

neue betriebswirtschaftliche forschung

376

Michael Grüning

Publizität börsennotierter Unternehmen



RESEARCH

Michael Grüning

Publizität börsennotierter Unternehmen

GABLER RESEARCH

nbf neue betriebswirtschaftliche forschung
Band 376

Michael Grüning

Publizität börsennotierter Unternehmen



GABLER

RESEARCH

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Habilitationsschrift Europa-Universität Viadrina, 2010

1. Auflage 2011

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2011

Lektorat: Stefanie Brich | Jutta Hinrichsen

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.

Springer Fachmedien ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-2680-7

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	V
Abbildungsverzeichnis	XI
Tabellenverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1 Einführung.....	I
2 Konzeptionelle Grundlagen der Unternehmenspublizität	4
2.1 Begriffsbestimmung	4
2.2 Adressaten der Unternehmenspublizität	9
2.2.1 Informationsmittler	11
2.2.1.1 Investmentanalysten.....	11
2.2.1.2 Ratingagenturen	12
2.2.1.3 Wirtschaftspresse.....	13
2.2.2 Investoren	13
2.2.2.1 Institutionelle Investoren.....	13
2.2.2.2 Venture-Capital-Gesellschaften	15
2.2.2.3 Privatanleger	16
2.2.2.4 Unternehmen und Banken.....	17
2.2.3 Fremdkapitalgeber.....	20
2.2.4 Andere Stakeholder.....	20
2.2.5 Empirischer Befund	21
2.3 Anforderungen an Unternehmenspublizität	21
2.4 Instrumente der Unternehmenspublizität	24
2.4.1 Geschäftsbericht.....	25
2.4.1.1 Jahres- und Konzernabschluss.....	30
2.4.1.1.1 Jahres- und Konzernabschluss nach deutschem Recht	31
2.4.1.1.2 Jahres- und Konzernabschluss nach IAS/IFRS	36
2.4.1.1.3 Jahres- und Konzernabschluss nach US-GAAP	40
2.4.1.1.4 Zwischenfazit	43
2.4.1.2 Lagebericht	44
2.4.1.3 Bericht des Aufsichtsrats	46
2.4.1.4 Gewinnverwendungsvorschlag.....	47
2.4.1.5 Bestätigungsvermerk.....	47
2.4.1.6 Fazit	47

2.4.2	Zwischenbericht.....	48
2.4.2.1	Zwischenberichterstattung nach Börsenrecht	49
2.4.2.2	Zwischenberichterstattung nach Deutschem Rechnungslegungs Standard.....	52
2.4.2.3	Zwischenberichterstattung nach IAS/IFRS	54
2.4.2.4	Zwischenberichterstattung nach US-GAAP	56
2.4.2.5	Fazit	58
2.4.3	Hauptversammlung.....	59
2.4.4	Ad Hoc-Publizität	62
2.4.5	Analystenkonferenzen	64
2.4.6	Internetpublizität	65
2.4.7	Sonstige Instrumente der Unternehmenspublizität	67
2.4.8	Zusammenfassung der instrumentenspezifischen Erfüllung der Publizitätsanforderungen	68
2.5	Informationskategorien	68
3	Stand der Unternehmenspublizität.....	76
3.1	Methoden der Messung des Publizitätsniveaus	76
3.1.1	Senderansätze	76
3.1.2	Empfängeransätze.....	77
3.1.3	Beobachteransätze	78
3.1.3.1	Manuelle Punktbewertungsverfahren.....	81
3.1.3.2	Worthäufigkeitsansätze	84
3.1.3.3	Ansätze mit künstlicher Intelligenz	87
3.2	Empirische Anwendungen von Publizitätsniveaumessungen.....	89
3.2.1	Analystenrating der Association for Investment Management and Research (AIMR).....	89
3.2.2	Manuelle Punktbewertung der Zeitschrift <i>Manager-Magazin</i>	93
3.2.3	Manuelle Punktbewertung der Zeitschriften <i>Capital/Focus Money</i>	96
3.2.4	Manuelle Punktbewertung von Standard & Poor's	98
3.2.5	Manuelle Punktbewertung des Center for International Financial Analysis & Research (CIFAR).....	100
3.2.6	Proprietäre manuelle Punktbewertungsverfahren	103
3.2.7	Publizitätsniveaumessung mit Hilfsvariablen	104
3.3	Artificial Intelligence Measurement of Disclosure (AIMD).....	104
3.3.1	Überblick.....	104
3.3.2	Konzeptionelle Grundlagen.....	106
3.3.3	Trainingsphase: Erstellen des Kodierschemas	109
3.3.3.1	Auswahl der Texte für die Erstellung des Kodierschemas	110
3.3.3.2	Manuelle Extraktion der N-Gramm-Listen	117
3.3.3.3	Standardisierung der N-Gramm-Listen	119
3.3.3.4	Vollständigkeit des Kodierschemas	122

3.3.4	Anwendungsphase: computergestützte Themenanalyse	125
3.3.5	Bewertung der Reliabilität und Validität	127
3.3.5.1	Konzeptionelle Grundlagen.....	127
3.3.5.2	Ergebnisse.....	129
3.3.6	Deskriptive Ergebnisse zum Publizitätsniveau	136
3.3.6.1	An der Deutschen Börse gelistete Unternehmen	136
3.3.6.1.1	Größensegmentierung.....	137
3.3.6.1.2	Branchensegmentierung.....	138
3.3.6.1.3	Temporale Segmentierung.....	138
3.3.6.1.4	Weiterführende Detailanalysen.....	140
3.3.6.2	Unternehmen, die der SEC-Regulierung unterliegen.....	144
3.3.7	Fazit	146
4	Einflussfaktoren auf die Unternehmenspublizität	148
4.1	Strukturmerkmale	150
4.1.1	Kosten der Unternehmenspublizität.....	150
4.1.1.1	Grundlagen	151
4.1.1.1.1	Direkte Kosten der Unternehmenspublizität	151
4.1.1.1.2	Indirekte Kosten der Unternehmenspublizität	152
4.1.1.2	Einfluss auf die Unternehmenspublizität.....	156
4.1.1.3	Operationalisierung und empirische Validierung.....	159
4.1.2	Eigentümerstruktur.....	162
4.1.2.1	Grundlagen	162
4.1.2.2	Einfluss auf die Unternehmenspublizität.....	163
4.1.2.3	Operationalisierung und empirische Validierung.....	168
4.1.3	Kapitalstruktur.....	170
4.1.3.1	Grundlagen	170
4.1.3.2	Einfluss auf die Unternehmenspublizität.....	170
4.1.3.3	Operationalisierung und empirische Validierung.....	177
4.1.4	Unternehmensgröße	178
4.1.4.1	Grundlagen und Einfluss auf die Unternehmenspublizität	178
4.1.4.2	Operationalisierung und empirische Validierung.....	184
4.2	Merkmale mit Marktbezug.....	186
4.2.1	Mehrfachlisting.....	186
4.2.1.1	Grundlagen	186
4.2.1.2	Einfluss auf die Unternehmenspublizität.....	187
4.2.1.3	Operationalisierung und empirische Validierung.....	194
4.2.2	Branche	195
4.2.2.1	Grundlagen	195
4.2.2.2	Einfluss auf die Unternehmenspublizität.....	195
4.2.2.3	Operationalisierung und empirische Validierung.....	201

4.3	Unternehmensperformance	203
4.3.1	Grundlagen	203
4.3.2	Einfluss auf die Unternehmenspublizität	203
4.3.3	Operationalisierung und empirische Validierung.....	211
4.4	Multivariate Analyse	212
4.5	Zusammenfassung.....	217
5	Auswirkungen der Unternehmenspublizität.....	218
5.1	Liquidität	219
5.1.1	Börsenumsatz.....	219
5.1.1.1	Grundlagen	219
5.1.1.2	Einfluss der Unternehmenspublizität	220
5.1.1.3	Operationalisierung und empirische Validierung.....	223
5.1.2	Bid-Ask-Spread	228
5.1.2.1	Grundlagen	228
5.1.2.2	Einfluss der Unternehmenspublizität	229
5.1.2.3	Operationalisierung des Bid-Ask-Spread	232
5.1.2.4	Empirische Validierung	233
5.1.3	Fazit	237
5.2	Kapitalkosten	237
5.2.1	Unmittelbar kapitalkostenbezogene Ansätze.....	238
5.2.1.1	Einfluss der Unternehmenspublizität	238
5.2.1.2	Operationalisierungen und empirische Validierung.....	239
5.2.1.2.1	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	239
5.2.1.2.2	Arbitragepreistheorie (APT)	243
5.2.1.2.3	Dividendendiskontierungsansatz	245
5.2.1.2.4	Underpricingansatz.....	246
5.2.1.2.5	Mindestrenditenkonzept.....	248
5.2.1.3	Fazit	251
5.2.2	Marktkapitalisierung.....	252
5.2.2.1	Grundlagen	252
5.2.2.2	Einfluss der Unternehmenspublizität	253
5.2.2.3	Operationalisierung und empirische Validierung.....	258
5.2.3	Fazit	261
5.3	Subjektive Zufriedenheit mit Unternehmenspublizität.....	262
5.4	Zusammenfassung.....	263

