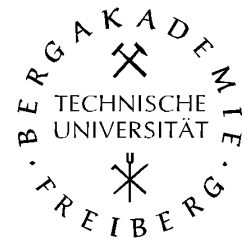


TECHNICAL UNIVERSITY BERGAKADEMIE FREIBERG  
TECHNISCHE UNIVERSITÄT BERGAKADEMIE FREIBERG

FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS ADMINISTRATION  
FAKULTÄT FÜR WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN



Marko Schmidt  
Jens Grigoleit  
Michael Nippa

Die Auswirkungen der Unternehmens-  
transparenz auf den Erfolg börsennotierter  
Kapitalgesellschaften in Deutschland –  
Eine Darstellung des aktuellen  
Forschungsstands

**FREIBERG WORKING PAPERS**  
**FREIBERGER ARBEITSPAPIERE**

**# 01**  
**2009**

The Faculty of Economics and Business Administration is an institution for teaching and research at the Technische Universität Bergakademie Freiberg (Saxony). For more detailed information about research and educational activities see our homepage in the World Wide Web (WWW): <http://www.wiwi.tu-freiberg.de/index.html>.

Addresses for correspondence:

Prof. Dr. Michael Nippa  
Dipl.-Kfm. Jens Grigoleit  
Technische Bergakademie Freiberg  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Professur für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre,  
speziell Unternehmensführung und Personalwesen  
Lessingstr. 45, D-09596 Freiberg  
Telefon: ++49 / 3731 / 39 2081 (- 3550)  
Fax: ++49 / 3731 / 39 3690  
E-mail: [marko-treben@gmx.de](mailto:marko-treben@gmx.de)  
[nippa@bwl.tu-freiberg.de](mailto:nippa@bwl.tu-freiberg.de)  
[jens.grigoleit@bwl.tu-freiberg.de](mailto:jens.grigoleit@bwl.tu-freiberg.de)

Internet: <http://www.wiwi.tu-freiberg.de/up>

---

**ISSN 0949-9970**

The Freiberg Working Paper is a copyrighted publication. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, translating, or otherwise without prior permission of the publishers.

Coordinator: Prof. Dr. Michael Nippa

All rights reserved.

---

## Inhalt

Zusammenfassung /Abstract.....	II
1 Einleitung.....	1
2 Zur Beurteilung der Transparenz von börsennotierten Unternehmen .....	2
2.1 Begriffliche und konzeptionelle Grundlagen.....	2
2.2 Die Transparenzgüte deutscher börsennotierter Unternehmen.....	9
2.2.1 Informationsnachfrage von Kapitalmarktteilnehmern .....	10
2.2.2 Informationsangebot von börsennotierten Unternehmen .....	11
3 Mögliche Auswirkungen der Unternehmenstransparenz .....	14
3.1 Agencyrisiko und Eigenkapitalkosten .....	16
3.1.1 Agencyrisiko der Investoren .....	16
3.1.2 Eigenkapitalkosten des Unternehmens.....	20
3.2 Vertrauenserosion in der Investor-Manager-Beziehung.....	22
3.3 Rechtfertigungsnotwendigkeiten der Manager.....	24
3.4 Gefährdung der Wettbewerbsposition .....	25
3.5 Objektivierung der Aktienbewertung .....	27
3.5.1 Unternehmensbewertung durch den Kapitalmarkt.....	28
3.5.2 Bewertungsmaßstab für die Managementgüte .....	28
3.5.3 Investitionsbewertung des Managements.....	29
3.6 Finanzkommunikationskosten.....	30
3.7 Gerichtskosten und Rechtsstreitigkeiten .....	30
3.8 Einflussfaktorenmodell der Unternehmenstransparenz .....	31
4 Empirische Befunde zur Bedeutung der Unternehmenstransparenz .....	32
4.1 Empirische Studien zu den unmittelbaren Erfolgswirkungen der Unternehmenstransparenz .....	32
4.2 Empirische Studien über indirekte Auswirkungen der Unternehmenstransparenz....	35
5 Diskussion.....	36
6 Zusammenfassung und Ausblick .....	39
Literaturverzeichnis .....	41

## Zusammenfassung

Die Erhöhung der Informationstransparenz seitens der Unternehmensleitung gegenüber den Anteilseignern ist eine wesentliche Forderung der Corporate Governance. Deshalb kommt ihr auch bei der Gesetzgebung und der Festlegung von Best Practice-Regeln sowie hinsichtlich der Unternehmensbewertung eine besondere Bedeutung zu. Allerdings wird diesbezüglich auch argumentiert, dass es nicht im Interesse des Unternehmens sein könne, wettbewerbsrelevante Informationen offen zu legen, da diese damit auch Wettbewerbern, Kunden und Lieferanten zur Verfügung stehen, die dies zu Lasten des zur Informationstransparenz gezwungenen Unternehmens für ihre Interessen ausnutzen könnten. Der vorliegende Beitrag erfasst zunächst systematisch die theoretischen Argumente, die einen Einfluss der Unternehmenstransparenz auf den Unternehmenserfolg begründen können. Danach wird untersucht, inwieweit diese Einflüsse durch die empirische Unternehmensforschung bestätigt werden konnten. Auf diese Weise wird der Stand der relevanten Forschung dargestellt sowie darauf aufbauend Forschungslücken identifiziert.

JEL-Klassifikation: G30, G14, D82

Schlagworte: Corporate Governance, Finanzmarktkommunikation, Unternehmenstransparenz.

## Abstract

*“Does Corporate Transparency Impact Corporate Performance?  
- A Review of the Scholarly Debate”*

Enforcing corporate transparency is one of the main objectives of corporate governance. Additionally, it is one of the most important criteria used to assess corporate governance systems and, therewith, to evaluate changes of firm performance respectively shareholder value. However, publishing strategic information that allows for evaluating management decisions (e.g., M&As, innovation pipeline) may not be always in the best interest of the firm. For competitors, customers and suppliers may use the information, too, to maximize their own interests (e.g., price negotiations, counter-strategies) enforcing corporate transparency may reduce profitability and subsequently decrease shareholder value. Our paper provides a review of the state-of-the-art of the scholarly debate on the impact of corporate transparency on corporate performance. Furthermore, we discuss whether and how conceptual and theoretical assumptions and hypotheses arguments are backed by empirical studies. Thus, we provide a systematic overview of what we already know that enables us to identify research gaps and respective research fields.

JEL-classification: G30, G14, D82

Keywords: Corporate Governance, Corporate Transparency, Investor Relations.

