untersuchung ist die Hypothese, dass Informationsasymmetrien nicht zwingend durch private Informationen von klassischen Unternehmensinsidern entstehen, sondern durch Outsider, deren Fähigkeit zur Beschaffung und Verarbeitung von frei verfügbaren Informationen gegenüber den übrigen Marktteilnehmern überlegen ist. Folglich lassen sich private Informationen in eine unerwartete Komponente (hervorgerufen durch Kenntnis von Unternehmensinterna) und eine systematische Komponente (hervorgerufen durch die überlegene Fähigkeit zur Verarbeitung von Informationen über die marktweiten und unternehmensspezifischen Einflussfaktoren auf die erwartete Rendite) zerlegen.

Zur Messung des Grades der Informationsasymmetrie werden in dieser Arbeit zwei aus der Marktmikrostrukturliteratur verbreitete Maße verwendet: das PIN-Maß (Probability of Informed Trading, vgl. Easley und O'Hara (1992)), sowie das von Huang und Stoll (1996) vorgeschlagene Adverse-Selection-Maß. Das PIN-Maß geht davon aus, dass informierte Marktteilnehmer immer nur auf einer Seite des Orderbuchs handeln, während bei uninformierten Anlegern die Handelsaktivität zufällig zwischen Geld- und Briefseite wechselt. Dagegen misst das Adverse-Selection-Maß die Handelsprofite von Liquiditätsnachfragern gegenüber Liquiditätsanbietern direkt.

In der empirischen Studie für an der NYSE gelistete Aktien überprüfen die Autoren zunächst den Zusammenhang zwischen dem Grad der Informationsasymmetrie und verschiedenen Proxies für die systematische Informationsverarbeitung durch Outsider. Dies sind zunächst Einflussfaktoren in Bezug auf den Gesamtmarkt wie die Marktvolatilität, das aggregierte Handelsvolumen, die durchschnittlichen Geld-Brief-Spanne und das Orderungleichgewicht. Anschließend werden die oben genannten Mikrostrukturvariablen auch auf Einzelaktienebene mit in die Untersuchung einbezogen. Schließlich wird noch die Relevanz unternehmensspezifischer Variablen wie Unternehmensgröße, Handelbarkeit oder Insider Ownership überprüft. Es zeigt sich ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen den Maßen für Informationsasymmetrie und marktweiten Einflussfaktoren, sowie aktien- und unternehmensspezifischen Charakteristika, welche die systematische Komponente reflektieren. Im Mittel sind 47 % der Variation des informierten Handels systematischer Natur und wird demnach durch Verarbeitung von öffentlich verfügbaren Informationen erklärt. Der Teil der Informationsasymmetrie, der durch obige Regression nicht erklärt werden kann (Residual Asymmetric Information – RAIN) stellt folglich die unerwartete Komponente dar, welche auf Kenntnis von Unternehmensinterna zurückzuführen ist.

Im Weiteren wird überprüft, ob beide Komponenten gepreiste Faktoren sind. Es zeigt sich, dass nur die unerwartete Komponente eine Rolle spielt. Diesem Ergebnis zufolge erwarten Investoren nur dann eine Kompensation in Form einer höheren erwarteten Rendite, wenn sie mit Unternehmensinsidern zu handeln. Die Hypothese, dass auch der Informationsvorsprung von Outsidern gepreist ist, kann dagegen nicht bestätigt werden.