6	Dokumentation der empirischen Untersuchung.....	264
6.1	Forschungsdesign	264
6.2	Untersuchungsobjekte.....	266
6.2.1	Methodische Grundlagen.....	266
6.2.2	Grundgesamtheit.....	267
6.3	Datenerhebung	269
6.3.1	Primärstatistische Erhebung.....	270
6.3.1.1	Methodische Grundlagen.....	270
6.3.1.2	Fragebogenentwicklung und Durchführung der Befragung	272
6.3.1.3	Antwortverhalten.....	273
6.3.1.3.1	Brancheneinfluss auf das Antwortverhalten.....	274
6.3.1.3.2	Unternehmensgrößeneinfluss auf das Antwortverhalten... ..	276
6.3.1.3.3	Einfluss des Publizitätsniveaus auf das Antwortverhalten ..	278
6.3.1.4	Datenerhebungsfehler	279
6.3.2	Sekundärstatistische Datengewinnung.....	287
6.4	Eigenschaften der gewonnenen Merkmale	289
6.4.1	Skalierung der Merkmale	289
6.4.2	Deskriptive Parameter der Merkmale	291
6.4.3	Verteilungseigenschaften der Merkmale.....	297
6.4.4	Dimensionsreduktionen	297
7	Zusammenfassung.....	299
7.1	Konzeptionelle Ergebnisse	299
7.2	Methodische Ergebnisse.....	301
7.3	Empirische Ergebnisse.....	302
7.4	Implikationen für die Ausgestaltung der Unternehmenspublizität	305
	Anhang	309
	Literaturverzeichnis.....	317
	Gesetzes- und Normenverzeichnis	377
	Stichwortverzeichnis.....	381

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Einordnung der Unternehmenspublizität	7
Abbildung 2: Gesamtbestand deutscher Aktien: Anteil von Privatanlegern und institutionellen Investoren	14
Abbildung 3: Fondsvermögen der BVI-Publikumsfonds	14
Abbildung 4: Anteil institutioneller Investoren am gesamten Aktienumlauf 1995	15
Abbildung 5: Kapitalverflechtungen der »Deutschland AG« 1996	18
Abbildung 6: Kapitalverflechtungen der »Deutschland AG« 2004	18
Abbildung 7: Gesamtbestand deutscher Aktien: Anteil von Privatanlegern und institutionellen Investoren	19
Abbildung 8: Mittlere Bedeutung von Adressatengruppen des Geschäftsberichts.....	21
Abbildung 9: Instrumente der Unternehmenspublizität	24
Abbildung 10: Elemente eines Geschäftsberichts	29
Abbildung 11: Von inländischen Emittenten publizierte Ad Hoc-Meldungen	63
Abbildung 12: Erfüllung von Publizitätsanforderungen durch Publizitätsinstrumente	69
Abbildung 13: Themengebiete in DAX-30 Geschäftsberichten des Jahres 2003 (I)	72
Abbildung 14: Themengebiete in DAX-30 Geschäftsberichten des Jahres 2003 (II)	73
Abbildung 15: Themengebiete in DAX-30 Geschäftsberichten des Jahres 2003 (III)	74
Abbildung 16: Informationskategorien der Unternehmenspublizität	75
Abbildung 17: Differenzierung semiotischer Analyseebenen	80
Abbildung 18: Systematik inhaltsanalytischer Verfahren.....	80
Abbildung 19: Kodierschema manueller Punktbewertung ohne Index	81
Abbildung 20: Kodierschema manueller Punktbewertung mit Index	82
Abbildung 21: Kodierschema von Worthäufigkeitsansätzen	85
Abbildung 22: Sprachverarbeitung und referentielle Einbettung.....	88
Abbildung 23: Messgrößen der <i>Capital/Focus Money</i> -Bewertung.....	96
Abbildung 24: Grundidee der AIMD-Publizitätsniveaumessung.....	105
Abbildung 25: Vektorraummodell	106
Abbildung 26: Beispiel zur Semantikidentitätsannahme in der Themenanalyse	108
Abbildung 27: Trainingsphase: Erstellen des Kodierschemas	109
Abbildung 28: Ausländische Handelsplätze, an denen DAX-30-Unternehmen gelistet sind (Stand: 19. Juli 2007)	116
Abbildung 29: Unternehmensbasis zur Erstellung des Kodierschemas.....	117
Abbildung 30: Standardisierung von N-Gramm-Listen.....	121
Abbildung 31: Grenzbeitrag zusätzlicher Geschäftsberichte zu standardisierten N-Gramm-Listen	125
Abbildung 32: Anwendungsphase: Themenanalyse mit Hilfe des Kodierschemas.....	126
Abbildung 33: Mittleres Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen im Zeitvergleich	140

Abbildung 34: Intensität der Ansprache der Informationkategorie <i>Finanzielle Informationen</i> im DaimlerChrysler-Geschäftsbericht 2006	141
Abbildung 35: Intensität der Ansprache der Informationkategorie <i>Absatzmarkt, Produkte und Kunden</i> im DaimlerChrysler-Geschäftsbericht 2006	142
Abbildung 36: Intensität der Ansprache der Informationkategorie <i>Forschung & Entwicklung</i> im DaimlerChrysler-Geschäftsbericht 2006	142
Abbildung 37: Intensität der Ansprache der Informationkategorie <i>Unternehmensumfeld</i> im DaimlerChrysler-Geschäftsbericht 2006	143
Abbildung 38: Intensität der Ansprache der Informationkategorie <i>Corporate Governance</i> im DaimlerChrysler-Geschäftsbericht 2006	143
Abbildung 39: Intensität der Ansprache der Informationkategorie <i>Umweltschutz und Social Responsibility</i> im DaimlerChrysler-Geschäftsbericht 2006	144
Abbildung 40: Mittleres Publizitätsniveau der Unternehmen, die der SEC-Aufsicht unterliegen, im Zeitvergleich	146
Abbildung 41: Unternehmenspublizität als Interaktion in sozialen Systemen	188
Abbildung 42: Zusammenhang von Kulturdimensionen und Rechnungswesenwerten	189
Abbildung 43: Überblick über Einflussfaktoren der Unternehmenspublizität	217
Abbildung 44: Überblick über Auswirkungen der Unternehmenspublizität	263
Abbildung 45: Aktivität und Kontrolliertheit von Experimenten	264
Abbildung 46: Datenerhebungstechniken	271
Abbildung 47: Datenerhebungsfehler	280
Abbildung 48: Zeitliches Antwortverhalten	281
Abbildung 49: Eigenschaften, die mit Skalentypen abgebildet werden können	289
Abbildung 50: Intervallskalentypen	290
Abbildung 51: Für Merkmalsgruppen verwendete Intervallskalentypen	290
Abbildung 52: Einflussfaktoren auf die Unternehmenspublizität	304
Abbildung 53: Auswirkungen der Unternehmenspublizität	305
Abbildung 54: Diskrepanz zwischen Informationsnachfrage und Informationsangebot	306
Abbildung 55: Einfluss auf die künftige Entwicklung der Unternehmenspublizität	307
Abbildung 56: Beeinflussung der Unternehmenspublizität durch Publizitätswettbewerb am Kapitalmarkt	308
Abbildung 57: Fragebogen, Deckblatt (schwarz-weiß-Reproduktion)	309
Abbildung 58: Fragebogen, Seite 1	310
Abbildung 59: Fragebogen, Seite 2	311
Abbildung 60: Fragebogen, Seite 3	312
Abbildung 61: Fragebogen, Seite 4	313
Abbildung 62: Fragebogen, Seite 5	314
Abbildung 63: Fragebogen, Seite 6	315

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Anzahl der verfügbaren AIMR-Ratings.....	91
Tabelle 2: Kriterien der <i>Manager-Magazin</i> -Bewertung für Industrie- und Handelsunternehmen 2006.....	94
Tabelle 3: Anzahl der veröffentlichten Ergebnisse der <i>Manager-Magazin</i> -Publizitätsbewertung.....	95
Tabelle 4: Anzahl der verfügbaren <i>Capital/Focus Money</i> -Bewertung.....	97
Tabelle 5: Standard & Poor's T&D-Kriterien.....	98
Tabelle 6: CIFAR-Kriterien.....	101
Tabelle 7: Landesspezifischer CIFAR-International Financial Reporting Index 1991 und 1993.....	102
Tabelle 8: Länderspezifik von in Geschäftsberichten 1992 berichteten Informationen.....	111
Tabelle 9: Länderspezifik von in Geschäftsberichten 1987 berichteten Informationen.....	112
Tabelle 10: Länderspezifik von in Geschäftsberichten 1988/89 berichteten Informationen.....	113
Tabelle 11: Länderspezifik von in Geschäftsberichten 1989 berichteten Informationen.....	114
Tabelle 12: Länderspezifik von in Geschäftsberichten 2005 berichteten Informationen.....	114
Tabelle 13: Umfang der N-Gramm-Listen.....	119
Tabelle 14: Umfang der standardisierten N-Gramm-Listen.....	122
Tabelle 15: Grenzbeitrag zusätzlicher Geschäftsberichte zu standardisierten N-Gramm-Listen (I).....	123
Tabelle 16: Grenzbeitrag zusätzlicher Geschäftsberichte zu standardisierten N-Gramm-Listen (II).....	124
Tabelle 17: Rangkorrelation von AIMD-Publizitätsniveaumessung und AIMR-Analystenrating.....	131
Tabelle 18: Rangkorrelation von AIMD-Publizitätsniveaumessung und Inhaltsbewertung im <i>Manager-Magazin</i> -Geschäftsberichtswettbewerb.....	132
Tabelle 19: Rangkorrelation von AIMD-Publizitätsniveaumessung und Inhaltsbewertung im <i>Capital-/Focus Money</i> -Geschäftsberichtswettbewerb.....	133
Tabelle 20: Rangkorrelationen von AIMD-Publizitätsniveaumessung und Standard & Poor's Transparency and Disclosure-Bewertung.....	134
Tabelle 21: Zusammenhang von AIMD-Publizitätsniveaumessung und Selbsteinschätzung der Unternehmen.....	135
Tabelle 22: Mittleres Publizitätsniveau 2005/06 der CDAX-Unternehmen im Größenvergleich.....	137
Tabelle 23: Mittleres Publizitätsniveau 2005/06 der CDAX-Unternehmen im Branchenvergleich.....	138
Tabelle 24: Mittleres Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen im Zeitvergleich.....	139
Tabelle 25: Kapitel des DaimlerChrysler-Geschäftsberichts 2006.....	140

