

Der Einfluss von Value Reporting auf den Unternehmenswert

Bachelorarbeit

unter der Aufsicht des

**Instituts für schweizerisches Bankwesen (ISB)
der Universität Zürich**

Lehrstuhl Corporate Finance

Prof. Dr. Alexander Wagner

Autor: Matthias Furrer

Studienrichtung: Banking & Finance

Abgabedatum: 25. Juni 2009

EXECUTIVE SUMMARY

Problemstellung

Das Ziel dieser Bachelorarbeit ist die Erforschung eines möglichen Zusammenhanges von Value Reporting¹ und Unternehmenswert. Diesbezüglich werden Schweizer Unternehmen über eine Periode von 10 Jahren detailliert untersucht. Als Ausgangspunkt dient das Seminar „Unternehmensberichterstattung und Corporate Governance“ des Instituts für schweizerisches Bankwesen (ISB) der Universität Zürich. Dessen Analyse von Geschäftsberichten grosser Schweizer Unternehmen bezüglich Qualität und Informationsgehalt ermöglicht ein Rating, welches alljährlich im Wirtschaftsmagazin „Bilanz“ veröffentlicht wird.

Zweck der empirischen Untersuchung ist eine Bestandsaufnahme der praktizierenden Value Reporting Unternehmen zu erstellen und ihre Eigenschaften (z.B. Grösse, Branche, Kotierung etc.) genauer zu beleuchten. Zudem wird mittels Portfoliobildung erforscht, ob Value Reporting die Aktienrendite und -volatilität beeinflusst.

Vorgehen

Die zur Verfügung stehenden Rohdaten des Seminars wurden auf Fehler überprüft und in ein einheitliches Format konvertiert. Gewisse Unternehmen mussten auf Grund von Fusionen, Akquisitionen oder begrenzten Bewertungen ausgeschlossen werden. Daraus wurden zwei Gruppen mit unterschiedlichen Untersuchungszeiträumen gebildet. Eine erste Gruppe von Unternehmen wurde konstant über alle 10 Jahre bewertet. Die Zeitperiode für die zweite Gruppe wurde bedingt durch einen geänderten Bewertungsmaassstab von 2003 bis 2008 festgelegt. Die unterschiedlichen Bewertungen bedingten eine Adjustierung des Maassstabs für die Jahre 1999 bis 2002, um Vergleiche zu ermöglichen.

In einem nächsten Schritt wurden Ranglisten für beide Untersuchungszeiträume erstellt. Der Rang eines Unternehmens konnte nun mit seinen Eigenschaften verglichen werden. Dabei handelte es sich spezifisch um Merkmale wie Kotierung, Aktienkurse, Grösse, Anzahl Mitarbeiter, Umsatz oder Branche. Diesbezüglich mussten weiterführende Informationen beschafft

¹ Unter Value Reporting wird die freiwillige, wertorientierte Berichterstattung von Unternehmen verstanden, welche dazu dient, bestehende Informationsasymmetrien abzubauen. Sie ermöglicht die Berechnung eines korrekten Unternehmenswertes und ist selber Teil einer wertorientierten Führung, womit gezielt die Steigerung des Unternehmenswerts angestrebt wird.

werden, welche die Konsultation von Quellen wie Thomson Datastream, SIX Swiss Exchange oder einzelnen Geschäftsberichten erforderte. Die genannten Untersuchungen wurden in der deskriptiven Analyse durchgeführt.

Der zweite Pfeiler der Empirie bildete eine multivariate Untersuchung im Programm „R“. Die Auswirkungen verschiedener unternehmensspezifischen Faktoren auf die Intensität von Value Reporting, gemessen durch die erreichte Punktzahl im Geschäftsberichterating, werden diesbezüglich genauer erforscht. Die nachfolgend beschriebene Regression wurde für die Jahre 2007 und 2008 ausgeführt.

$$Punkte_t = \alpha + \beta_1 \cdot Kotierung_t + \beta_2 \cdot Rechnungslegungsstandard_t + \beta_3 \cdot Staatsbesitz_t + \beta_4 \cdot Branche_t + \beta_5 \cdot Grösse_t + \beta_6 \cdot Punkte_{t-1} + \beta_7 \cdot Umsatz_t + \beta_8 \cdot Mitarbeiter_t$$

Der Regression wurde ein linearer Zusammenhang aller Parameter unterstellt, da die Gefahrendiagramme keine besonderen Anomalien aufgezeigt haben. Die Variable α berechnet die Mindestpunktzahl nach Rechnungslegungsvorschriften. Die weiteren Parameter β_i bilden die unternehmensspezifischen Eigenschaften ab. Zusätzlich wurde in einer alternativen Regression die Branche „Finanzdienstleistungen“ entfernt, um mögliche Branchenauswirkungen aufzuzeigen.