## 1 Einleitung

An der Deutschen Börse sind derzeit 841 Unternehmen gelistet (Deutsche Börse 2008; Statistisches Bundesamt 2008), dies entspricht lediglich circa 0,02% aller Unternehmen in Deutschland, obwohl viele andere Unternehmen die wirtschaftlichen Voraussetzungen für eine Börseneinführung ebenfalls erfüllen könnten und oft einen hohen Kapitalbedarf haben. Ein Hauptgrund, der gerade mittelständische, innovative Unternehmen von einem Börsengang abhält, ergibt sich aus den umfangreichen Publizitätspflichten (Koch/Wegmann 2000). So zeigten Umfragen, dass lediglich 8,2% der kapitalsuchenden Unternehmen bereit sind, Daten zu Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Marktanteilen oder dem Umsatzbeitrag einzelner Produkte zu veröffentlichen (Gerke/Rüth/Schöner 1992, S. 36-38).

Gleichzeitig erfordert der immer stärkere Wettbewerb um Eigenkapital eine zunehmend investoren- bzw. wertorientierte Unternehmensberichterstattung (Value Reporting<sup>1</sup>), deren Informationsinhalt deutlich über den der Pflichtpublizität hinausgeht (Fischer/Wenzel 2005) und eine hohe Unternehmenstransparenz nach sich zieht. Aus dem Spannungsfeld zwischen Informationsvorbehalten und Geheimhaltungsinteressen des Managements einerseits sowie Publizitätsanforderungen der Finanzmarktöffentlichkeit andererseits ergibt sich somit ein Interessenkonflikt für das Unternehmen bzw. die Unternehmensleitung.<sup>2</sup> Dieser lässt sich nur durch ein unternehmensspezifisches Publizitätscontrolling, bei dem Kommunikationsmaßnahmen und -inhalte bewusst ausgewählt und hinsichtlich ihrer Erfolgswirksamkeit überprüft werden, ökonomisch sinnvoll lösen (Morich 2007, S. 139). Für die Abschätzung der Wirkung einzelner Publizitäts- bzw. Transparenzstrategien auf den Unternehmenserfolg gibt es bisher allerdings nur sehr wenige Forschungsergebnisse (Bentele 2008) zumal sich Erkenntnisse aus internationalen Studien, z.B. über das im angloamerikanischen Raum verbreitete Board-System, aufgrund der Spezifität des deutschen Corporate Governance-Systems nicht unkritisch übertragen lassen. Darüber hinaus analysieren die zur Verfügung stehenden Modelle und Untersuchungen meist nur ausgewählte Aspekte oder vernachlässi-

---

<sup>1</sup> Value Reporting<sup>TM</sup> ist ein geschütztes Warenzeichen von PricewaterhouseCoopers (PwC 2008).

<sup>2</sup> Wenn wir im Folgenden generalisierend von Unternehmen oder anderen Institutionen sprechen meinen wir in der Regel die handelnden und entscheidenden Personen bzw. Personengruppen.

gen wichtige Kommunikationszielgruppen, so dass sie oft zu widersprüchlichen Erkenntnissen gelangen (Morich 2007, S. 94). Eine Abschätzung des ökonomisch sinnvollen Transparenzniveaus eines Unternehmens ist somit nur bedingt möglich.

Im Rahmen dieser Arbeit soll deshalb folgender Forschungsfrage nachgegangen werden:

*Wie gestaltet sich der Zusammenhang zwischen der Transparenzgüte und dem Unternehmenserfolg bei deutschen börsennotierten Kapitalgesellschaften?*

Die Zielstellung dieser Arbeit besteht somit in der umfassenden Aufbereitung und Darstellung des theoretischen und empirischen Erkenntnisstandes zu den Transparenzvor- und -nachteilen. Dazu werden in Kapitel 2 zunächst die begrifflichen und konzeptionellen Grundlagen des Konstrukts der Unternehmenstransparenz erarbeitet (Kapitel 2.1) und es wird untersucht, wie sich die Transparenzgüte deutscher börsennotierter Unternehmen bewerten lässt (Kapitel 2.2). Anschließend sollen in Kapitel 3 und 4 die theoretischen Modelle und empirischen Studien zu den wichtigsten Transparenzeffekten im Finanz- und Gütermarkt analysiert und zusammengefasst werden. In Kapitel 5 werden die Forschungsergebnisse schließlich kritisch gewürdigt und die Validität der theoretischen Modelle beurteilt, bevor die Arbeit mit einer Zusammenfassung und einem Ausblick in Kapitel 6 abschließt.

## **2 Zur Beurteilung der Transparenz von börsennotierten Unternehmen**

### **2.1 Begriffliche und konzeptionelle Grundlagen**

Die Unternehmenstransparenz (Corporate Transparency, Enterprise Transparency) ist ein in der Literatur und Praxis häufig verwendeter, aber nur selten definierter und abgegrenzter Begriff. Im Folgenden soll das Konstrukt „Unternehmenstransparenz“ deshalb zunächst im Kontext artverwandter Begriffe wie der Unternehmenspublizität (Corporate Disclosure) oder der Unternehmenskommunikation (Corporate Communication<sup>3</sup>) erläutert werden.

---

<sup>3</sup> Corporate Communication wird in dieser Arbeit analog zu Morich (2007) und Will/Wolters (2001) bedeutungsgleich zum Begriff der Unternehmenskommunikation verwendet, obwohl er

Eine mögliche Definition der Unternehmenstransparenz, die im Rahmen dieser Arbeit verwendet werden soll, basiert auf der Vorstellung von Bushman/Smith (2003) und Bushman/Piotroski/Smith (2004, S. 208-211). Danach ergibt sich die Unternehmenstransparenz aus der öffentlichen Verfügbarkeit unternehmensspezifischer Informationen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragssituation (z.B. Informationen über Finanzierung, Investitionschancen, Unternehmenswert, Management, Strategien). Zur Charakterisierung der Unternehmenstransparenz ist deshalb der Informationsaustausch zwischen dem Unternehmen und der Unternehmensumwelt (Öffentlichkeit) zu analysieren. Systemtheoretisch lässt sich ein Unternehmen als offenes - mit der Umwelt interagierendes -, teilautonomes - in der Entscheidungsfindung von Einflüssen aus der Unternehmensumwelt abhängiges -, dynamisches - zeitlichen Veränderungen unterliegendes - und komplexes - durch hohe Anzahl an Elementen und Wechselwirkungen gekennzeichnetes - System, das aus einzelnen Subsystemen (z.B. Führungs-, Ausführungssystem) besteht und Teil eines umfassenderen Suprasystems ist, modellieren (Morich 2007, S. 17; Rother 2003, S. 43). Durch seine offene Systemgrenze kann es Leistungen, Finanzmittel und Informationen mit der Umwelt austauschen, wobei in Abbildung 1, links lediglich die Informationsströme dargestellt sind.