Tabelle 26: Mittleres Publizitätsniveau der Unternehmen, die der SEC-Aufsicht unterliegen, im Zeitvergleich.....	145
Tabelle 27: Einfluss der direkten Kosten der Unternehmenspublizität auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	160
Tabelle 28: Einfluss der publizitätsinduzierten Veränderung der Wettbewerbssituation auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	161
Tabelle 29: Einfluss der Breite der Shareholderbasis (Freefloat) auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	169
Tabelle 30: Einfluss des Verschuldungsgrades auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	177
Tabelle 31: Unternehmensgrößeneinfluss (Konzernbeschäftigte) auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	185
Tabelle 32: Unternehmensgrößeneinfluss (Gesamtkapital) auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	186
Tabelle 33: Ausprägungen der Kulturdimensionen und Publizitätsniveaus in ausgewählten Ländern.....	191
Tabelle 34: Einfluss der Anzahl ausländischer Länder, in denen Unternehmen gelistet ist, auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	194
Tabelle 35: Branchenbedingte Unterschiede im Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	201
Tabelle 36: Einfluss der Branchenzugehörigkeit auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	202
Tabelle 37: Einfluss der Gesamtkapitalrentabilität auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	211
Tabelle 38: Einfluss der Eigenkapitalrentabilität auf das Publizitätsniveau der CDAX-Unternehmen.....	212
Tabelle 39: Rangkorrelationsmatrix für Multikollinearitätsanalyse der Publizitätsniveauregression.....	214
Tabelle 40: Parameterschätzung für die Publizitätsniveauregression I (Größe = Konzernmitarbeiter).....	215
Tabelle 41: Parameterschätzung für die Publizitätsniveauregression II (Größe = Gesamtkapital).....	215
Tabelle 42: Parameterschätzung für die Publizitätsniveauregression III (ohne Größenvariable).....	216
Tabelle 43: Heteroskedastizität für Publizitätsniveauregression.....	216
Tabelle 44: Einfluss des Publizitätsniveaus auf das Absolutniveau des Börsenumsatzes der CDAX-Unternehmen.....	223
Tabelle 45: Rangkorrelationsmatrix für Multikollinearitätsanalyse der Börsenumsatzregression.....	225
Tabelle 46: Parameterschätzung für die Börsenumsatzregression I (ohne Größenvariable).....	226

Tabelle 47: Parameterschätzung für die Börsenumsatzregression II (Größe = Konzernmitarbeiter)	226
Tabelle 48: Parameterschätzung für die Börsenumsatzregression III (Größe = Gesamtkapital)	227
Tabelle 49: Heteroskedastizität für Börsenumsatzregression.....	227
Tabelle 50: Einfluss des Publizitätsniveaus auf den Proportional Quoted Half-Spread der CDAX-Unternehmen.....	234
Tabelle 51: Rangkorrelationsmatrix für Multikollinearitätsanalyse der Bid-Ask-Spread- Regression.....	235
Tabelle 52: Parameterschätzung für die Bid-Ask-Spread-Regression I (ohne Größenvariable).....	236
Tabelle 53: Parameterschätzung für die Bid-Ask-Spread-Regression II (Größe = Konzernmitarbeiter)	236
Tabelle 54: Parameterschätzung für die Bid-Ask-Spread-Regression III (Größe = Gesamtkapital)	236
Tabelle 55: Heteroskedastizität für Bid-Ask-Spread-Regression.....	237
Tabelle 56: Einfluss des Publizitätsniveaus auf das systematische Risiko (Beta) der CDAX-Unternehmen.....	241
Tabelle 57: Rangkorrelationsmatrix für Multikollinearitätsanalyse der Betaregression	242
Tabelle 58: Parameterschätzungen für die Betaregression	242
Tabelle 59: Heteroskedastizität für Betaregression.....	243
Tabelle 60: Einfluss des Publizitätsniveaus auf die Überrendite der CDAX- Unternehmen.....	249
Tabelle 61: Rangkorrelationsmatrix für Multikollinearitätsanalyse der Überrenditenregression	250
Tabelle 62: Parameterschätzungen für die Überrenditenregression I (Größe = Konzernmitarbeiter)	251
Tabelle 63: Parameterschätzungen für die Überrenditenregression II (Größe = Gesamtkapital)	251
Tabelle 64: Heteroskedastizität für Überrenditenregression	251
Tabelle 65: Einfluss des Publizitätsniveaus auf die Marktkapitalisierung der CDAX- Unternehmen	259
Tabelle 66: Rangkorrelationsmatrix für Multikollinearitätsanalyse der Marktkapitalisierungsregression	260
Tabelle 67: Parameterschätzungen für die Marktkapitalisierungsregression (ohne Größenvariable).....	261
Tabelle 68: Einfluss des Publizitätsniveaus auf subjektive Zufriedenheit mit Unternehmenspublizität der CDAX-Unternehmen.....	262
Tabelle 69: NACE-Branchenzusammensetzung der Grundgesamtheit	268
Tabelle 70: Größenzusammensetzung der Grundgesamtheit nach Gesamtkapital	269

Tabelle 71: Größenzusammensetzung der Grundgesamtheit nach Konzernbeschäftigten ...	269
Tabelle 72: NACE-Branchenzugehörigkeit und Antwortverhalten.....	274
Tabelle 73: NACE-Branchenaggregation	275
Tabelle 74: T-Tests zur Größenabhängigkeit des Antwortverhaltens	276
Tabelle 75: Antwortverhalten und Unternehmensgrößenklasse (Gesamtkapital).....	277
Tabelle 76: Antwortverhalten und Unternehmensgrößenklasse (Konzernbeschäftigte)	277
Tabelle 77: Kontingenzanalyse zur Größenklassenabhängigkeit des Antwortverhaltens.....	278
Tabelle 78: Antwortverhalten und Publizitätsniveau.....	279
Tabelle 79: Ausfallfehler: Partielle Antwortquote, Varianz und Mittelwertabweichungen (I)	282
Tabelle 80: Ausfallfehler: Partielle Antwortquote, Varianz und Mittelwertabweichungen (II).....	283
Tabelle 81: Ausfallfehler: Partielle Antwortquote, Varianz und Mittelwertabweichungen (III)	284
Tabelle 82: Ausfallfehler: Partielle Antwortquote, Varianz und Mittelwertabweichungen (IV).....	285
Tabelle 83: Ausfallfehler und Unternehmensgröße.....	286
Tabelle 84: Ausfallfehler und Publizitätsniveau	286
Tabelle 85: Deskriptive Parameter der primärstatistisch erhobenen Merkmale (I)	292
Tabelle 86: Deskriptive Parameter der primärstatistisch erhobenen Merkmale (II).....	293
Tabelle 87: Deskriptive Parameter der primärstatistisch erhobenen Merkmale (III)	294
Tabelle 88: Deskriptive Parameter der primärstatistisch erhobenen Merkmale (IV)	295
Tabelle 89: Deskriptive Parameter der sekundärstatistisch erhobenen Merkmale	296
Tabelle 90: Faktorenanalyse: Eignung der Stichproben und Eigenwerte	298

Abkürzungsverzeichnis

Abl	Amtsblatt der Europäischen Union
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
ADR	American Depository Receipt
AG	Aktiengesellschaft
AGID	Automatically Generated Inflection Database
AIAF	Associazione Italiana degli Analisti Finanziari
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AIMD	Artificial Intelligence Measurement of Disclosure
AIMR	Association for Investment Management and Research
AktG	Aktiengesetz
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
APT	Arbitragepreistheorie
ARB	Accounting Research Bulletin
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BaWE	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BGBL	Bundesgesetzblatt
BilReG	Bilanzrechtsreformgesetz
BiRiLiG	Bilanzrichtlinien-Gesetz
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFR	Code of Federal Regulations
CIFAR	Center for International Financial Analysis & Research
CON	(Statement of) Financial Accounting Concepts
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DFVA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
DIN	Deutsches Institut für Normung
DRÄS	Deutscher Rechnungslegungs Änderungsstandard
DRS	Deutscher Rechnungslegungs Standard
DSR	Deutscher Standardisierungsrat
EDGAR	Electronic Data-Gathering, Analysis, and Retrieval System
EG	Europäische Gemeinschaften (Vorläufer der Europäischen Union)
EHUG	Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister
EN	Europäische Norm
FAF	Financial Analysts Federation
FAS	(Statement of) Financial Accounting Standard
FASB	Financial Accounting Standards Board

...

