The Effect of Corporate Sustainability Reporting on Cost of Equity Capital

Bachelorarbeit

Institut für Banking und Finance
der Universität Zürich

Prof. Dr. Alexander Wagner

Studienrichtung: Banking & Finance
Fach: Corporate Finance

Verfasser Philipp Bachmann

Abgabedatum: 31. Januar 2012

Executive Summary

In dieser Arbeit soll der Zusammenhang zwischen Eigenkapitalkosten und freiwilligen Nachhaltigkeitsberichterstattungen von Unternehmen in der Schweiz untersucht werden. Dieses Thema ist eng verwandt mit den Forschungen über den Einfluss der Berichterstattungsqualität auf die Kapitalkosten einer Unternehmung, es gibt aber Unterschiede bei gewissen Punkten.

Der Einfluss der Berichterstattungsqualität auf die Kapitalkosten ist umstritten. Diejenigen, welche an einen Zusammenhang glauben, gehen aber allgemein davon aus, dass eine qualitativ hohe Berichterstattung die Kapitalkosten einer Firma reduzieren kann, die Korrelation also negativ ist. Dies deswegen, weil eine bessere Berichterstattung die Informationsasymmetrie zwischen Management und Aktionären mindert. Risiken, welche aus möglicher oder gar kalkulierter Unkenntnis für Investoren entstehen, verschwinden und müssen nicht mehr in Form einer Risikoprämie entschädigt werden.

Immer mehr Firmen produzieren neben den Pflichtteilen eines Geschäftsberichtes freiwillig zusätzliche Berichte, unter anderem auch über ihre Nachhaltigkeitsbemühungen. Dies hat den positiven Effekt, dass die Aktionäre über die üblichen Finanzberichte hinaus ausführlicher informiert sind. Gerade für Aktionäre mit langfristig ausgerichteten Perspektiven können diese zusätzlichen Informationen sehr wichtig sein.

Viele verschiedene Modelle berechnen die Eigenkapitalkosten von Unternehmen theoretisch, wie zum Beispiel das CAPM[1], doch ist es schliesslich der Markt, welcher über die genaue Höhe entscheidet. Der Markt besteht aus Investoren, welche im Gegensatz zu den theoretischen Modellen von verschiedenen Einflüssen geprägt werden. Emotionen, Sympathien und persönliche Vorlieben können bei ihren Investitionsentscheidungen durchaus eine Rolle spielen. Aktienfonds, welche auf bestimmte Thematiken setzen sind der Beweis dafür[2]. Die Vermutung, dass Investitionsentscheidungen durch freiwillige Nachhaltigkeitsberichterstattungen beeinflusst werden können, ist somit legitim.

Die Autoren der relevanten Fachliteratur sind überwiegend der Meinung, dass qualitativ gute Berichterstattungen die Eigen- sowie Fremdkapitalkosten senken können. Dies gilt sowohl für die grundsätzliche Qualität der gesamten Berichte, als auch separat für die zusätzlichen freiwilligen, zu denen auch die Berichte über Nachhaltigkeit gehören. Als die

[1] Das Capital Asset Pricing Modell, kurz CAPM, von Sharpe (1964)
[2] Vgl. bspw. ZKB Vision Fonds: http://www.zkb.ch/de/startseite/privatkunden/anlagen_und_boerse/fonds/vision_fonds/zkb_bond_vision_fonds_eur/uebersicht.html, abgerufen am 17.11.2011

wohl wichtigsten Gründe für diese Vermutungen werden neben dem Abbau von Informationsasymmetrien häufig die Argumente genannt, dass Firmen durch gute Berichte Vertrauen aufbauen, Risiken erklären und ihren Mehrwert für die Gesellschaft deklarieren können. Die durchgeführten Forschungen geben Anlass zur Annahme, dass das allgemeine Qualitätslevel von Unternehmensberichten tatsächlich einen mindernden Einfluss auf die Kapitalkosten hat. Die Forschungsergebnisse der bisherigen Studien gehen tendenziell auch in die Richtung, dass freiwillige Berichte die Kapitalkosten reduzieren können. Direkte Effekte sind jedoch schwierig nachzumessen und zu beweisen, da Nachhaltigkeitsberichte oft geprägt sind durch die Strukturen und Gegebenheiten der Firmen. Dies drückt sich zum Beispiel darin aus, dass typischerweise gerade umweltbelastende Unternehmungen, wie beispielsweise die Ölindustrie, ein sogenanntes „Green-Washing“ betreibt (Bassan, Meyer und Schlange 2006). Das heisst, die Firmen versuchen - entgegengesetzt ihrer operativen Tätigkeit - sich ein umweltfreundliches Image zu erschaffen. Dienstleistungsorientierte Unternehmen dagegen legen eher Wert auf ihre gesellschaftliche Verantwortung. Diese Tendenzen machen eine genaue Messung schwierig und schränken auch die Vergleichbarkeit ein.