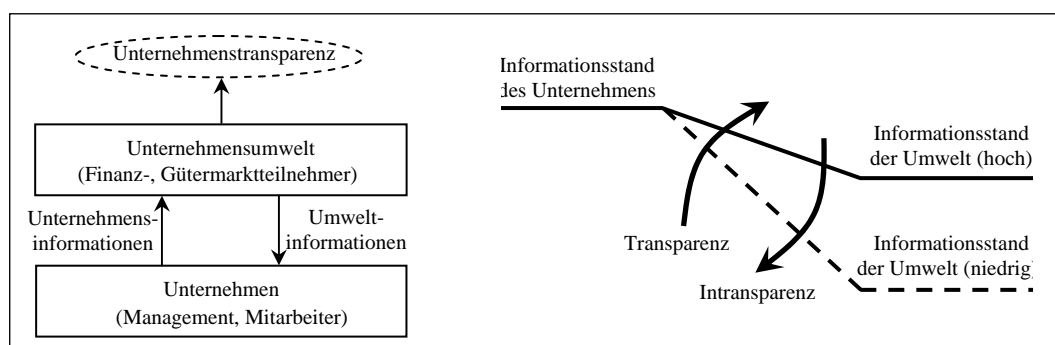


Abb. 1: Allgemeine Definition der Unternehmenstransparenz

Infolge der Transformation privater Unternehmensinformationen in öffentliche Informationen für die Unternehmensumwelt erhöht sich deren Informationsstand,

---

oft auch als Bestandteil des Corporate-Identity-Konzeptes (neben Corporate Design, Corporate Behavior, Corporate Culture) angesehen wird (Paulmann 2005).

was zu einer Verringerung der Informationsasymmetrie führt (Abb. 1, rechts). Damit erhöht sich schließlich die wahrgenommene, externe Transparenz<sup>4</sup> des Unternehmens in der Finanzmarktöffentlichkeit, so dass die Transparenzgüte mit geringer werdender Informationsasymmetrie ansteigt.

Im Folgenden ist zu analysieren, welche Informationseigenschaften den öffentlichen Informationsstand<sup>5</sup> und damit die Transparenz beeinflussen. Ausgangspunkt ist zunächst das Informationsangebot des Unternehmens (vgl. Abbildung 2), das sich am objektiven (intersubjektiven) und subjektiven (individuell zur Entscheidungsfindung von Investoren benötigten) Informationsbedarf orientieren sollte (Kuhnle/Banzhaf 2006). In der Regel sind diese zwei Bedarfswelder nicht kongruent, d.h. sie überschneiden sich nur partiell, wobei sich die Schnittmenge mit zunehmender Strukturiertheit des Entscheidungsproblems und größerer Erfahrung des Entscheidungsträgers erhöht.

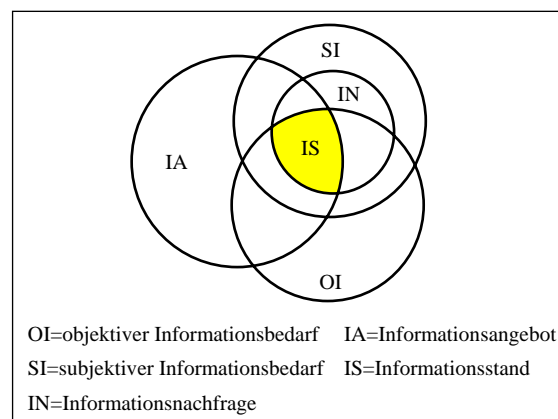


Abb. 2: Definition des Informationsstandes (in Anlehnung an Kuhnle/Banzhaf 2006, S. 29).

<sup>4</sup> Neben der externen Unternehmenstransparenz in der Finanzmarktöffentlichkeit (im Folgenden: Unternehmenstransparenz bzw. Transparenz) gibt es noch weitere Transparenzformen, die sich auf andere/speziellere externe (z.B. Zentralbankentransparenz, vgl. Hahn 2001) oder interne Informationsgefälle zwischen Mitarbeitern und Management (z.B. Mitarbeitertransparenz, vgl. Unger/Fuchs 2005) bzw. Management und Mitarbeitern (interne Unternehmenstransparenz, vgl. Praschelik 2001) beziehen.

<sup>5</sup> Für die Transparenz von börsennotierten Unternehmen ist eigentlich nur der Informationsstand der Finanzmarktöffentlichkeit (i.w.S.) bzw. der Investoren (i.e.S.) relevant. Da die Informationen jedoch auch der übrigen Umwelt (z.B. Gütermarkt) zugänglich sind, erhöht sich auch der Informationsstand der Öffentlichkeit.



Der subjektive Informationsbedarf zeigt sich schließlich in einer konkreten Informationsnachfrage des Entscheidungsträgers, die allerdings in Abhängigkeit von seinem Suchverhalten, Anspruchsniveau etc. nur eine Teilmenge des tatsächlichen Informationsbedarfs ausmacht. Durch das Informationsangebot des Unternehmens ergibt sich schließlich eine Schnittmenge, in der Informationsangebot, -nachfrage und -bedarf übereinstimmen und die den Informationsstand der Finanzmarktöffentlichkeit bzw. das Transparenzniveau des Unternehmens bestimmt. Alternativ werden in der Literatur auch verschiedene weitere Kommunikationslückenmodelle diskutiert (Eccles/Herz/Keegan/ Phillips 2002, S. 161; Fischer/Wenzel 2005), wobei die einzelnen Kommunikationslücken<sup>6</sup> ursächlich für die unvollständige Überdeckung von Informationsangebot und Informationsnachfrage sind. Das Unternehmen kann die Kommunikationslücken bzw. die Transparenzgüte demnach nur durch eine zielgruppen- und bedarfsgerechte Festlegung des Informationsangebotes signifikant beeinflussen. Die vom Management gewählte Publizitätsstrategie wird dabei von seinem Corporate-Governance-System bestimmt.

Dieses besteht aus einer Kombination von verschiedenen Instrumenten<sup>7</sup> und Regelungen zur effektiven Leitung und Kontrolle des Unternehmens (Hommelhoff/Hopt 2003, S. 159). Damit die eingesetzten Instrumente funktionsfähig sind und eine Unternehmenskontrolle durch die Investoren ermöglichen, müssen bewertungsrelevante Informationen möglichst umfassend publiziert werden (Böcking/Dutzi 2003; Meyer 2003). Corporate-Governance-Vorschriften beinhalten daher stets auch umfangreiche Publizitätsvorschriften<sup>8</sup> für börsennotierte Unter-

---

<sup>6</sup> Aus Kommunikationsproblemen innerhalb des Unternehmens und zwischen Markt und Unternehmen ergeben sich bspw. Qualitäts-, Berichts-, Übereinstimmungs-, Wahrnehmungs- und Informationslücken, die u.a. zu einer Über- oder Unterbewertung des Unternehmens (Wertlücke) führen (Eccles et al. 2002).