...	
Fn.	Fußnote
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
HTML	Hypertext Markup Language
i. d. F. v.	in der Fassung vom
i. e. S.	im engeren Sinn
i. w. S.	im weiteren Sinn
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
ICFA	Institute of Chartered Financial Analysts
IFRI	International Financial Reporting Index
IFRS	International Financial Reporting Standard
IPO	Initial Public Offering
ISO	Internationale Organisation für Normung
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KI	Künstliche Intelligenz
MBV	Marktwert-Buchwert-Verhältnis
MD&A	Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations
NACE	Nomenclature générale des activités économiques dans les Communautés Européennes
PDF	Portable Document Format
RBTR	Real-Time Business Reporting Technology
RGBL	Reichsgesetzblatt
RN	Randnotiz
Rn.	Randnummer
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
U.S.C.	United States Code
US-GAAP	Generally Accepted Accounting Principles der Vereinigten Staaten von Amerika
VarCon	Variante Conversion Info
VIF	variance inflation factor
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
XBRL	Extensible Business Reporting Language

1 Einführung

Unternehmenspublizität, bei der ein Unternehmen Informationen über sich, seine Tätigkeit und wirtschaftliche Lage an Außenstehende weitergibt, steht in der Tradition der Kontrolle von Macht durch Informationstransparenz, die ausser im wirtschaftlichen auch im politischen und sozialen Bereich schon seit langem erfolgreich angewendet wird: »Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.«¹

Im wirtschaftlichen Bereich soll Unternehmenspublizität sicherstellen, dass Personengruppen, die selbst nicht Mitglieder des Unternehmens sind, über alle diejenigen Unternehmensangelegenheiten informiert sind, die von »allgemeinem Interesse« sind. So wird Anteilseignern schon seit Jahrhunderten zugestanden, über die Ergebnisse der wirtschaftlichen Arbeit eines Unternehmens in Form einer Gewinn- und Verlustrechnung informiert zu werden und Fremdkapitalgebern mit Hilfe der Bilanz ein Einblick in die Vermögenslage von Schuldnern gewährt. Beiden Stakeholdergruppen wird so die Möglichkeit gegeben, die ansonsten schwer zu beobachtenden Handlungen der Unternehmensleitung zumindest teilweise nachzuvollziehen und so zu kontrollieren.

Die Arbeit verfolgt drei Ziele. Zum einen soll Unternehmenspublizität quantifiziert werden, indem ein geeignetes Messkonzept entwickelt wird. Angesichts der unzureichenden Validität, Reliabilität und Wirtschaftlichkeit existierender Ansätze zur Messung des Publizitätsniveaus von Unternehmen ist dies eine notwendige Voraussetzung für großzahlige empirische Publizitätsforschung. Zum zweiten sollen Einflussgrößen der Unternehmenspublizität bestimmt werden, um Ansatzpunkte für die optimale Gestaltung der Publizität aus Unternehmensperspektive aufzeigen zu können. Drittens sollen die Auswirkungen der Unternehmenspublizität aus Sicht der Informationen sendenden Unternehmen untersucht werden.

Zu diesem Zweck wird zunächst im zweiten Kapitel der Untersuchungsgegenstand »Unternehmenspublizität« abgegrenzt. Zugleich wird untersucht, an welche Adressaten Unternehmen durch Publizität Informationen senden und welche Publizitätsinstrumente dabei zum Einsatz kommen können. Als Vorbereitung für die notwendige Quantifizierung des Publizitätsniveaus eines Unternehmens werden abschließend zehn Informationskategorien abgegrenzt, die den potentiellen Rahmen für die Inhalte der Unternehmenspublizität umreißen.

Einflussfaktoren und Auswirkungen der Unternehmenspublizität können nur dann analysiert werden, wenn messbar ist, in welchem Umfang ein Unternehmen im Rahmen seiner Publizität Informationen kommuniziert. Diese Quantifizierung der Unternehmenspublizität wird im dritten Kapitel thematisiert. Dazu werden zunächst verschiedene Messansätze aus konzeptioneller Perspektive betrachtet und auf ihre Eignung zur Publizitätsniveaumessung untersucht. Daneben werden eine Reihe von im Schrifttum umgesetzten Publizitätsniveaumessungen betrachtet, für die unternehmensindividuelle Ergebnisse veröffentlicht sind. Letztlich erweist sich keiner der verfügbaren Ansätze zur Messung des Publizitätsniveaus von Unternehmen als geeignete Basis für die empirische Analyse der Einflussfaktoren und Auswirkungen der Unternehmenspublizität. Dementsprechend wird im dritten Kapitel das Artificial Intel-

¹ BRANDEIS, L. D. (1914), S. 92.

lidence Measurement of Disclosure (AIMD) entwickelt, mit dessen Hilfe das Publizitätsniveau einzelner Unternehmen wirtschaftlich und objektiv quantifiziert werden kann. Dabei werden von Unternehmen publizierte Texte (z. B. Geschäftsberichte) unter Nutzung von Methoden mit künstlicher Intelligenz bei externer Referenzierung in Form abstrakter Welten analysiert. Neben der Diskussion konzeptioneller Grundlagen wird die Erstellung des Kodierschemas detailliert dokumentiert. Das Kodierschema bildet ab, unter welchen Bedingungen welche der zehn Informationskategorien der Unternehmenspublizität in einem Text angesprochen wird. Abschliessend werden die Vollständigkeit des Kodierschemas und die Validität und Reliabilität der AIMD-Publizitätsniveaubewertung empirisch validiert. Als Validitätsbenchmark werden sowohl diverse im Schrifttum dokumentierte Publizitätsniveaumessungen als auch primärstatistisch erhobene Daten verwendet. Im Ergebnis erweist sich das Kodierschema als vollständig sowie die AIMD-Publizitätsmessung als valide und von perfekter Reliabilität. Die Eignung von AIMD für großzahlige empirische Forschung wird dokumentiert, indem das Publizitätsniveau in über 100.000 Geschäftsberichten deutscher und US-amerikanischer börsennotierter Unternehmen bestimmt wird.

Im vierten Kapitel werden Einflussfaktoren auf die Ausgestaltung der Unternehmenspublizität konzeptionell und empirisch untersucht. Dazu werden Strukturmerkmale, Merkmale mit Marktbezug und Merkmale mit Bezug zur Unternehmensperformance unterschieden. Als Strukturmerkmale werden die Höhe der direkten und indirekten Kosten der Unternehmenspublizität, die Eigentümer- und Kapitalstruktur sowie die Unternehmensgröße betrachtet. Die Branchenzugehörigkeit (gütermarktlicher Wettbewerb) und die Intensität des Mehrfachlistings an ausländischen Börsen (kapitalmarktbezogener Wettbewerb) sind Merkmale mit Marktbezug. Als Performancemerkmale werden verschiedene Aspekte der finanziellen Unternehmensperformance untersucht. Im Laufe des vierten Kapitels werden acht Hypothesen zu Einflüssen auf die Unternehmenspublizität abgeleitet und sowohl bi- als auch multivariat empirisch evaluiert.

Die Auswirkungen der Unternehmenspublizität werden im fünften Kapitel analysiert. Dabei werden schwerpunktmäßig Kapitalmarktwirkungen als bedeutendste Implikationen der Unternehmenspublizität betrachtet, wobei zwei Effekttypen unterschieden werden können. Beide werden konzeptionell und empirisch untersucht. Zunächst werden verschiedene Liquiditätsaspekte betrachtet, wobei die Liquidität sowohl einzelner Wertpapiere als auch von Märkten analysiert wird. Ein möglicher kapitalkostensenkender Effekt von Unternehmenspublizität wird anhand verschiedener Modellierungen von Kapitalkosten untersucht. Zum Abschluss des Kapitels werden kurz auch Auswirkungen der Unternehmenspublizität betrachtet, die keinen Kapitalmarktbezug aufweisen. Insgesamt werden im fünften Kapitel drei Hypothesen zu Kapitalmarktimplikationen der Unternehmenspublizität abgeleitet und sowohl bi- als auch multivariat empirisch evaluiert.

Das sechste Kapitel diskutiert die in den vorherigen Kapiteln drei bis fünf zum Einsatz kommenden empirischen Methoden und Daten. Die empirische Validierung der in den vorherigen Kapiteln aufgestellten Hypothesen erfolgt im jeweiligen Kapitel in unmittelbarem Anschluss an jede Hypothese, um den inhaltlichen Zusammenhang von Hypothesengenerierung und Validierung zu erhalten. Die empirisch-methodischen Aspekte der eigenen Empirie werden demgegenüber in Kapitel sechs gebündelt, um den Unternehmenspublizitätsbezug der vorhergehenden Kapitel nicht zu unterbrechen. Folgerichtig ist Kapitel sechs als Referenz im

Anschluss an die inhaltliche Aufarbeitung der empirischen Daten positioniert. Dabei werden zunächst das empirische Forschungsdesign bestimmt und die Abgrenzung der Untersuchungsobjekte dokumentiert. Daneben werden Details zur primär- und sekundärstatistischen Datenerhebung diskutiert und der Datenerhebungsfehler analysiert. Primärstatistische Daten werden in einer schriftlichen strukturierten Befragung aller 600 an der Deutschen Börse in Frankfurt/Main notierten deutschen Unternehmen im Sommer 2005 gewonnen. Als sekundärstatistische Datenquellen wird auf Datastream Advance von Thomson Financial, die Firmendatenbank der Hoppenstedt Firmeninformationen GmbH, Datenbanken der Deutschen Börse AG und Webseiten der untersuchten Unternehmen zurückgegriffen. Das sechste Kapitel enthält auch eine tabellarische Auflistung deskriptiver Dispersions-, Lage- und Formparameter aller in der Arbeit verwendeten empirischen Merkmale.

Kapitel sieben schließlich obliegt eine zusammenfassende Rückschau auf die Arbeit. Dabei werden sowohl wichtige konzeptionelle, methodische und empirische Ergebnisse zusammenfassend dargestellt als auch Implikationen für die Ausgestaltung der Unternehmenspublizität diskutiert.

