

# **Analystengenauigkeit und Value Reporting von Schweizer Unternehmen**

Rebecca Ribi

Bachelorarbeit in Banking & Finance

Universität Zürich  
Institut für Banking und Finance  
Prof. Alexander F. Wagner, Ph.D.

23. August 2012

## **Abstract**

Geht mit einer höheren Qualität des Value Reporting eine Steigerung der EPS- Prognosegenauigkeit einher? Diese Fragestellung wird basierend auf einem Sample von 232 kotierten Schweizer Unternehmen untersucht. Als Qualitätsindex dient dabei das Geschäftsberichte Rating des Instituts für Banking und Finance der Universität Zürich. Es zeigt sich, dass besonders für kleine Firmen mit einer geringen Analystenabdeckung eine hohe Value Reporting-Qualität lohnenswert ist, dieses Potential jedoch aufgrund der schlechten Berichterstattungsperformance dieser Unternehmen nur teilweise ausgenutzt wird. Für grössere Unternehmen führt die Qualität der wertorientierten Berichterstattung nur bedingt zu genaueren Gewinnschätzungen der Finanzanalysten.

## **Stichwörter**

Value Reporting, EPS-Prognosefehler, Analystenabdeckung , Geschäftsberichte Rating

# Executive Summary

## Problemstellung

Führt eine höhere Qualität des Value Reporting zu genaueren earnings per share-Prognosen (EPS-Prognosen) der Finanzanalysten für Schweizer Unternehmen? Basierend auf einem Sample von 232 kotierten Schweizer Unternehmen wird in dieser Thesis die vorangegangene Fragestellung untersucht. Als Qualitätsindex für die Beurteilung der einzelnen Value- Reporting-Themengebiete dient das jährlich vom Institut für Banking und Finance der Universität Zürich (IBF) durchgeführte Geschäftsberichte Rating (GBR).

Eine zentrale Funktion der externen Berichterstattung ist die Reduktion von Informationsasymmetrien zwischen der Unternehmensleitung und den (potentiellen) Investoren (Healy & Palepu (2001)). Um einen rationalen Investitionsentscheid treffen zu können, sind die Investoren abhängig von den durch die Unternehmen kommunizierten Informationen, weswegen dem Informationsfluss zwischen den Firmen und den Investoren eine grosse Bedeutung für das Funktionieren der Finanzmärkte zukommt (Barker, (1998)). Im Sinne der umfassenden Investor Relations bedienen sich die Unternehmen für die Weitergabe von unternehmensinterner Information an die Aussenwelt zahlreicher Kommunikationskanäle (Farragher, Kleiman, Bazaz (1994)). Zentralen Bestandteil der Informationsübermittlung bildet dabei der jährlich publizierte Geschäftsbericht (GB) (Oberdörster (2009)). Mit Elementen wie der Bilanz, der Erfolgsrechnung und der Kapitalflussrechnung beinhaltet der Jahresabschluss wichtige Informationen zu der aktuellen Vermögens- und Ertragslage der Firmen. Gesetze und die Anwendung von Rechnungslegungsstandards bestimmen die Pflichtangaben des GB, während die Unternehmen bezüglich zusätzlicher, freiwilliger Angaben erheblichen Spielraum besitzen. Marston & Shrives (1991) schätzen die Auslegungsmöglichkeiten des sogenannten Voluntary Disclosure (VD) sogar als nahezu unbeschränkt ein. Die Qualitätsunterschiede in der freiwilligen Berichterstattung bilden somit das wichtige Differenzierungsmerkmal in Bezug auf Umfang und Qualität des GB. Die Begriffe wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting) und freiwillige Berichterstattung (Voluntary Disclosure) sind voneinander abzugrenzen. Das Value Reporting (VR) entspricht den Angaben im Lagebericht, welcher gewissen gesetzlichen Regulationen unterliegt. Dadurch geht ein Teil des freiwilligen Charakters des VR verloren (Müssig (2008)).

Für die Erstellung ihrer EPS-Vorhersagen können die Finanzanalysten von einer hohen Berichterstattungsqualität der Unternehmen profitieren. Umfassende und detaillierte Informationen zu VR-Themengebieten wie der Unternehmensstrategie oder der Marktposition ermöglichen den Analysten eine bessere Einschätzung der zukünftigen Ertragslage der Firmen vorzunehmen (Müssig (2008)). Dies resultiert in zutreffenderen EPS-Prognosen, was wiederum die Unsicherheit der Investoren bezüglich der zukünftigen Unternehmenssituation reduziert (Botosan & Plumlee (2002)). Für die Unternehmen macht sich gemäss Botosan & Plumlee (2002) ein hohes Disclosure-Level in Form von reduzierten Eigenkapitalkosten bezahlt.