<sup>7</sup> Unternehmensinterne (z.B. Regelungen zur Managemententlohnung, Kompetenzverteilung in der Unternehmensführung, Board- bzw. Aufsichtsratsbesetzung) und unternehmensexterne Instrumente (z.B. Übernahmedrohungen, Regelungen zu Investorenstimmrechten) (Denis 2001; Waldenberger 2000).

<sup>8</sup> Für börsennotierte Unternehmen in Deutschland sind die Corporate-Governance-Regeln einschlägiger Gesetze und zusätzlich weitere Empfehlungen im Deutschen Corporate Governance Kodex zusammengefasst, der u.a. auch die Kapitel „Transparenz“ und „Rechnungslegung und Abschlussprüfung“ enthält (DCGK 2007). Die Unternehmen müssen in einer jährlich zu veröffentlichenden Entsprechenserklärung außerdem darlegen, inwieweit diese Regelungen befolgt wurden.

nehmen (Witt 2002, S. 51). Das Ziel „guter Corporate Governance“<sup>9</sup> besteht in der Herstellung eines dauerhaften Interessenausgleichs zwischen den Stakeholdern (Hommelhoff/Hopt 2003, S. 159), wobei das Oberziel in der Maximierung des Unternehmenswertes für die Shareholder bzw. Investoren („Shareholder Value“) oder Stakeholder bzw. Anspruchsgruppen („Stakeholder Value“) liegt. Die Stakeholder<sup>10</sup> des Unternehmens lassen sich dabei nach verschiedenen Kriterien abgrenzen (Mitchell/Angle/Woods 1997). Allgemein werden darunter alle Personengruppen und Institutionen verstanden, bei denen sich berechnete Ansprüche bzw. Interessen (d.h. potenzielle/tatsächliche Schädigungen oder Vorteile) durch die Entscheidungen des Unternehmens ergeben (Donaldson/Preston 1995; Turnbull 1997) und die dieses beeinflussen bzw. von diesem beeinflusst werden (Stößlein 2006). Zur Berücksichtigung der pluralistischen Ziele und Interessen relevanter Stakeholder sind vom Management auf der Grundlage des jeweiligen Corporate Governance-Systems Strategien festzulegen und durch die operativen Maßnahmen des Stakeholder-Relationship-Managements umzusetzen. Je nach Stakeholder-Zielgruppe können folgende Teilbereiche unterschieden werden: Investor Relations (Eigenkapital-/Aktienmarketing) für die Investoren, Creditor Relations (Fremdkapitalmarketing) für die Banken, Customer Relations (Güter- und Dienstleistungsmarketing) für die Kunden, Employee Relations für die Mitarbeiter, Supplier Relations für die Lieferanten und Public Relations (Öffentlichkeitsarbeit) für alle Stakeholder der gesellschaftlichen Umwelt (Kuhnle/Banzhaf 2006, S. 36; Stößlein 2006, S. 15-33). Eine umfassende Bearbeitung aller Teilbereiche kann durch integrierte Unternehmenskommunikation (Corporate Communication) mit untereinander abgestimmten Kommunikationsinstrumenten, aus denen sich das Informationsangebot des Unternehmens für seine Umwelt ergibt, erfolgen.

---

<sup>9</sup> Deutsche Begriffe sind: Unternehmenssteuerung und -kontrolle, Organisation der Leitung, Organisation der Unternehmensführung, Leistungsstruktur des Unternehmens (Witt 2002, S. 41).

<sup>10</sup> Stakeholdern der Unternehmensumwelt werden meist den Finanzmarktteilnehmer bzw. der Finanzmarktöffentlichkeit (Eigen-, Fremdkapitalgeber, Finanzmarktregulatoren, -multiplikatoren), den Gütermarktteilnehmern (Kunden, Lieferanten, potenzielle/aktuelle Wettbewerber von Beschaffungs-/ Absatzmarkt), den Unternehmensmitgliedern (Manager, Mitarbeiter) und den Akteuren der gesellschaftlichen Umwelt (Staat, Bürger) zugeordnet. Innerhalb der Finanzmarktöffentlichkeit (Financial Community) haben die Eigenkapitalgeber (Investoren, Shareholder) wegen ihrer hohen Risikoübernahme dabei einen besonders hohen Einfluss (Kuhnle/Banzhaf 2006, S. 23 und 54; Morich 2007, S. 23-37).

Für die in dieser Arbeit zu analysierende Unternehmenstransparenz sind vorrangig die mit der Finanzkommunikation bzw. Unternehmenspublizität<sup>11</sup> bearbeiteten Kommunikationsbeziehungen zu den Kapitalmarktteilnehmern<sup>12</sup> relevant, da die dabei gesendeten Informationen eine vergleichsweise hohe Qualität aufweisen (z.B. Geschäftsberichte vs. Werbeinformationen für Kunden) und gleichzeitig öffentlich zugänglich sind (z.B. Geschäftsberichte vs. diskretionäre Informationen für Banken). Der Inhalt des dabei gebildeten Publizitätssystems ist sowohl von den Publizitätsvorschriften des Corporate-Governance-Systems (obligatorischer Inhalt), als auch den Empfehlungen und Forderungen der Investoren und Multiplikatoren (freiwilliger Inhalt) abhängig und wird durch die Kommunikationsinstrumente der Investor Relations i.e.S.<sup>13</sup> verbreitet. Er lässt sich dem entsprechend in regulatoreninduzierte Informationen der regelmäßigen (z.B. Geschäfts-, Zwischen-, Governance-Berichte, Hauptversammlung, Analystenkonferenz) und situationsgebundenen Publizität (z.B. Ad-hoc-, Prospekt-, Beteiligungs-, Registerpublizität, Directors Dealing), investoreninduzierte Informationen (Daten zu harten und weichen Erfolgsfaktoren des Unternehmens) und multiplikatoreninduzierte Informationen (z.B. für Aktien-, Unternehmensanalysen) einteilen (Morich 2007, S. 118-136).

Aus diesem Informationsinhalt sind nun die transparenzrelevanten, d.h. den Informationsstand der Finanzmarktöffentlichkeit erhöhenden, Aspekte abzuleiten. In der Literatur werden dazu verschiedene Kriterien für eine Operationalisierung des

---

<sup>11</sup> Als Finanzkommunikation bzw. Unternehmenspublizität (Corporate Disclosure) wird die Veröffentlichung unternehmensbezogener Informationen (eventuell ergänzt um branchen- und gesamtwirtschaftliche Daten) an die Kapitalmarktteilnehmer verstanden (Bommer 2005; Morich 2007, S. 132). Die Unternehmenspublizität ist damit ursächlich für die Unternehmenstransparenz verantwortlich.

<sup>12</sup> Zu den Kapitalmarktteilnehmern gehören institutionelle und individuelle Investoren (Eigenkapitalgeber), Multiplikatoren (Finanzanalysten, -medien, Ratingagenturen) und normensetzende bzw. normenüberwachende Regulatoren. Sie sind zugleich Teil der Finanzmarktteilnehmer, die gemäß der Finanzmarktstruktur von Huchzermeier (2006) zusätzlich noch die Geld-/Kreditmarktteilnehmer einschließen.