2 Konzeptionelle Grundlagen der Unternehmenspublizität

In diesem Kapitel werden grundlegende Charakteristika der Unternehmenspublizität diskutiert. Zunächst soll dazu im unmittelbar nachfolgenden Abschnitt 2.1 der Begriff der Unternehmenspublizität abgegrenzt werden. Im Mittelpunkt wird dabei ein Kommunikationsprozess als Sender-Empfänger-Beziehung mit zwischengeschaltetem Kommunikationskanal stehen. Als Sender fungieren Unternehmen. Die Empfänger als Adressaten der Unternehmenspublizität werden in Abschnitt 2.2 systematisiert. In Abschnitt 2.3 werden Anforderungen an Publizitätsinstrumente formuliert. Darauf aufbauend beschäftigt sich Abschnitt 2.4 vertiefend mit dem Kommunikationskanal. Dabei werden verschiedene Instrumente der Unternehmenspublizität betrachtet und ihre Eignung für Publizitätszwecke anhand der Anforderungen aus Abschnitt 2.3 bewertet. Das konzeptionelle Kapitel schließt mit Abschnitt 2.5, in dem unterschiedliche Informationsinhalte systematisiert werden, die Unternehmenspublizität potentiell kommunizieren sollte. Diese Informationskategorien sind für nachfolgende empirische Fragestellungen von entscheidender Bedeutung.

2.1 Begriffsbestimmung

Eine allgemein anerkannte Begriffsabgrenzung der Unternehmenspublizität existiert nicht.² Da diese Aussage als Grundlage für die weitere Arbeit wenig zielführend ist, wird nachfolgend das dieser Arbeit zugrunde liegende Verständnis von Unternehmenspublizität entwickelt und von anderen, ähnlichen Konzepten abgegrenzt.

Als Ausgangspunkt der Diskussion kann eine allgemein gehaltene Vorstellung von Publizität als obligatorische oder freiwillige Offenlegung von bestimmten betrieblichen Sachverhalten dienen.³ Die punktuell im Schrifttum diskutierte Beschränkung auf den Prozess der Informationsübermittlung⁴ oder dessen Ergebnis, also die an Adressaten übermittelten Informationen,⁵ scheint dabei nicht sinnvoll. Eine angemessene Konkretisierung ist demgegenüber die Einschränkung, dass Publizität nicht als zielloser »kommunikativer Lärm«⁶ angesehen werden kann, sondern sich an unternehmensexterne Adressaten richtet.⁷

ADOLF MOXTER sieht Unternehmenspublizität eng als Zwangsinformation der Öffentlichkeit aufgrund gesetzlicher Bestimmungen und weit als die gesamte Selbstdarstellung des Un-

² Vgl. die Zusammenfassung einer über Jahrzehnte geführten Diskussion bei SCHWARZ, R. (1988), S. 3 und MERKT, H. (2001), S. 6f.

³ Vgl. CASTAN, E. (1981), Sp. 1400.

⁴ Vgl. z. B. O. V. (1957), S. 1327; KÄFER, K. (1960), S. 1603ff.

⁵ Vgl. z. B. SPRISLER, W. (1976), S. 5.

⁶ EDER, K. (1990), S. 37.

⁷ Vgl. FRINGS, P. A. (1975), S. 20; ALVAREZ, M./WOTSCHOFKY, S. (2003), S. 5. Die Einschränkung auf unternehmensexterne Adressaten soll nicht Adressatengruppen, die *auch* als unternehmensintern angesehen werden können (wie bspw. Mitarbeiter), ausschließen. Die Unterscheidung von »innen« und »außen« soll vielmehr anhand der informationsspezifischen primären Interessenlage erfolgen. Daher ist die Kommunikation von Kennzahlen an Mitarbeiter im Rahmen der operativen Unternehmenssteuerung nicht unter Unternehmenspublizität zu subsumieren, wohl aber die Kommunikation von Informationen über die wirtschaftliche Zukunft des Unternehmens und die Sicherheit der Arbeitsplätze. Eine Hilfestellung bei der Unterscheidung externer und interner Adressaten kann das Interesse an einer Geheimhaltung seitens des Unternehmens bieten, das bei Unternehmenspublizität mit externen Adressaten ausgeschlossen ist.

unternehmens nach außen.⁸ Durch den gleichzeitigen Einbezug obligatorischer und freiwilliger Inhaltelemente steht das hier verfolgte Verständnis von Unternehmenspublizität in der Tradition der weiten Begriffsauslegung. Allerdings werden nicht alle Instrumente berücksichtigt, die Unternehmen zur Selbstdarstellung nutzen. Anderenfalls würde Unternehmenspublizität von detaillierten, unternehmensbezogenen Informationen für Kapitalmarktteilnehmer bis hin zur emotionalen Ansprache von Kunden bei der Produktwerbung in Zeitschriften und Fernsehen reichen. Aufgrund ihrer Heterogenität entzöge sich Unternehmenspublizität dann einer detaillierten Untersuchung. Dementsprechend sollen als Unternehmenspublizität ausschließlich Mitteilungen »über die Lage des Unternehmens und seine wirtschaftliche Tätigkeit«⁹ angesprochen werden.¹⁰ Eine noch engere Beschränkung der Unternehmenspublizität auf die pure Offenlegung der Rechnungslegung¹¹ wird als zu realitätsfern abgelehnt.

Die Offenlegung von Informationen im Rahmen der Unternehmenspublizität erfolgt durch Kommunikation. Bei einem einfachen Kommunikationsprozess wird eine Nachricht von einem Sender über einen Übertragungskanal an einen Empfänger transportiert, wo sie bestimmte Wirkungen auslöst. Eine detaillierte Diskussion des Kommunikationsprozesses trägt nicht zur Schärfe der Begriffsabgrenzung bei, sondern sprengt den Rahmen dieser Arbeit. Daher wird für Details zum Konzept des Kommunikationsprozesses auf das umfangreiche Schrifttum verwiesen.¹²

Als **Unternehmenspublizität** wird die zielgerichtete Kommunikation eines berichtenden Unternehmens von Informationen über seine Tätigkeit und wirtschaftliche Lage an bestimmte unternehmensexterne Adressatenkreise mit Hilfe von Publizitätsinstrumenten verstanden.¹³ Unternehmenspublizität umfasst dabei sowohl periodisch wiederkehrend als auch fallweise genutzte Instrumente.¹⁴ Senderseitig soll hier der Kreis publizierender Unternehmen auf diejenigen Unternehmen begrenzt werden, die eine besonders umfang- und facettenreiche Publizität aufweisen, sodass ausschließlich die Unternehmenspublizität kapitalmarktorientierter Gesellschaften betrachtet wird.

Zur **Abgrenzung der Unternehmenspublizität** von anderen ähnlichen Konzepten ist zunächst eine Einordnung in einen übergeordneten Kontext zweckmäßig. Unternehmenspublizität kann dazu neben Unternehmensverhalten und -erscheinungsbild als drittes Element der Corporate Identity eines Unternehmens aufgefasst werden.¹⁵ Diesem Verständnis liegt allerdings eine weite Auslegung des Publizitätsbegriffes zugrunde, die die Grenzen der ausschließlich tätigkeits- und lagebezogenen Informationen überschreitet und damit nicht vollständig zum hier betrachteten Publizitätsbegriff kompatibel ist. Daher wird Unternehmenspublizität

⁸ Vgl. MOXTER, A. (1975), Sp. 3282f. Ähnlich HEUSER, P. J. (1998), S. 587, der gesetzliche Bestimmungen allerdings auf handelsrechtliche einschränkt.

⁹ KRONSTEIN, H./CLAUSSEN, C. P. (1960), S. 9.

¹⁰ So auch PELLENS, B. (2001), Sp. 1742.

¹¹ Vgl. WAGENHOFER, A./EWERT, R. (2003), S. 281; KROPFF, B. (1993), Sp. 1669.

¹² Vgl. grundlegend z. B. SHANNON, C. E. (1948a), S. 379ff.; SHANNON, C. E. (1948b), S. 623ff.; LASSWELL, H. D. (1948), S. 37ff.; mit sozialwissenschaftlicher Perspektive BURKART, R. (2002), S. 1ff. und mit besonderem Bezug auf Unternehmenspublizität HÜTTEN, C. (2000), S. 11ff.

¹³ Ähnlich ALVAREZ, M./WOTSCHOFSKY, S. (2003), S. 5; BERNDSEN, H.-P. (1978), S. 12; MOXTER, A. (1962), S. 3.

¹⁴ Vgl. HEUSER, P. J. (1998), S. 587f.

¹⁵ Vgl. BIRKIGT, K./STADLER, M. M. (2002), S. 18f.

hier als Teilmenge der Public Relations, also der gesamten Unternehmenskommunikation angesehen.

Insbesondere im deutschsprachigen Schrifttum¹⁶ wird in letzter Zeit häufiger der Begriff des *Value Reporting*¹⁷ verwendet. Der ARBEITSKREIS EXTERNE RECHNUNGSELEGUNG DER SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT betrachtet Value Reporting als freiwillige Publizität von Informationen, die die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und anderen Kapitalmarktteilnehmern verringert.¹⁸ Dabei soll das Value Reporting als auf Investoren ausgerichtete Unternehmenspublizität insbesondere folgende Elemente beinhalten:¹⁹

- *kapitalmarktorientierte Daten* (z. B. Börsenkapitalisierung, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Aktienrendite und -umsatz, Marktperformance, Anteilseignerstruktur, Kursvolatilität usw.),
- *Informationen über nicht bilanzierte Werte des Unternehmens* (z. B. Innovations-, Human-, Kunden-, Lieferanten-, Investoren-, Prozess- und Standortkapital) und
- *Informationen über Strategie und Performance des Unternehmens* (z. B. Darstellung des internen wertorientierten Steuerungssystems einschließlich verwendeter Kennzahlen und Kapitalkostenermittlung sowie Überleitungsrechnung des externen Reportings auf interne Steuerungsgrößen und Cashflow-Daten).

