

**Auswirkung von Voluntary Disclosure
auf den Eigenkapitalkostensatz
von Schweizer Unternehmen**

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. ALEXANDER WAGNER

Verfasser: PASCAL WEIBEL

Abgabedatum: 02.07.2010

Executive Summary

Viele Studien befassen sich mit dem Zusammenhang zwischen dem Voluntary Disclosure, also der freiwilligen Offenlegung von Informationen, und dem Eigenkapitalkostensatz der Firmen. Diese Untersuchung erforscht diesen Zusammenhang mit nicht finanziellen Informationen als Voluntary Disclosure, sowie mit der Begrenzung auf kotierte Schweizer Unternehmen in den Jahren 2000 bis 2009, und soll demnach ihre Eingliederung in die bereits vorhandenen Studien finden. Egeling (2009) beschreibt diesen negativen Einfluss des Disclosures auf die EK-Kosten am Beispiel der Bank. Mit einer mageren Offenlegung steigt die Intransparenz des Kreditinstituts, wobei aus erhöhtem Risiko das Eigenkapitalpolster verstärkt werden muss, woraus ein Ansteigen der Eigenkapitalkosten resultiert (Egeling (2009)). Wissenschaftliche Forschungen wie die von Hail (2002) oder von Lambert, Leuz und Verrecchia (2007) beweisen diese Relation mit statistischer Signifikanz.

Die Offenlegung von freiwilligen, nicht finanziellen Informationen ist von der gesetzlichen Offenlegung zu unterscheiden. Nach Hungerbühler (1994) bezieht sich die aktienrechtliche Veröffentlichung von Informationen auf das Rechnungswesen und somit auf die finanziellen Fakten. Laut Brandt (2010) sollten die Firmen, im Speziellen die Banken, das Voluntary Disclosure nicht als Störfaktor, sondern eher als Möglichkeit, die Kompetenzen und die Solvenz der Firma mitzuteilen, wahrnehmen.

Die Kosten des Eigenkapitals stellt Faust (2002) als Diskontsatz für Unternehmensbewertungen und Investitionsrechnungen, sozusagen als Rendite, welche die Aktionäre erhalten, dar. Sie bilden die Grundlage für wichtige wertorientierte Entscheidungen der Firma, beziehungsweise der Bank (Faust (2002)).

Aufgrund der Schwierigkeit das Voluntary Disclosure zu messen, wird auf das Geschäftsberichte Rating des Instituts für Schweizerisches Bankwesen zurückgegriffen. Dabei versucht die Arbeit herauszufinden, ob die Berücksichtigung des Firmenauftritts im Internet als Bestandteil der Offenlegung die Auswirkung auf den Kapitalkostensatz verstärkt. Als abhängige Variable sind auch hier die Risikokosten nicht direkt ermittelbar. Sie werden aus zwei, vor allem durch die Berücksichtigung der Inflation, unterschiedlichen Formeln hergeleitet, wobei die Methodik nach dem gleichen Prinzip funktioniert. Das Dividend Discount Model von Gebhardt, Lee und Swaminathan (2001) bildet die Basis der ersten Gleichung, das Dividend Growth Model von Gordon (1962) die der zweiten. Anschliessend wird für jede Gesellschaft und für jedes Jahr auf die Eigenkapitalkosten

gelöst, wobei jedes Unternehmen schliesslich, aus Gründen der Ergebnisstärkung, zwei verschiedene Werte erhält.

Die Regression testet mehrere Firmen mit Daten über mehrere Jahren, 2000 bis 2009, was somit im Rahmen einer Paneldatenanalyse durchgeführt wird. Der Vorteil dieser Variante liegt in der erhöhten Datenmenge und dem besseren Erkennen möglicher Effekte. Anhand des Median des Market Values werden die Aktiengesellschaften in grosse und kleine Unternehmen eingeteilt. So können Unterschiede in der Regression aufgrund der Marktwertgrösse erkannt werden. Um externe Effekte nicht zu vernachlässigen, werden diverse Kontrollvariablen eingesetzt. Wie bereits erwähnt, stellt der Marktwert die Unternehmensgrösse dar. Weiter soll aber noch das Risiko berücksichtigt werden, was durch das Aktienbeta, sowie durch den Leverage als FK/EK-Verhältnis repräsentiert wird. Um ein Feingefühl für das Verhalten der Eigenkapitalkosten durch den Einfluss der Kontrollvariablen zu erhalten, wird in einem ersten Hypothesentest das Voluntary Disclosure vernachlässigt. In Bezug auf den Market Value resultiert für kleine Unternehmen eine tendenziell negative Auswirkung auf die Kosten des Eigenkapitals, wogegen für grössere Gesellschaften eine signifikante, positive Beziehung eruiert wird. Ab einer bestimmten Marktwertgrösse steigen daher die Risikokosten der Aktionäre mit dem Marktwert der Firma. Bei den kleinen Firmen herrscht ein umgekehrter Effekt, wonach die Aktionäre anscheinend ein tieferes Risiko bei grösseren Unternehmenswerten schätzen. Der zweite Einflussfaktor, der Leverage, bekräftigt die Vorhersage, dass die Risikokosten der Aktionäre mit der risikoreicheren Finanzstruktur anwachsen, nur für die kleineren Unternehmen. Für Firmen mit überdurchschnittlichem Marktwert wird kein Zusammenhang entdeckt. Das Beta, die andere Risikovariablen, weist deutlichere Signale auf. Für grosse und kleine Schweizer Aktiengesellschaften kann eine Erhöhung der Eigenkapitalkosten aufgrund steigenden Risikos statistisch erwiesen werden. Die Annahme einer erhöhten Aktionärsentschädigung für grössere Gefahren trifft somit zu.