<sup>13</sup> Investor Relations i.e.S. (Finanzkommunikationspolitik) ist ein Marketingmixbereich der Investor Relations i.w.S. (Aktienmarketing), der sich aus Produktpolitik (Finanzierungsinstrumente, Aktiengattungen festlegen), Distributionspolitik (Börsensegment festlegen), Preispolitik (Erstmissionspreis festlegen) und Investor Relations i.e.S. (Informations- und Kommunikationspolitik festlegen) zusammensetzt (Morich 2007, S. 14).

Transparenzkonstruktes aufgeführt. Bushman/Smith (2003) stellen einen umfassenden Kriterienkatalog zur Charakterisierung der Transparenz länderspezifischer Publizitätssysteme vor, aus denen sich auch für die unternehmensspezifische Transparenz Kriterien ableiten lassen. Demnach ist die Transparenzgüte abhängig von Inhalt und Aktualität der Geschäftsberichte und von der Informationsverfügbarkeit. Elsbach/Elofson (2000) führen außerdem an, dass leicht verständliche Informationen als Signal für Offenheit und Erklärungsbereitschaft gewertet werden können. Die DVFA<sup>14</sup> betont ebenfalls die Bedeutung der Verständlichkeit/Nachvollziehbarkeit sowie der Entscheidungsrelevanz/Wesentlichkeit des Informationsinhaltes für die Transparenz. Morich (2007, S. 129 und 229-232) stellt schließlich heraus, dass die Glaubwürdigkeit bzw. Verlässlichkeit (Reliabilität) und Relevanz der Information maßgeblich den Informationsstand beeinflussen, wobei zusätzlich noch konkrete Anforderungen an einen investorenbezogenen, entscheidungsrelevanten Inhalt zu berücksichtigen sind. Entscheidungsrelevante Informationen sind stets zukunftsorientiert, so dass vergangenheitsbezogene Daten nur als Basis für Zukunftsprognosen bedeutsam sind (Fischer/Wenzel 2005, S. 24). Zur Ermittlung relevanter Inhalte kann auf Erkenntnisse der Erfolgsfaktorenforschungen<sup>15</sup>, sowie diverse Inhaltskonzepte und Berichtsmodelle<sup>16</sup> der wertorientierten Berichterstattung<sup>17</sup> zurückgegriffen werden. Vor diesem Hintergrund

---

<sup>14</sup> Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA 2007).

<sup>15</sup> Mit den Erkenntnissen der Erfolgsfaktorenforschung lassen sich die kritischen Erfolgsfaktoren (Wertgeneratoren, -treiber) ermitteln und darstellen. Das entscheidungsrelevante Informationsangebot für Investoren und Multiplikatoren sollte sich demnach auf Daten zu harte und weiche Erfolgsfaktoren konzentrieren (Morich 2007, S. 127-131). Anhand abnormaler Kursveränderungen unmittelbar nach der Veröffentlichung wurde die Entscheidungsrelevanz verschiedener Informationen bereits empirisch untersucht (Morich 2007, S. 230-232).

<sup>16</sup> Inhaltskonzepte stellen Gestaltungsempfehlungen und Inhaltskategorien für eine transparente Berichterstattung systematisch zusammen (z.B. Fey/Siegler 2000; Fischer 2003; Labhart 1999; Müller 1998; Ruhwedel/Schultze 2002; Stauber 2003), wobei neben den traditionellen Finanzkennzahlen zunehmend nicht-monetärer, ökologische, soziale und branchenbezogene Informationen an Bedeutung gewinnen (Fischer/Wenzel 2005). Darüber hinaus bieten Berichtsmodelle verschiedene Bezugsrahmen und Ablaufpläne zur Zusammenstellung transparenter Berichtsinhalte (teilweise unter Berücksichtigung negativer Publizitätseffekte) an (z.B. AICPA 1994; FASB 2001, S. 13).

<sup>17</sup> Die wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting<sup>TM</sup>) umfasst alle obligatorischen und freiwilligen Komponenten der externen Berichterstattung zum Abbau von Informationsasymmetrien und zum Schließen der Wertlücke (Differenz zwischen interner und externer Unterneh-

wurden in der Literatur sechs transparenzbestimmende Kriterien bzw. Eigenschaften des Publizitätssystems identifiziert (vgl. Abbildung 3), wobei, wie argumentiert wurde (s. o.), der Einfluss der Informationsqualität (Relevanz, Reliabilität, Aktualität, Verständlichkeit) auf die Transparenzgüte wesentlich bedeutsamer als der der Informationsmenge ist.

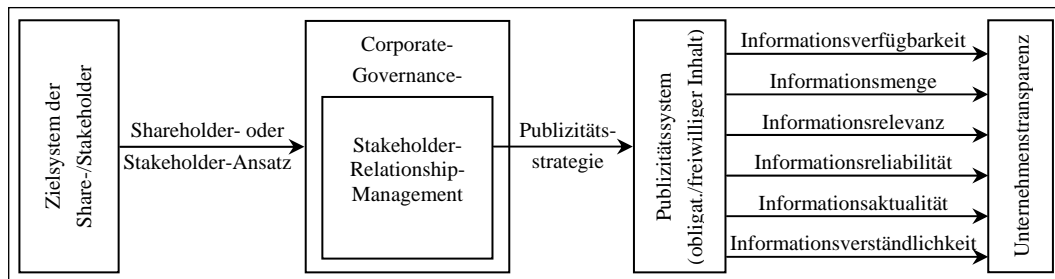


Abb. 3: Herkunft und Ausprägungen der Dimensionen von Unternehmenstransparenz

Für die (externe) Unternehmenstransparenz lässt sich somit die folgende Definition formulieren:

*Die Unternehmenstransparenz beschreibt den Informationsstand der Finanzmarktöffentlichkeit (i.w.S.) bzw. Investoren (i.e.S.) relativ zu dem des Unternehmensmanagements. Eine hohe Transparenz, d.h. ein hoher Informationsstand der Finanzmarktöffentlichkeit, ergibt sich aus der öffentlichen Verfügbarkeit einer möglichst großen Menge an aktuellen, verständlichen, relevanten und verlässlichen Informationen über die Vermögens-, Finanz- und Ertragssituation des betreffenden Unternehmens.*

Auf der Basis dieses Begriffsverständnisses kann im Abschnitt 2.2 analysiert werden, wie die Transparenzgüte bei deutschen börsennotierten Unternehmen bewertet werden kann.