Darauf aufbauend werden zwei Subtypen differenziert, die zum einen als *Shareholder Return Reporting* über die Wertentwicklung der Aktie in der Vergangenheit Auskunft geben und andererseits als *Corporate Return Reporting* die Unternehmensperformance mit unterschiedlichem Zeitbezug betrachten.²⁰ Eine weitere Detaillierung dieser Systematik führt zu einer Unterscheidung von *Total Return Reporting* (entspricht dem *Shareholder Return Reporting*), *Value Added Reporting* als Berichterstattung über die Umsetzung der wertorientierten Steuerung im Unternehmen und *Strategic Advantage Reporting* als Berichterstattung über zukunftsgerichtete Erfolgspotentiale.²¹ Die beiden letztgenannten konkretisieren folglich das Corporate Return Reporting. Damit kann das Value Reporting als eine Teilmenge der Unternehmenspublizität mit (1) exklusiver Fokussierung auf am Kapitalmarkt agierende Adressanten und (2) eingeschränkten Berichtsinhalten angesehen werden.

Daneben wird der Begriff des *Business Reporting* diskutiert, der sowohl Elemente des freiwilligen Value Reporting als auch die verpflichtende Finanzberichterstattung umfasst.²² Damit

¹⁶ Der Begriff wird in erster Linie in stark praxisorientierten Publikationen verwendet. Vgl. LABHART, P. A. (1999), S. 29; BRACKLO, M./BILSTEIN, A. (2002), S. 219ff.; BACHMAIER, G. (2000), S. 294ff.; LABHART, P./VOLKART, R. (2005), S. 167ff. Im angloamerikanischen Schrifttum wird dieser Begriff mit wenigen Ausnahmen (z. B. ECCLES, G. u. a. (2001); ECCLES, R. G. u. a. (2002)) nicht verwendet. Vgl. RUHWEDDEL, F./SCHULTZE, W. (2002), S. 606.

¹⁷ Teilweise auch als Shareholder-Value-Reporting (vgl. BAETGE, J./NOELLE, J. (2001), S. 174f.) oder wertorientierte Berichterstattung (vgl. BAETGE, J./SOLMECKE, H. (2006), S. 17) bezeichnet.

¹⁸ Abweichend wird teilweise auch davon ausgegangen, dass Value Reporting Elemente der verpflichtenden Publizität umfassen kann, die insbesondere nach Inkrafttreten des Deutschen Rechnungslegungs Standards 15 (DRS 15) zur Lageberichterstattung publizitätspflichtig sind. Vgl. KIVIKAS, M./WULF, I. (2006), S. 43; BISCHOF, S./MOLZAHN, S. (2006), S. 87; HAYN, S./MATENA, S. (2005), S. 426.

¹⁹ Vgl. ARBEITSKREIS EXTERNE UNTERNEHMENSRECHNUNG (2002), S. 2337ff.

²⁰ Vgl. PELLENS, B./HILLEBRANDT, F./TOMASZEWSKI, C. (2000), S. 181f. Einen Überblick über geeignete Messgrößen bieten LACHNIT, L./MÜLLER, S. (2002), S. 2553ff.

²¹ Vgl. MÜLLER, M. (1998), S. 129ff. Vgl. für eine Umsetzung dieser Systematik in der Praxis SCHMIDT, M. (2006), S. 78ff. Diese Systematik übernehmen und elaborieren MÖRICH, S. (2002), S. 40f.; ZEMELKA, C. (2002), S. 186ff.; WENZEL, J. (2005), S. 213ff.; FISCHER, T. M./WENZEL, J. (2002), S. 327f.; FISCHER, T. M. (2002b), S. 211f.; HEINKE, V. G. (2001), S. 159.

²² Vgl. RUHWEDDEL, F./SCHULTZE, W. (2002), S. 606ff.; COENENBERG, A. G. (2005), S. 922f.; FASB (2001), S. Vff. Während im Value Reporting meist exklusiv Eigenkapitalgeber als Adressanten betrachtet

schließt das Business Reporting die gesamte kapitalmarktorientierte Berichterstattung ein.²³ Ähnlich ist auch *Investor Relations* als primär auf Investoren ausgerichtete Unternehmenskommunikation Teilmenge der Unternehmenspublizität,²⁴ wobei dabei im Unterschied zum Business Reporting die Beschränkung der Berichtsinhalte entfällt.²⁵

Abbildung 1 visualisiert die systematische Einordnung der Unternehmenspublizität und ihre Abgrenzung von anderen im Schrifttum diskutierten Konzepten.

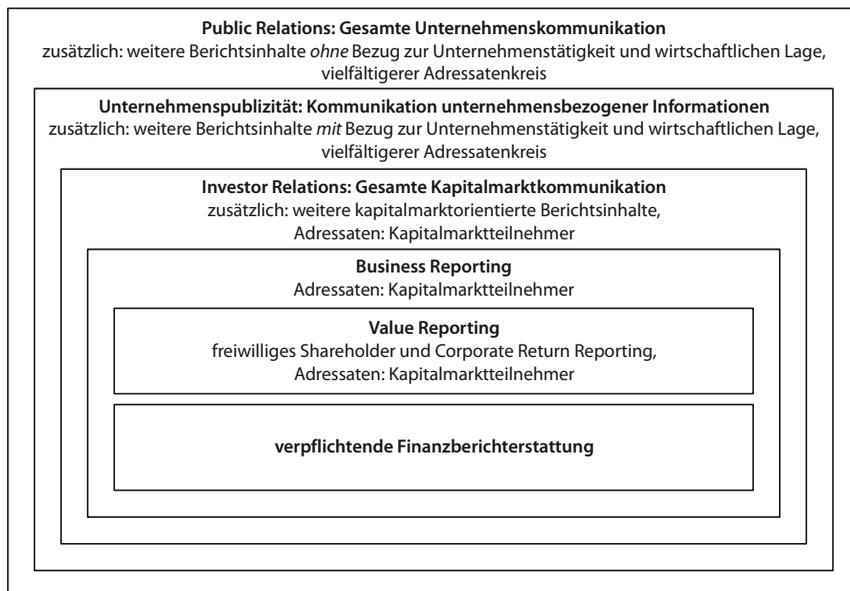


Abbildung 1: Einordnung der Unternehmenspublizität²⁶

Kaum thematisiert wird bislang im Schrifttum, wer in einem Unternehmen Entscheidungen über die Unternehmenspublizität trifft und wie der Entscheidungsprozess konkret ausgestaltet wird.²⁷ Hier wird vereinfachend davon ausgegangen, dass »das Unternehmen« auf Basis einer Zielfunktion Entscheidungen trifft. Diese Zielfunktion wiederum aggregiert die Zielfunktionen sämtlicher – weitgehend unbekannter – Akteure innerhalb und möglicherweise

werden, bezieht sich das Business Reporting auf alle Kapitalmarktteilnehmer, also auch Fremdkapitalgeber. Vgl. AICPA (1994), S. 17f.; EDER, S. (2002), S. 6. Eine Erweiterung um die Informationsbedürfnisse aller Stakeholder wird teilweise auch als Enhanced Business Reporting bezeichnet (vgl. ANDERSON, A./HERRING, P./PAWLICKI, A. (2005), S. 71ff.), entspricht in dieser Ausgestaltung aber der Unternehmenspublizität.

²³ Vgl. HALLER, A./DIETRICH, R. (2001b), S. 164ff.

²⁴ Vgl. zur Abgrenzung von Investor Relations KIRCHHOFF, K. R. (2005), S. 39f.; GÜNTHER, T./OTTERBEIN, S. (1996), S. 390f.

²⁵ Im Rahmen der Investor Relations werden auch eine Reihe nicht unmittelbar wertrelevanter Informationen thematisiert, wie beispielsweise der Termin der Hauptversammlung.

²⁶ Vgl. für eine ähnliche Abbildung zur Einordnung des Value Reporting in die externe Unternehmenskommunikation BAETGE, J./HEUMANN, R. (2006a), S. 40.

²⁷ Vgl. für eine Ausnahme GIBBINS, M./RICHARDSON, A./WATERHOUSE, J. (1990), S. 121ff.

auch außerhalb des Unternehmens. Folgerichtig wird im empirischen Teil bei der primärstatistischen Erhebung auf einen einzelnen, prominenten Entscheidungsträger abgestellt.

Mit Unternehmenspublizität werden verschiedene Zwecke verfolgt. Primär soll eine Informationsvermittlungsfunktion erfüllt werden, die Basis für die Wahrnehmung der Kontroll- und Prognosefunktion ist.²⁸ Die Kontrollfunktion beinhaltet die Berichterstattung über in der Vergangenheit liegende Ereignisse mit Bezug zur Unternehmenstätigkeit, während die Prognosefunktion auf die (mutmaßliche) künftige Unternehmensentwicklung abstellt. Demgegenüber nimmt Unternehmenspublizität keine Steuer- und Ausschüttungsbemessungsfunktion wahr.²⁹ In Kapitalmärkten soll Unternehmenspublizität zwei Probleme lösen helfen. Zunächst besteht ein Informationsproblem, da am Kapitalmarkt breit gestreute Ersparnisse diversen Investitionsmöglichkeiten zugeordnet werden müssen, wobei Kapitalnachfrager (Unternehmen) die Erfolgsaussichten der Anlage besser einschätzen können als Kapitalanbieter (Investoren). Zusätzlich besteht ein Agenturproblem, da Kapitalnachfrager nicht zwingend im Interesse von Kapitalanbietern entscheiden. So können hohe Managemententlohnungen und wertvernichtende Prestigeprojekte die Interessen von Eigenkapitalgebern schädigen. Zusätzliche Verschuldung oder riskante Investitionsprojekte können die Rückzahlung von Fremdkapital gefährden. In Verbindung mit einem geeignetem Aufsichts- und Vertragsregime kann Unternehmenspublizität helfen, solche Agenturprobleme zu lösen.³⁰

Zum Beginn dieses Abschnitts wurde postuliert, Unternehmenspublizität beinhalte Elemente obligatorischer und freiwilliger Berichterstattung. Dieser Gedanke wird im Schrifttum intensiv aufgegriffen, wobei zwischen freiwilliger (*Voluntary Disclosure*) und verpflichtender Unternehmenspublizität (*Mandatory Disclosure*) unterschieden wird.³¹ Letztere wird meist normativ diskutiert und umfasst alle Inhalte der Unternehmenspublizität, die Unternehmen aufgrund gesetzlicher oder vergleichbarer Regelungen veröffentlichen müssen.³² Der Schwerpunkt des internationalen wissenschaftlichen Arbeitens liegt allerdings auf der Ausgestaltung und den Implikationen freiwilliger Publizität, da die Publizitätspflichten in der US-amerikanischen und britischen Rechnungslegung für börsennotierte Kapitalgesellschaften ohnehin als sehr umfangreich gelten.³³ Es bleibt daher nur wenig Raum für normative Erweiterungen.