Der Effekt einer hohen VR-Qualität auf die Genauigkeit der EPS-Prognosen wurde bereits in zahlreichen Studien untersucht. Oberdörster (2009) kommt in ihrer Studie zu dem Ergebnis, dass die Gesamtqualität

des VD einen negativen Zusammenhang mit dem EPS-Prognosefehler aufweist. Für den Lagebericht kann zwar ein negativer Einfluss beobachtet werden, jedoch ist dieser nicht signifikant. Robb, Vanstraelen und Zarzeski (2003) können einen signifikant positiven Einfluss der Qualität der prognostischen, nichtfinanziellen Angaben des GB auf die EPS-Schätzqualität zeigen. Für die vergangenheitsbezogenen, nichtfinanziellen Angaben können Robb et al. (2003) hingegen keinen Einfluss auf den EPS-Prognosefehler feststellen. Barron, Kile & O'Keefe (1999) untersuchen den VR-Teilbericht „Management-Diskussion und Analyse Jahresabschluss“ und können für dessen Qualität einen positiven Einfluss auf die EPS-Prognosegenauigkeit der Finanzanalysten zeigen.

### **Empirische Analyse**

Um den Einfluss der neun VR-Teilberichte „Allgemeiner Eindruck“, „Hintergrundinformationen“, „Wichtige Non-Financials“, „Trendanalyse“, „Risiko-Informationen“, „Wertorientierte Führung“, „Management-Diskussion & Analyse Jahresabschluss“, „Zieldaten & Glaubwürdigkeit“ und „Nachhaltigkeit“ auf den EPS-Prognosefehler zu untersuchen, wird die Methode der multiplen (multivariaten) Regression(sanalyse) benutzt. Indem weitere Einflussfaktoren durch das Einsetzen von Kontrollvariablen konstant gehalten werden, kann der marginale Effekt der Qualitätsvariablen auf den EPS-Prognosefehler ermittelt werden. In dieser Thesis werden die Kontrollvariablen „Total Assets“, „Total Debt“ und „EPS-Änderung“ sowie die Dummyvariable „EPS-Vorzeichen“ in das Regressionsmodell aufgenommen. Zudem werden für alle Modelle Branchen- und Jahresdummies eingesetzt.

In einem ersten Schritt der empirischen Untersuchung wird der Einfluss der neun Qualitätsvariablen auf die EPS-Prognosegenauigkeit für das Gesamtsample einzeln untersucht.

Hope (2003) kann zeigen, dass der positive Effekt einer hohen Berichterstattungsqualität auf die Schätzqualität der Finanzanalysten für Unternehmen mit einer geringen Analystenabdeckung stärker ist, als für bekanntere Unternehmen. Grund dafür ist die höhere Substituierbarkeit der schriftlichen GB-Angaben in einem Umfeld vieler alternativer Möglichkeiten der Informationsbeschaffung (Hope (2003)). Um den Effekt der höheren (tieferen) Substituierbarkeit für Unternehmen mit einer hohen (geringen) Informationsdichte zu untersuchen, wird in einem zweiten Schritt der empirischen Analyse der Einfluss der VR-Qualität auf den EPS-Prognosefehler für die beiden Teilsamples „geringe Analystenabdeckung“ und „hohe Analystenabdeckung“ untersucht.

### **Resultate und allgemeine Beurteilung**

Die Regressionsergebnisse für das Gesamtsample zeigen lediglich für die Qualität des VR-Teilberichts „Wichtige Non-Financials“ einen signifikant positiven Einfluss auf die EPS-Schätzgenauigkeit. Dies obwohl die Unternehmen in dieser Kategorie mit nur 39.43% der maximalen Punktzahl eine äusserst schlechte Berichterstattungsperformance an den Tag legen. Interessant ist, dass die Kriterien mit einem Bezug zu der Thematik der Mitarbeiterzufriedenheit- und Entwicklung für diesen Zusammenhang verantwortlich sind. Anderson, Fornell & Lehmann (1994) können in ihrer Studie zeigen, dass die Zufriedenheit der Arbeitnehmer den Erfolg einer Unternehmung massgeblich beeinflusst. Eine hohe

Mitarbeiterzufriedenheit wirkt sich positiv auf die Produktqualität und damit auf die Kundenzufriedenheit aus (Anderson, Fornell & Lehmann (1994)). Mit Hilfe von umfassenden und detaillierten Angaben zu der aktuellen Mitarbeitersituation können die Finanzanalysten die zukünftige Ertragslage der Unternehmen besser einschätzen, was die Qualität ihrer Prognosen steigert.