## 2.2 Die Transparenzgüte deutscher börsennotierter Unternehmen

Ausgangspunkt der Analyse von Transparenzeffekten ist stets eine Evaluation der Transparenzgüte. Für die Güteabschätzung kann auf Bewertungssysteme zurück-

---

mensbewertung) (Fischer/Wenzel 2005, S. 34). Eine hohe Value-Reporting-Güte führt somit zu hoher Unternehmenstransparenz.

gegriffen werden, die durch Evaluation von Finanzkommunikationsmaßnahmen (Investor-Relations-Güte) (Schachel/Vögtle 2006), Geschäftsberichten (Berichtsgüte, Reporting-Score, Disclosure Index) (Fischer/Wenzel 2005, S. 62-74) oder Corporate-Governance-Maßnahmen (Corporate-Governance-Güte) (Bassen/Klein/Zöllner 2006a) auch transparenzrelevante Eigenschaften des Publizitätssystems (siehe Abbildung 3) zumindest teilweise mit bewerten. Meist werden nur ausgewählte Aspekte des Informationsangebotes (z.B. Geschäftsberichte, Entprechenserklärungen, Internetseiten) anhand des Erfüllungsgrades mit vorab definierten und am Informationsbedarf der Adressaten orientierten Kriterienkatalogen<sup>18</sup> beurteilt, so dass sich die Transparenzgüte aus der Schnittmenge von Informationsangebot und -nachfrage ergibt (siehe Abbildung 2). Im Folgenden soll deshalb auf wichtige Studien zu Informationsangebot und -nachfrage näher eingegangen werden.

### **2.2.1 Informationsnachfrage von Kapitalmarktteilnehmern**

Obwohl die Informationsanforderungen von Kapitalmarktteilnehmern - im Gegensatz zu denen von Unternehmen - noch vergleichsweise unerforscht sind (Stößlein 2006, S. 41), lassen sich aus den bisherigen Studien bereits wichtige Erkenntnisse ableiten:

- Institutionelle Anleger fordern eine systematische Auflistung von Geschäftsergebnissen nach Sparten, Ländern/Regionen, Beteiligungen; mehr Hintergrund (z.B. Strategien, Brancheneffekte) und Prognoseinformationen (z.B. Chancen und Risiken) sowie teilweise bessere Daten zu Kunden, Lieferanten und Mitarbeitern. Kritisiert wird darüber hinaus die geringe Bereitschaft zur Bekanntgabe negativer Informationen und das Überangebot an wenig informativen Inhalten (z.B. Unternehmenswerbung, Finanzanzeigen, Aktionärsbriefe) (Schulz 1999; Stößlein 2006, S. 51). Auch zur zunehmenden Nachfrage nach nicht-finanziellen, zukunftsorientierten Daten (Ruhwedel/Schultze 2002, S. 607), zu

---

<sup>18</sup> Da sich die Kriterienkataloge und die Kennzahlenermittlung zwischen einzelnen Bewertungssystemen teilweise deutlich unterscheiden, können gleiche Stichproben oft zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen (Bassen et al. 2006a).

bedeutsamen Informationspositionen in Geschäftsberichten (Benjamin/Stanga 1977; Bittner 1996; Buzby 1975; Chandra 1974; Dempsey/Gatti 1997; HG 1998) und Präsentationswünschen (SRI International 1987) gibt es bereits Studien.

- Von privaten Investoren wird außerdem eine schnellere Publizierung von Finanzdaten nach Abschluss des Geschäftsjahres gefordert (derzeitige Dauer: durchschnittlich 49 Tage (Stößlein 2006, S. 51)). Auch die Nachhaltigkeitsberichterstattung und Angaben zur „Equity Story“ sind für sie zunehmend bedeutsam (Hank 1999; o.V. 2003).
- Finanzanalysten haben ähnliche Erwartungen wie institutionelle Investoren und möchten vor allem detaillierte Angaben zu Kennzahlen des operativen und Finanzbereichs, zu Managementfähigkeiten und Strategien (Schulz 1999).
- Finanzmedien kritisieren vor allem eine zu geringe Orientierung der Pressestelle an ihren Bedürfnissen, inhaltlich uninteressante bzw. fehlerhafte Presseberichte und zu wenig geschlossene Bereiche (für journalistenspezifische Belange) auf den Internetseiten der Unternehmen (Doebelin 2003; ORC/ProfNet 2000).

Obwohl bspw. vom Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) in regelmäßigen Abständen aktuelle Studien und Trends zu Informationsanforderungen vorgelegt werden, wird den Unternehmen nur von 10% der Investoren und Analysten eine aktive Kommunikationspolitik bescheinigt (Stößlein 2006, S. 51). Da ihre Informationsanforderungen in Zukunft noch steigen werden (Serfas/Arnold 1999; Strenger 1996, S. 467-469), können Unternehmen eine hohe Transparenzgüte somit nur durch ein noch größeres oder zielgruppenorientiertes Informationsangebot erreichen.

### **2.2.2 Informationsangebot von börsennotierten Unternehmen**

Das Informationsangebot ergibt sich einerseits aus freiwilligen Informationen, deren Qualität aus der Corporate Governance- oder Publizitätsgüte (Investor-Relations- und

Berichtsgüte) einschätzbar ist, und andererseits aus dem vom jeweiligen Rechts- und Rechnungslegungssystem<sup>19</sup> abhängigen obligatorischen Inhalt (Pflichtpublizität). Als wichtigster Informationsträger gilt dabei der Geschäftsbericht (i.V.m. Personal-/Nachhaltigkeits-/ Umweltberichten), der zugleich auch bedeutsamstes Finanzmarketinginstrument für den Reputationsaufbau und die Imageprofilierung ist (Ridder 2004). Aus Studien und Evaluationen zur Berichts- und Investor-Relations-Güte lassen sich folgende Erkenntnisse zusammenfassen:

- Das Informationsangebot korreliert positiv mit Umsatz, Aktionärsanzahl, Rechnungslegungssystem (IFRS und US-GAAP transparenter als HGB), Börsenindexzugehörigkeit (z.B. DAX transparenter als SDAX) und Unternehmensperformance. Die Unternehmensgröße wirkt sich auch meist positiv auf die Transparenzgüte aus und ist bei dem Internetinformationsangebot sogar die Haupteinflussgröße (Bollen/Hassink/Bozic 2006). Überraschend ist dagegen, dass Verschuldungsgrad, Aktionärsstruktur, Mitarbeiterbeteiligung und Liquidität nicht bzw. nicht in allen Studien als signifikante Einflussgrößen nachgewiesen werden konnten (Fischer/Wenzel 2005, S. 87-117; Gelb/Zarowin 2002; Stößlein 2006, S. 55-60; Streuer 2004).
- Hinsichtlich der angebotenen Inhalte gilt, dass bewertungsrelevante, negative Informationen deutlich weniger bzw. später (z.B. mangelnde Krisenkommunikation, Untergewichtung negativer Ad-hoc-Mitteilungen) (Stößlein 2006, S. 46-51) und Directors' Dealings<sup>20</sup> oft erst nach Bestätigung der Orderausführung publiziert werden (Stößlein 2006, S. 59). Darüber hinaus zeigt sich ein zunehmender Missbrauch von Ad-hoc-Mitteilungen zu Werbezwecken, wobei sich der Anteil irrelevanter Sachverhalte (z.B. Mehrfachnennungen) stark er-