Unternehmenspublizität wurde im Rahmen der Begriffsabgrenzung als Kommunikationsprozess von Sender und Empfänger mit zwischengeschaltetem Kommunikationskanal charakterisiert. Der Sender der Unternehmenspublizität ist leicht als Unternehmen zu bestimmen. Im folgenden Abschnitt 2.2 werden die Empfänger von Unternehmenspublizität systematisiert. Die Abschnitte 2.3 und 2.4 untersuchen im Anschluss den Kommunikationskanal. Dabei werden Instrumente der Unternehmenspublizität betrachtet, mit deren Hilfe Informationen kommuniziert werden können.

²⁸ Vgl. RANKER, D./WOHLGEMUTH, F./ZWIRNER, C. (2001), S. 271.

²⁹ Vgl. AMMEDICK, O./STRIEDER, T. (2002), S. 3.

³⁰ Vgl. HEALY, P. M./PALEPU, K. G. (2001), S. 407ff.

³¹ Vgl. z. B. WAGENHOFER, A./EWERT, R. (2003), S. 281ff.; EINHORN, E. (2003), S. 593ff.; AL-RAZEEN, A./KARBHARI, Y. (2004), S. 351ff.; FISHMAN, M. J./HAGERTY, K. M. (2003), S. 45ff.; NASER, K./NUSEIBEH, R. (2003), S. 46ff.; FELDHOFF, M./FELDHOFF, P. (2002), Sp. 1640; KIRCHNER, C. (2002), Sp. 1938ff.

³² Vgl. DEPOERS, F. (2000), S. 246.

³³ Vgl. BAILEY, W./KAROLYI, G. A./SALVA, C. (2006), S. 176; LEUZ, C./VERRECCHIA, R. E. (2000), S. 92.

2.2 Adressaten der Unternehmenspublizität

Die Abgrenzung der Adressaten der Unternehmenspublizität wird seit Mitte des 20. Jahrhunderts aus verschiedenen Perspektiven diskutiert. Den Publizitätsinstrumenten der Zeit entsprechend standen dabei zunächst die Adressaten des Jahresabschlusses im Mittelpunkt des Interesses. Wichtige Meilensteine der Adressatenabgrenzung sind die Eigner-, Einheits-, Fonds-, Management-, Stockholder- und Stakeholder-Theorie.

Erste Ansätze der Adressatenabgrenzung auf Basis der **Eigner-Theorie** (Proprietary Theory) aus den 1930er Jahren³⁴ unterstellen eine Identität von Unternehmens- und Unternehmereigentum, sodass Aktiva als Bestandteile des Eigentümervermögens und Verbindlichkeiten als Schulden der Unternehmenseigner interpretiert werden. Dem Jahresabschluss obliegt damit einzig und allein eine periodische Information über Vermögen, Schulden und Überschüsse der Unternehmenseigner. Dementsprechend werden Unternehmenseigner als exklusive Adressaten eines Jahresabschlusses angesehen.³⁵

Da dieser Ansatz offensichtlich für Kapitalgesellschaften nur wenig geeignet ist, wurde die **Einheitstheorie** (Entity Theory) als Gegenpol zur Eigner-Theorie geschaffen. In der Einheitstheorie ist das Bezugsobjekt die Unternehmung als eigenständige Wirtschaftseinheit.³⁶ Der Jahresabschluss bezieht sich damit auf die Entscheidungen des Unternehmens als Subjekt, wobei meist der Unternehmensgewinn als primäres Vorteilhaftigkeitsmaß angesehen wird.³⁷ Die Einheitstheorie unterstellt, dass Unternehmen »aus sich selbst heraus«³⁸ existieren. Das wird gemeinhin als problematisch angesehen, denn Unternehmen »verdanken ihre Existenz der Initiative und den Zielvorstellungen autonomer Wirtschaftssubjekte«.³⁹ Sie können nicht selbst Subjekte sein. Eine Unternehmenskommunikation, die nur das Informationsbedürfnis des Unternehmens befriedigt, die Zielstellungen der im und um das Unternehmen agierenden Personen aber ignoriert, hat letztlich überhaupt keine Adressaten.

Die **Fondstheorie** (Fund Theory) hält der Eigner- und der Einheitstheorie entgegen, dass beide jeweils auf genau einen Handlungsträger (Unternehmenseigentümer bzw. Unternehmen) ausgerichtet sind.⁴⁰ Da gleichzeitig mehreren Adressaten mit verschiedenen Informationsbedürfnissen ein Interesse am Jahresabschluss und der Unternehmenskommunikation unterstellt wird, kann durch Konzentration auf einen einzigen Handlungsträger nur ein Teil der Informationsziele erreicht werden. Dementsprechend postuliert die Fondstheorie, dass sich der Jahresabschluss auf eine »objektive Grundlage« beziehen soll als die ein Fonds als zentrale Abrechnungseinheit angesehen wird. Dieser Fonds umfasst zweckgerichtete Nutzenpotentiale (Aktiva), wobei die Verfügung über Nutzenpotentiale Restriktionen (Passiva) unterliegt.⁴¹ Eine Verminderung des Nutzenpotentials ohne betragsmäßig mindestens gleiche Verminderung der Restriktionen bedeutet Aufwand. Eine Vermehrung der Nutzenpotentiale ohne betragsmäßig mindestens gleiche Erhöhung der Restriktionen ist Ertrag. Ein Erfolg

³⁴ Vgl. GILMAN, S. (1939), S. 38ff., 598ff.

³⁵ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1174f.

³⁶ Vgl. LI, D. H. (1965), S. 52ff.

³⁷ Vgl. HALLER, A. (1994), S. 114f.

³⁸ COENENBERG, A. G. (2005), S. 1175.

³⁹ HEINEN, E. (1976), S. 59.

⁴⁰ Vgl. VATTER, W. J. (1947), S. 1ff.

⁴¹ Z. B. fristgerechte Fremdkapitalrückzahlung.

wird – weil adressatenspezifisch – explizit nicht ermittelt. Jeder Adressat kann aber durch Kombination einzelner Rechnungsgrößen seine speziellen Informationsbedürfnisse befriedigen. Neben praktischen Schwierigkeiten⁴² kann die adressatenunspezifische Fondstheorie nicht überzeugen, da schon das grundlegende Konzept des Nutzenpotentials nur sinnvoll adressatenspezifisch zu interpretieren ist.⁴³

Im Gegensatz zur Fondstheorie, die als Weiterentwicklung der Einheitstheorie⁴⁴ ohne spezifizierten Adressatenkreis auskommt, knüpft die **Management-Theorie** (Commander Theory)⁴⁵ an die personenbezogene Unternehmenspublizität der Eigner-Theorie an. Dabei werden Manager des Unternehmens als Bezugsobjekt des Jahresabschlusses angesehen. Für eigentümergeführte Unternehmen sind damit Eigner- und Management-Theorie deckungsgleich. Der interne Jahresabschlussadressat (Management) ist allerdings nur schwierig in Einklang mit dem extern orientierten Jahresabschluss zu bringen. Dem Management wird dazu eine Rechenschaftsverpflichtung gegenüber den unternehmensexternen Eigentümern unterstellt. Damit fließen implizit auch die Informationsinteressen der Eigentümer in die Unternehmenspublizität ein. Folgerichtig kann eigentlich nicht mehr von einer auf eine einzige Personengruppe (Manager) ausgerichteten Publizität gesprochen werden.⁴⁶ Die Management-Theorie zeigt damit erstmals Ansätze für eine Vielzahl von Adressaten, die Unternehmenspublizität nebeneinander zu bedienen hat.

Als Synthese der Eigner- und Management-Theorie kann die **Stockholder-Theorie** angesehen werden. Die Zielstellung der Unternehmenspublizität leitet sich aus den Eigentümerinteressen ab. Im Unterschied zur Eigner-Theorie werden Eigentümer und Unternehmen als separate Entscheidungseinheiten angesehen. Das Management ist mit der Führung des Unternehmens im Interesse der Eigentümer betraut.⁴⁷ Entsprechend der FISHER-Separation⁴⁸ leitet sich daraus die Forderung nach einer Marktwertmaximierung ab, sodass sich Unternehmenspublizität der Shareholder Value-Maximierung unterordnen soll. Zielstellungen und Informationsbedürfnisse anderer Adressatengruppen gelten als bereits zu »marktüblichen Konditionen«⁴⁹ abgegolten und werden in der Stockholder-Theorie nicht betrachtet.⁵⁰

Als Alternative zur stark kapitalmarktbezogenen Stockholder-Theorie postuliert die **Stakeholder-Theorie**, dass die Existenz eines Unternehmens langfristig nur gesichert werden kann, wenn die Ziele aller relevanten Stakeholder erfüllt werden.⁵¹ Investoren als Shareholder sind so neben einer Vielzahl anderer Stakeholder, wie Gläubiger, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, dem Fiskus usw. Adressaten der Unternehmenspublizität. Unternehmen werden als Koalition angesehen, deren Fortsetzung davon abhängt, dass die Zielstellungen aller Koalitionsteilnehmer erfüllt werden.⁵² Die für die Entscheidung jeder Stakeholdergruppe über Verbleib in der Koalition, Neueintritt oder Austritt benötigten Informationen, wie gut die Unterneh-

⁴² Vgl. dazu ORTH, C. (1963), S. 444f.; GOLDBERG, L. (1965), S. 149f.; MOYER, E. C. (1948), S. 440f.