Die Regressionsergebnisse der Teilsamples zeigen, dass sich vor allem für Unternehmen mit einer geringen Informationsdichte qualitativ hochwertiges VR lohnen kann. Die weniger umfassenden Investor Relations dieser tendenziell kleineren Firmen führen dazu, dass die GB-Angaben eine zentralere Rolle für die externe Berichterstattung einnehmen. VR-Angaben zur Mitarbeiterzufriedenheit- und Entwicklung sowie zu den wichtigsten Produkten der Firma werden von den Finanzanalysten bei der Erstellung ihrer Gewinnprognosen berücksichtigt, weswegen sich eine höhere Qualität dieser Angaben durch genauere EPS-Prognosen bezahlt macht. Dass neben den mitarbeiterbezogenen Kriterien auch ein positiver Einfluss der Qualität von Angaben zu wichtigen Produkten auf die EPS-Prognosegenauigkeit besteht, ist konsistent mit den Ergebnissen von Friedrich & Glaum (2006). Gemäss ihrer Umfrage messen die Finanzanalysten den Informationen zur Strategie und zu den wichtigen Produkten die höchste Bedeutung der nichtfinanziellen Daten bei (Friedrich & Glaum, (2006)).

Für Unternehmen die umfassende Investor Relations betreiben und über viele Informationskanäle mit der Umwelt kommunizieren, vermag eine bessere Qualität der Angaben zu Themenbereichen wie der Mitarbeiterzufriedenheit oder den wichtigen Produkten die Gewinnprognosequalität nicht zu verbessern. Da von den Analysten besonders für Informationen mit qualitativen Merkmalen der direkte Kontakt zu Vertretern der Unternehmung gesucht wird, finden die schriftlichen Angaben keine Beachtung mehr. Hingegen bewirkt eine hohe Berichterstattungsqualität im Bereich der Risikoinformationen eine signifikante Reduktion des EPS-Prognosefehlers. Interessant ist der Effekt der Qualität in der GBR-Kategorie „Management-Diskussion & Analyse Jahresabschluss“. Die Regressionsergebnisse zeigen für diesen VR-Teilbericht einen negativen Zusammenhang mit der Genauigkeit der Ergebnis-Prognosen. Begründet werden kann die Reduktion der Prognosegenauigkeit bei einer höheren Qualität der GB-Analyse des Managements durch den Schätzoptimismus der Firmen. Aufgrund der hohen Qualität der Angaben schenken die Analysten der subjektiven Einschätzung des Managements eher Glauben, was in zu hohen EPS-Prognosen resultiert. Ein Vergleich der Anzahl Überschätzungen für Unternehmen mit hoher bzw. tiefer Qualität in der GB-Analyse zeigt, dass bei qualitativ hochwertigen Daten der Anteil der zu hoch geschätzten EPS an der Gesamtzahl der Schätzungen zunimmt.

Für die Gesamtqualität des VR kann zwar für alle drei Samples ein negativer Zusammenhang mit dem EPS-Prognosefehler festgestellt werden, jedoch ist dieser für keines der Modelle signifikant.

Zusammenfassend kann anhand der in dieser Arbeit durchgeführten Untersuchung festgestellt werden, dass sich ein umfassendes und detailliertes VR insbesondere für kleine Firmen lohnt. Die beschränkte Zahl an alternativen Informationsquellen, führt dazu, dass Finanzanalysten die schriftlichen Angaben des VR in der Erstellung ihrer Gewinnprognosen eher berücksichtigen und daher eine hohe Qualität der Daten in genaueren EPS-Schätzungen resultiert. Grosse Bedeutung kommt gemäss den Regressionsergebnissen der Qualität der mitarbeiterbezogenen Informationen, sowie einer umfassenden Diskussion der wichtigen Produkte zu. Die im Vergleich zu den bekannteren Unternehmen signifikant schlechtere

Berichterstattungsqualität der Firmen mit geringer Analystenabdeckung führt dazu, dass das Potential einer qualitativ hochwertigen Berichterstattung nur teilweise ausgenützt werden kann.

Auch für Unternehmen mit hoher Informationsdichte kann sich ein qualitativ hochstehendes VR in Form einer höheren Genauigkeit der EPS-Vorhersagen bezahlt machen. Die Mindestanforderungen an die schriftlichen Informationen sind in einer Umwelt vieler alternativer Informationsquellen vor allem für die rein qualitativen VR-Angaben aber sehr hoch.