In der Schweiz berichten Unternehmungen durchschnittlich sehr gut über Nachhaltigkeit. Möglicherweise liegt das daran, dass Aktionäre von hierzulande den entsprechenden Anspruch darauf haben. Dies wiederum liesse aber auch die Vermutung zu, dass Nachhaltigkeitsbemühungen in der Schweiz besonders geschätzt würden und die Berichte darüber einen relativ hohen Einfluss auf die Eigenkapitalkosten haben könnten.

In einer eigenen empirischen Untersuchung bin ich dieser Vermutung nachgegangen. Ich habe die Nachhaltigkeitsberichte von 100 Schweizer Unternehmungen bewertet. Die so erhaltenen Werte habe ich mit den Eigenkapitalkosten der Firmen verglichen, welche ich für alle Firmen implizit berechnet habe. Ich wollte prüfen, ob hohe Qualität der Nachhaltigkeitsberichte die Eigenkapitalkosten von Firmen in der Schweiz senken können. Daneben interessierte mich, welche Faktoren Unternehmungen dazu bringen, ihre Nachhaltigkeitsbemühungen zu verbessern. In erster Linie wollte ich testen, ob das Unternehmensrisiko dafür eine Rolle spielt.

Als Ergebnis habe ich einen leicht mindernden Einfluss der Qualität der Nachhaltigkeitsberichterstattung auf die Eigenkapitalkosten erhalten, will heissen, eine Verbesserung der Nachhaltigkeitsberichte kann die Kosten des Eigenkapitals senken. Konkret: Wenn eine Firma, welche überhaupt keine Berichte über Nachhaltigkeit verfasst, plötzlich eine vollumfängliche Berichterstattung zur Verfügung stellt, sollte sie laut meinen Ergebnissen ihre Eigenkapitalkosten um 2.32 Prozent mindern können. Die Ergebnisse sind

allerdings mit Vorsicht zu geniessen. Meine Modelle haben die Eigenkapitalkosten nur zum Teil erklären können. Unter Berücksichtigung verschiedener zusätzlicher Faktoren könnte sich das Ergebnis noch abschwächen. Die erhaltenen Zahlen erlauben aber anzunehmen, dass der untersuchte Effekt tatsächlich vorhanden ist.

Ausgeschlossen werden kann dagegen die Vermutung, dass das Unternehmensrisiko Firmen dazu bringt, gute Nachhaltigkeitsberichte zu verfassen. Meine Untersuchungen haben einen solchen Zusammenhang statistisch verworfen. Die Resultate haben dafür aber gezeigt, dass vor allem die Firmengrösse einen Einfluss darauf hat, wie intensiv Firmen über Nachhaltigkeit berichten. Es hat sich gezeigt, dass je wertvoller eine Unternehmung ist, desto grösser ihre Nachhaltigkeitsbemühungen sind. Zusammengefasst kann man daraus schlussfolgern, dass Investitionen in die Nachhaltigkeit für Firmen neben den Kosten auch einen Nutzen bringen und dieser offenbar umso höher ist, je grösser das Unternehmen ist.

Um den untersuchten Zusammenhang zu verstehen, soll dem Leser zuerst eine übersichtliche Zusammenfassung bereits bestehender Literatur rund um das Thema gegeben werden. Anschliessend sollen die Ergebnisse meiner empirischen Studie mit Fokus auf die Schweiz präsentiert werden. Kapitel 1 definiert die konkreten Forschungsfragen und schafft dem Leser einen Überblick über das Thema, Kapitel 2 fasst die bestehende Literatur zum Thema zusammen, Kapitel 3 beschreibt meine eigene empirische Forschung und Kapitel 4 präsentiert deren Ergebnisse und schliesst mit dem Versuch, die anfänglich gestellten Fragen zu beantworten, ab.