⁴³ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1177.

⁴⁴ Vgl. VATTER, W. J. (1966), S. 255.

⁴⁵ Vgl. GOLDBERG, L. (1965), S. 167ff.

⁴⁶ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1177.

⁴⁷ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1177f.

⁴⁸ Vgl. FISHER, I. (1930), S. 125ff. bzw. in deutscher Übersetzung FISHER, I. (1932), S. 105ff.

⁴⁹ KASPERZAK, R. (2003), S. 20.

⁵⁰ Vgl. FRANKE, G./HAX, H. (1999), S. 6ff.

⁵¹ Vgl. BALLWIESER, W. (1994), S. 1389.

⁵² Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1179.

mensziele erreicht werden, muss Unternehmenspublizität zur Verfügung stellen.⁵³ Ihr obliegt es damit, die Informationsbedürfnisse aller Koalitionsteilnehmer (Stakeholder) zu erfüllen.

Auf Basis der Stakeholder-Theorie werden nachfolgend unterschiedliche Adressatengruppen der Unternehmenspublizität betrachtet. Von besonderer Bedeutung sind dabei die unmittelbar am Kapitalmarkt agierenden **Investoren** und **Informationsmittler**. Daneben sind auch **Fremdkapitalgeber** und **andere Stakeholder**, die nicht unmittelbar Kapitalmarktteilnehmer sind, Mitglieder der Koalition Unternehmen. Da sich Unternehmenspublizität ihrem Wesen nach in der Praxis nicht auf einzelne Adressatengruppen fokussieren lässt, wird zwangsläufig auch der Informationsstand der nicht kapitalmarktorientierten Stakeholder durch Unternehmenspublizität beeinflusst. Die Gruppe der anderen Stakeholder ist daher sowohl aus Perspektive der Stakeholder-Theorie als auch aus umsetzungsorientierter Sicht als Adressatengruppe in Überlegungen zur Ausgestaltung der Unternehmenspublizität einzubeziehen.

Gelegentlich werden interne und externe Adressatengruppen unterschieden.⁵⁴ Hier wird nicht so verfahren. Es erscheint als problematisch, dass internen Adressaten unterstellt wird, nicht über »Insiderwissen« zu verfügen. Dann stellt sich unmittelbar die Frage, warum sie als »Interne« systematisiert werden. Zusätzlich erscheint fragwürdig, nicht an der Unternehmensführung beteiligte Unternehmenseigner als interne Adressaten anzusehen.

2.2.1 Informationsmittler

Ob Investoren oder eher Informationsmittler als primäre Adressatengruppe für Unternehmenspublizität anzusehen sind, ist strittig.⁵⁵ Geht man davon aus, dass Informationsmittler einen wesentlichen Beitrag zur Sicherung einer effizienten Informationsverarbeitung am Kapitalmarkt leisten, scheint es berechtigt, diese vor Investoren als primäre Adressaten einer ersten detaillierten Analyse zu unterziehen.⁵⁶ Mit Investmentanalysten, Ratingagenturen und der Wirtschaftspresse können drei Typen von Informationsmittlern unterschieden werden.⁵⁷

2.2.1.1 Investmentanalysten

Investmentanalysten analysieren, gewichten und interpretieren öffentlich verfügbare Informationen über Unternehmen unter Nutzung berufs- und meist auch branchenspezifischer Fachkenntnisse. Sie bewerten Wertpapiere, Unternehmen, Märkte und Branchen.⁵⁸ Investmentanalysten sind damit Informationsintermediäre zwischen Investoren und Emittenten und unterstützen so eine effiziente Informationsverarbeitung am Kapitalmarkt.

Häufig werden **Buy-Side** und **Sell-Side** Analysten anhand ihres Verhältnisses zum Nutzer der durch sie erstellten Analysen unterschieden.⁵⁹ Die von Buy-Side Analysten erarbeiteten Stu-

⁵³ Vgl. FEDERSPIELER, C. (1999), S. 34.

⁵⁴ Vgl. NAGOS, P. (1991), S. 27ff.

⁵⁵ Für Investoren sprechen sich z. B. HARZER, T. (2005), S. 5; MEYER, C. (1997), S. 4; BROTTJE, J. (1997), S. 25; HENES, F. (1995), S. 23ff.; AMMEDICK, O./STRIEDER, T. (2002), S. 5; BAUCHOWITZ, H. (1979), S. 4; ZDROWOMYSLAW, N. (2001), S. 36ff. aus. Für Investmentanalysten plädieren z. B. ACHLEITNER, A.-K./BASSEN, A./PIETZSCH, L. (2001), S. 1; ACHLEITNER, A.-K./BASSEN, A. (2001), S. 15; DIEHL, U. (2001), S. 398.

⁵⁶ Vgl. ACHLEITNER, A.-K./BASSEN, A. (2001), S. 15.

⁵⁷ Vgl. DIEHL, U./LOISTL, O./REHKUGLER, H. (1998), S. 7f.

⁵⁸ Vgl. DVFA (1995), Nr. 1a). Diese Standesrichtlinie der DVFA wurde am 25.02.2003 durch den DVFA-Kodex für Finanzanalyse (vgl. DVFA (2003a)) abgelöst, der die zitierte Passage nicht mehr enthält.

⁵⁹ Vgl. z. B. DIEHL, U. (2001), S. 403.

dien und Gutachten bilden die Grundlage für ein Anlageurteil im Eigenhandel des Instituts, bei dem diese Analysten beschäftigt sind. Buy-Side Analysten können auch für institutseigene Wertpapierfonds tätig sein. Sell-Side Analysten sind ebenfalls bei Kreditinstituten und Wertpapierhäusern beschäftigt. Sie erstellen aber Analysen für Portfolio-Manager in Kapitalanlagegesellschaften und institutionelle Investoren, die Kunden des eigenen Instituts sind sowie für die im Wertpapiervertrieb tätigen hauseigenen Wertpapierkundenberater.

Das Aufgabenspektrum von Investmentanalysten umfasst zum einen die Fundamentalanalyse⁶⁰ in Form von Bilanz-, Branchen- und Investmentanalysen. Durch Unternehmenspublizität vom Unternehmen offenbarte Informationen sind dafür wesentliche Analysegrundlage. Zum anderen werden unter der Annahme, dass der Wertpapierkurs bereits sämtliche wertrelevanten Informationen widerspiegelt, technische Analyseansätze verwendet. Dabei gehen ausschließlich markttechnische Faktoren in die Bewertung ein.⁶¹ Da Analysten markttechnische Informationen, also historische Wertpapierkurse und Transaktionsvolumina, eher aus elektronischen Marktsystemen denn aus Unternehmenspublizität beziehen, hat die Unternehmenspublizität für die technische Analyse keine praktische Bedeutung.

2.2.1.2 Ratingagenturen

Investmentanalysten konzentrieren sich auf die Bewertung des Eigenkapitals als des residualgewinnberechtigten Teils des Gesamtkapitals von Unternehmen. Demgegenüber steht bei Ratingagenturen meist die Bewertung des Fremdkapitals im Vordergrund. Dennoch sind die Ergebnisse der Bewertung von Investmentanalysten und Ratingagenturen nicht unabhängig voneinander. So resultiert ein schlechtes Bonitätsrating (des Fremdkapitals), das einen drohenden Zahlungsausfall signalisiert, aus aufgezehrter Liquidität. Das Bonitätsrating geht demzufolge Hand in Hand mit einem hohen Insolvenzrisiko und dem drohenden Verlust erheblicher Teile des Eigenkapitals, die Investmentanalysten thematisieren.

Die empirische Untersuchung des Einflusses von Ratings auf Kapitalmarktbewertungen zeigt, dass ein Absinken des Ratings eines Unternehmens zu negativen Kursreaktionen führt. Eine Ratingverbesserung wird demgegenüber bereits im Vorfeld eingepreist, sodass nach Bekanntgabe keine positiven Kapitalmarktreaktionen zu beobachten sind.⁶²

Im Unterschied zu den Studien von Investmentanalysten, die meist in umfangreichen schriftlichen Reports dokumentiert sind, werden Ratings häufig auf einer ordinalen Skala mit vergleichsweise wenigen Ausprägungen abgebildet. Die Ratingagentur bewertet dabei »die wirtschaftliche Fähigkeit, rechtliche Bindung und Willigkeit eines Schuldners, seinen zwingend fälligen Zahlungsverpflichtungen stets vollständig und rechtzeitig nachzukommen.«⁶³ Beim Emittentenrating wird die Zahlungsfähig- und -willigkeit eines gesamten Unternehmens bewertet, während das Emissionsrating sich nur auf bestimmte Finanztitel bezieht. Die Rating-skalen der meisten Ratingagenturen basieren auf dem von JOHN MOODY 1909 entwickelten

⁶⁰ Vgl. im Detail z. B. SCHWAGER, J. D. (1997).

⁶¹ Vgl. im Detail z. B. SCHWAGER, J. D. (2000).

⁶² Vgl. HOLTHAUSEN, R. W./LEFTWICH, R. W. (1986), S. 57ff.; HAND, J. R. M./HOLTHAUSEN, R. W./LEFTWICH, R. W. (1992), S. 733.

⁶³ EVERLING, O. (2001), S. 466.