---

<sup>19</sup> Börsennotierte Unternehmen erstellen ihre Geschäftsberichte nach HGB, IFRS oder US-GAAP, wobei ersteres als vergleichsweise intransparenter (z.B. wegen Möglichkeit zur Bildung stiller Rücklagen) gilt (Kirchbach 2007). Bei allen Systemen gilt jedoch die Adressatenprivilegierung, d.h. vordergründige Orientierung an den unmittelbar von der Unternehmenslage betroffenen Informationsadressaten (z.B. Eigen-, Fremdkapitalgeber). Dennoch dürfen auch die restlichen Informationsempfänger (Öffentlichkeit, z.B. Finanzmedien, Wettbewerber) nicht vernachlässigt werden (Fiebiger 2006; Schirmacher 1991, S. 52-59).

<sup>20</sup> Geschäfte mit eigenen Aktien durch privilegierte Informationsträger von Vorstand und Aufsichtsrat.



höht hat (Feinendegen/Nowak 2001). Es ist daher nicht verwunderlich, dass die Deckung des Informationsbedarfs der Adressaten bei den Unternehmen des DAX 100 im Mittel nur zwischen 10,9% (1999) und 14,8% (2002) liegt (Fischer/Wenzel 2005, S. 74-81).

Darüber hinaus werden von Unternehmen zunehmend auch Corporate-Governance-Informationen angeboten und mit verschiedenen Gütemaßen bewertet. Am weitesten verbreitet bzw. zugänglich sind dabei Gütemaße, denen die DCGK-Entsprechenserklärung vollständig oder überwiegend zugrunde liegt. Studien zum DCGK-Entsprechungsgrad der DAX-, MDAX- und TecDAX-Unternehmen werden seit 2004 jährlich veröffentlicht (z.B. Werder/Talaulicar 2008). Auch für andere Corporate-Governance-Gütemaße liegen Ergebnisse vor, so dass sich folgende Erkenntnisse zum Informationsangebot<sup>21</sup> des Unternehmens gewinnen lassen:

- Die mittlere DCGK-Entsprechungsquote der DAX-, MDAX-, TecDAX-Unternehmen liegt bspw. im Jahr 2003 bei 98%, 97%, 100% (Transparenz) bzw. 98%, 92%, 97% (Rechnungslegung und Abschlussprüfung) (Bassen/Kleinschmidt/Prigge/Zöllner 2006c) und konnte ihre im Vergleich zu anderen Kategorien hohe Akzeptanz in den Folgejahren bestätigen (Werder/Talaulicar 2008).
- Andere Corporate Governance-Gütemaße, bei denen neben der Entsprechung noch die kommunikative Aufbereitung analysiert wurde, zeigten dagegen vor allem bei kleineren Unternehmen (Small Caps) geringere Werte (Martin 2003). Während das Gütemaß von Bassen et al. (2006a, 2006b) noch Quoten von jeweils 94%, 70%, 83% (Transparenz und Rechnungslegung) ausweist, bewerten Graf/Stiglbauer (2007) im Mittel nur noch 78,6% (DAX) bzw. 72,7% (TecDAX) der Unternehmen als uneingeschränkt transparent bei der Begründung von Soll-Empfehlungsabweichungen und 53,5% (DAX) bzw. 29,7% (Tec-

---

<sup>21</sup> Im DCGK sind Angaben zum Informationsangebot vor allem in den Kategorien „Transparenz“ und „Rechnungslegung und Abschlussprüfung“ enthalten (DCGK 2007).

DAX) als uneingeschränkt informativ bei der Stellungnahme zu Sollte-/Kann-Anregungen.

Vor dem Hintergrund der bestehenden Mängel des Informationsangebots erstellten Fischer/Wenzel (2005, S. 59-60) ein umfassendes Inhaltskonzept für eine wertorientierte bzw. transparente Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, wobei der konkrete Berichtsinhalt zusätzlich noch branchenabhängig<sup>22</sup> ist.

### **3 Mögliche Auswirkungen der Unternehmenstransparenz**

Unternehmen stehen in einer Vielzahl von Kommunikations- und Leistungsbeziehungen mit Akteuren aus der Unternehmensumwelt. Der Austausch von Informationen und die damit verbundene Verbesserung der Transparenz kann sowohl positive wie auch negative Effekte bewirken. Im Rahmen eines Kommunikations- bzw. Publizitätscontrolling (Morich 2007) sollten diese Effekte vom Unternehmen gezielt bewertet und genutzt werden, um so den Unternehmenserfolg<sup>23</sup> mit der gewählten Publizitäts- bzw. Transparenzstrategie zu maximieren. Die geringe Transparenzgüte deutscher börsennotierter Unternehmen (vgl. auch Abschnitt 2.2) lässt allerdings vermuten, dass bisher nur wenige Unternehmen ein gezieltes Publizitätscontrolling durchführen und sich deshalb nicht aller Transparenzvorteile bewusst sind bzw. Transparenznachteile eventuell überbewerten.

In diesem Kapitel soll deshalb detailliert auf Erklärungsansätze zur Entstehung positiver und negativer Transparenzeffekte eingegangen werden, um die Bedeutung der Unternehmenstransparenz theoretisch zu fundieren. Grundvoraussetzung hierfür ist eine umfassende, d.h. alle wichtigen Stakeholder berücksichtigende, Analyse der Transparenzeinflüsse auf den Unternehmenserfolg gemäß dem Konzept des Stakeholderkompasses der Unternehmenspublizität (Rolke 2005, S. 125).

---

<sup>22</sup> Unternehmen in jungen Branchen sollten mehr über Investitionen, Innovationen und Wachstumspotenziale berichten, während solche in reifen Branchen vor allem Informationen über die Nachhaltigkeit ihres Wachstums (z.B. Kundenzufriedenheit), die operative und die Finanzperformance anbieten sollten (Fischer/Wenzel 2005, S. 60).

<sup>23</sup> Der Unternehmenserfolg ergibt sich bspw. aus der Shareholder-Value-Steigerung. Zur Definition des Shareholder Values und alternativer Kennzahlen des Unternehmenserfolges gibt es eine Vielzahl an Veröffentlichungen (z.B. Drill 1995; Kuhnle/Banzhaf 2007; Morich 2007, S. 76).