Nach dieser einleitenden Analyse führt nun die Arbeit die Hauptregressionsanalyse durch. Das Voluntary Disclosure als unabhängige Variable wird mit, ohne und nur dem Internet Investor Relations-Kriterium in die Regressionsgerade, welche den Eigenkapitalkostensatz als abhängige Variable enthält, einfließen. Daneben werden die Kontrollvariablen Marktwert, Leverage und Beta miteinbezogen. Für die kleinen kotierten Schweizer Unternehmen resultiert den Vorhersagen entsprechend eine signifikant negative Auswirkung des Disclosures auf die Eigenkapitalkosten. Ähnlich zu der Studie von Hail (2002), welche sich auf die Periode eines Jahres beschränkt, wird in dieser Arbeit für die

kleineren Gesellschaften eine statistische Abhängigkeit nachgewiesen. Die Folgerung besagt, dass Aktionäre aus geringen freiwillig offengelegten Informationen ein Risiko assoziieren, welches durch eine höhere Entschädigung kompensiert wird. Dagegen weisen die grossen Firmen laut Untersuchung keine signifikanten p-Werte auf. Anscheinend sehen die Aktionäre von Unternehmen mit einer gewissen Marktwertgrösse die freiwillig veröffentlichten Informationen nicht mehr als Mittel für den Risikoabbau.

Die Prognose, dass für die Offenlegung inklusive den Internet-Kriterien eine stärkere Beziehung zum Kapitalkostensatz als ohne Berücksichtigung dieser Eigenschaft herrscht, wird nicht erfüllt. Durch die intensivere Abhängigkeit ohne dem Internet-Kriterium wird sogar das Gegenteil erkannt. Anscheinend beziehen die für den Eigenkapitalkostensatz repräsentativen Stakeholder die Informationen nicht von der Firmenhomepage. Nicht zuletzt kann die weniger starke Beziehung auf die noch nicht ganz ausgereifte Handhabung mit dieser Internet-Eigenschaft zurückgeführt werden. Logischerweise zeigt auch der Test mit dem Internet Investor Relations als einziger Repräsentant für das Disclosure einen abgeschwächten Effekt auf die EK-Kosten. Dieses Merkmal für die freiwillige Offenlegung berücksichtigt einfach viel zu wenig.

In einer letzten Phase analysiert die Studie die Veränderung der Auswirkung von Voluntary Disclosure auf den Eigenkapitalkostensatz über die Zeit. Dazu werden die Daten in zwei Zeitabschnitte geteilt, nämlich von 2000 bis 2004 und von 2005 bis 2009. Alle Ergebnisse weisen keine statistische Signifikanz auf. Jedoch können Tendenzen wahrgenommen werden. Bei den kleinen Unternehmen fällt die Auswirkung in der früheren Periode stärker aus. Die Finanzkrise verursacht somit keine stärkere Bindung zwischen der Informationsoffenlegung und der Aktionärsentschädigung. Vielmehr spielen das Verhalten der Aktionäre und neuere Bewertungsmethoden usw. eine Rolle. Dagegen scheint für grössere Firmen der Zusammenhang ab 2005 tendenziell grösser zu sein als in der ersten Periode. Somit bewirkt die im zweiten Zeitfenster stattgefundenene Finanzkrise eine intensivere Beachtung der Risikoentschädigung bei Aktionären. Die Krise nimmt also für die grossen kotierten Gesellschaften einen höheren Einfluss.

In der ganzen Methodik der wissenschaftlichen Arbeit verbergen sich Abweichungen und mögliche Fehler, welche im Hinterkopf behalten werden sollten. Für einige Unternehmen sind nicht in jedem Jahr alle Parameter zur Kapitalkostenberechnung oder zur Regressionsanalyse auffindbar, was eine Verzerrung der Ergebnisse zur Folge haben könnte. Dies ist auf später gegründete oder während der Beobachtungsphase liquidierte Firmen, sowie auf das Fehlen einzelner Analystenprognosen zurückzuführen. Wenige

Berechnungen ergeben astronomische resp. negative Werte für die Kosten des Eigenkapitals, welche als Ausreisser weggelassen werden. Ein Grund dafür könnte der frühe, als konstanter unendlicher Residualgewinn angenommene Term sein. Durch die Wahl dieses Terms ein oder zwei Jahre später, könnte dieses Phänomen reduziert werden, wobei aber für mehrere Jahre Analystenprognosen benötigt werden. Nicht zu verhindern für Paneldaten sind laut Gujarati (2003) die Probleme der Heteroskedastie sowie der Autokorrelation. Auch das relativ kleine adjustierte R^2 bei den Hypothesentests als Gütemass beeinflusst die Interpretation der Resultate. Diese Fehlerquellen sollten daher stets mit einbezogen werden.

Um die begrenzte Ansicht für kotierte Schweizer Unternehmen auszuweiten, könnten in zukünftigen Studien europäische Gesellschaften hinzugezogen werden. Die Ausbesserung des Internet Investor Relations-Kriterium als Disclosurebestandteil würde einschlägigere Resultate liefern. Weitere Aspekte bietet die Einteilung der Werte pro Jahr, und nicht nur für zwei Perioden, was die Veränderung der Auswirkung über die Zeit ersichtlicher machen würde. Auch könnten durch Hinzufügen zusätzlicher Einflussvariablen oder durch andere Berechnungen der Kostensätze weiterführende Untersuchungen optimiert werden.