Resultate

Die beiden Untersuchungsgruppen beinhalten eine genügend grosse Anzahl von Unternehmen (n=60 resp. n=95 für 10 resp. 6 Jahre) für die Durchführung von empirischen Analysen. Sämtliche Branchen sind in den Stichproben enthalten, wobei Finanzdienstleister und Industrieunternehmen mit je einem Drittel an der Gesamtheit eine dominante Stellung aufweisen. Eine grosse Mehrheit der Unternehmen (ca. 85%) ist ausschliesslich an der Schweizer Börse kotiert und erfüllt entweder IFRS (69%), US-GAAP (7%), Swiss GAAP FER (8%) oder als Finanzinstitut die Richtlinien zu den Rechnungslegungsvorschriften (RRV-EBK; 16%). Die kotierten Unternehmen bilden den Schweizer Markt repräsentativ ab, zumal sie 86% (10 Jahre) resp. 95% (6 Jahre) der gesamten Marktkapitalisierung des SPI ergeben.² Die traditionell starke Ausprägung von mittelgrossen Unternehmen spiegelt sich auch in den Stichproben mit rund 60% wieder. Grossunternehmen stellen einen Anteil von 35% (10 Jahre) resp. 25% (6

² Vgl. http://www.six-swiss-exchange.com/index_data/nssxge.csv

Jahre) an der Gesamtmenge dar. Im Folgenden werden nun die Resultate der deskriptiven und multivariaten Untersuchungen aufgezeigt.

Deskriptive Analyse

Die deskriptive Analyse durchleuchtete die zehn Podest- und Verliererplätze jeder Gruppe auf ihre Besonderheiten. Die tiefsten und höchsten Ränge weisen keine spezifischen Branchmuster auf. Es kann somit angenommen werden, dass keine starke Beziehung zwischen Reportingqualität und Branche besteht.

Die Betrachtung der Unternehmensgrösse zeigt auf, dass Siegerplätze nur von mittleren und grossen Unternehmen eingenommen werden. Die Schlussplätze sind mit wenigen Ausnahmen nur von kleinen oder mittleren Unternehmen belegt. Die Qualität von Value Reporting hängt somit positiv mit der Unternehmensgrösse zusammen. Zum Einfluss der Kotierung auf die Reportingqualität lässt sich keine klare Aussage machen, da der Prozentsatz der kotierten Unternehmen in den Podest- und Verliererplätzen von Jahr zu Jahr stark schwankt. Hingegen konnte eine negative Auswirkung von Value Reporting auf die Volatilität ermittelt werden. Die Standardabweichung der Aktienrenditen sinkt mit besserer Rangstufe, womit die Theorie zur verringerten Volatilität bestätigt werden kann.

Die wichtigste These dieser Bachelorarbeit besagt einen positiven Zusammenhang zwischen Value Reporting und Unternehmenswert. Es wurde ein gering negativer Effekt zwischen Aktienperformance und Reportingqualität gemessen. In drei von vier Untersuchungsgruppen weisen die besten zehn Value Reporting Unternehmen die tiefste Aktienrendite der gesamten Kategorie auf. Die Auswirkungen dieses Umstands auf den Unternehmenswert müssen kurz erklärt werden. Durch geringere Informationsasymmetrien wird das Risiko vermindert, was für den Aktionär mit einer tieferen Risikokompensation einhergeht. Daraus resultieren für den Shareholder geringere Aktienrenditen. Beim Unternehmen führt dies zu tieferen Eigenkapitalkosten mit Potential für Unternehmenswertsteigerungen.

Multivariate Analyse

Diverse Regressionen bewiesen, dass die Punkte des Vorjahres mit einem Niveau von 0.001 signifikant sind und einen Einfluss von 0.7785 auf die aktuelle Punktezahl haben. Value Reporting stellt somit eine langfristige Qualitätsverpflichtung dar. Zudem wurde die Unternehmensgrösse M im Jahr 2007 mit einem Niveau von 0.1 als mögliches Parameter erkannt.³ Weitere signifikante Parameter konnten nicht ermittelt werden. Grössere Unterschiede zwischen den beiden Jahren 2007 und 2008, wie auch zwischen den Untersuchungsgruppen mit oder ohne Finanzdienstleister liessen sich nicht feststellen.

Allgemeine Beurteilung

Es wurde gezeigt, dass gewisse Eigenschaften von Unternehmen mit Value Reporting bestehen. Spezifisch konnte ein negativer Zusammenhang zur Volatilität der Aktienkurse aufgedeckt werden. Zusätzlich wurden tiefere Aktienrenditen bei Unternehmen mit hochstehender Value Reporting Qualität ermittelt, welche durch verminderte Informationsasymmetrien mit reduzierter Risikokompensation erklärt werden. Als Folge sinken die Kapitalkosten, was mit steigendem Unternehmenswert einhergeht. Dessen ungeachtet sollten mit höheren Unternehmenswerten auch die Aktienrenditen im Gleichschritt steigen. Eine höhere Aktienperformance konnte jedoch nicht nachgewiesen werden. Es ist durchaus möglich, dass der gewählte Zeithorizont ungünstig war und konjunkturelle Prozesse das Ergebnis verfälschten. Der Aktienkurs widerspiegelt eine Vielzahl von Parametern, wobei das Value Reporting Element nur einen Bruchteil dessen darstellt. Somit muss angenommen werden, dass andere (externe) Einflüsse dominanter auf den Aktienkurs einwirken. Es stellt sich natürlich die Frage, ob alternative Parameter zur Messung der Unternehmenswertsteigerung existieren und diese sich dazu besser eignen würden. Letztendlich ist es auch möglich, dass der Kriterienkatalog des Seminars nicht adäquat den Anforderungen des Value Reporting entspricht oder allfällige Bewertungsfehler bestehen.

³ Der durchschnittliche Einfluss auf die Gesamtpunkte betrug dabei 5.135 Punkte.