Es berücksichtigt, dass die von börsennotierten Unternehmen publizierten Informationen meist ein öffentliches Gut darstellen und somit nicht nur die Finanzpartner des Kapitalmarktes, sondern auch die Leistungspartner des Beschaffungs- (Personal, Lieferanten, potenzielle Wettbewerber) und Absatzmarktes (Kunden, potenzielle/aktuelle Wettbewerber) als Kommunikationspartner auftreten. Zwischen Transparenz und Unternehmenserfolg ergibt sich somit ein komplexer Zusammenhang. Zunächst ist eine transparente Informationspolitik mit einem größeren öffentlichen Informations- bzw. Vertrauensniveau (Drill 1995; Tiemann 1997) und folglich mit erhöhtem Signaling des Unternehmens bzw. vereinfachtem Screening und Monitoring der Investoren verbunden. Diese Effekte können wiederum auf verschiedene Weise Einfluss auf den Unternehmenserfolg nehmen. In der Literatur werden vor allem folgende Faktoren<sup>24</sup> häufiger benannt:<sup>25</sup>

- Agencyrisiko bzw. Renditeforderung der Aktionäre (Eigenkapitalkosten),
- Vertrauensniveau in der Investor-Manager-Beziehung,
- Rechtfertigungsnotwendigkeiten seitens der Manager,<sup>26</sup>
- Wettbewerbsposition auf den unterschiedlichen Märkten,
- Erhöhung des Informationswertes von Aktienkursen und dessen Einfluss auf Unternehmensbewertung, Managementfähigkeitseinschätzung und Investitionsentscheidungsqualität,
- Finanzkommunikations- und Gerichtskosten.

In den sich anschließenden Abschnitten 3.1-3.7 werden die aufgelisteten Transparenzeffekte hinsichtlich ihrer Wirkung auf den Unternehmenserfolg detailliert

---

<sup>24</sup> Neben den aufgeführten Effekten werden in der Literatur noch weitere, oft vernachlässigbare Auswirkungen dargestellt. Von Stoughton/Wong/Zechner (2000) wird bspw. abgeleitet, dass ein angemessener Aktienkurs (infolge hoher Transparenz) auch die Qualitätsunsicherheit der Kunden des Gütermarktes verringert. Allerdings können sich auch die Preisverhandlungen auf Faktor- und Gütermärkten erschweren.

<sup>25</sup> Die Reihenfolge der Auflistung stellt keine Aussage über die Wichtigkeit oder die Existenz von Abhängigkeiten zwischen den genannten Effekten dar.

<sup>26</sup> Vgl. hierzu insb. Nippa/Petzold (2005) und Petzold (2005).

dargestellt und in einem Einflussfaktorenmodell in Abschnitt 3.8 miteinander in Zusammenhang gebracht.

### **3.1 Agencyrisiko und Eigenkapitalkosten**

Da die Eigenkapitalkosten maßgeblich von der Risikoposition des Aktientitels (Tiemann 1997) und damit vom wahrgenommenen Agencyrisiko der Investoren abhängen, soll dieses zunächst näher charakterisiert werden, bevor auf die einzelnen Kapitalkostentheorien eingegangen wird.

#### **3.1.1 Agencyrisiko der Investoren**

Bei Publikumsgesellschaften übertragen die Investoren (Aktionäre) die Verfügungsgewalt über ihr Eigentum an das Management, um von dessen Arbeitskapazität, Spezialisierungsgrad und Wissensstand zu profitieren (Berle/Means 1968). Daraus folgt allerdings auch, dass sie einen geringeren Wissensstand haben bzw. schlechter informiert sind, da sie ansonsten keinen Nutzen aus der Delegations- bzw. Leistungsbeziehung ziehen würden (Laux 1990). Für die Modellierung derartiger Beziehungen eignen sich neoinstitutionenökonomische Ansätze<sup>27</sup> und hier insbesondere die Agency-Theorie i.e.S.<sup>28</sup>, da sie asymmetrisch verteilte Informationen zwischen den Leistungspartnern berücksichtigen.

---

<sup>27</sup> Neoinstitutionenökonomische Ansätze modellieren Leistungsbeziehungen mit Transaktionsproblemen (Friktionen) aufgrund unvollkommener Märkte und erklären dadurch die Existenz ökonomischer Institutionen (Systeme aus formalen und informellen Regeln), die bei Marktunvollkommenheiten nötig bzw. ökonomisch sinnvoll sind. Mit der Theorie der Verfügungsrechte wird zunächst der eigentliche Transaktionsgegenstand als ein Verfügungsrecht konkretisiert. Darauf aufbauend lassen sich vor dem Hintergrund asymmetrisch verteilter Informationen die beim Tausch der Verfügungsrechte auftretenden Friktionen bzw. Kosten aufgrund bestimmter Transaktionsmerkmale (Analyse der Transaktionskosten durch die Transaktionskostentheorie) bzw. Verhaltensweisen der Transaktionspartner (Analyse der Agenturkosten durch die Agency-Theorie i.w.S.) ermitteln. Informationsökonomische Theorien beschreiben schließlich (teilweise überschneidend mit der Agency-Theorie i.w.S.) die zur Verringerung oder Verteidigung von Informationsasymmetrien angewendeten Informationsaktivitäten der Akteure (z.B. Signaling, Screening) und deren ökonomische Konsequenzen (z.B. Marktversagen) (Schmid 2006).

<sup>28</sup> Die Agency-Theorie i.e.S. (im Folgenden Agencytheorie) argumentiert verbal/qualitativ, während die Prinzipal-Agenten-Theorie formale Modelle aufstellt. Beide Theorieströmungen gehören zur Agency-Theorie i.w.S. (Braid 1995; Eisenhardt 1989; Elschen 1991; Jensen 1983; Levinthal 1988).

Die Agency-Theorie beschreibt arbeitsteilige Delegationsbeziehungen mit einem Prinzipal (hier: schlechter informierter potenzieller/aktueller Investor), der Entscheidungsbefugnisse an einen Agenten (hier: besser informiertes potenzielles/aktuelles Management) überträgt. Es wird davon ausgegangen, dass sich das Management begrenzt rational<sup>29</sup> und opportunistisch verhält und auch die bewusste Schädigung Dritter (z.B. Investoren) zugunsten der Maximierung des eigenen Nutzens in Kauf nimmt (Williamson 1997, S. 193). Daraus resultiert bei unterschiedlicher Interessen- und Informationslage ein Schädigungspotenzial bzw. Agencyrisiko für die Investoren, das gemäß Abbildung 4 aus Informationsproblemen<sup>30</sup> entsteht und verschiedene Risikokomponenten beinhaltet (Breid 1995; Dietl 1993). Der Zeitpunkt des Vertragsschlusses zwischen Investor und Management entspricht dabei der Anlageentscheidung (Aktienkauf), zu dem er sich für das Vertragsobjekt (Geschäftsidee bzw. Unternehmensqualität) entscheidet. Da die Investor-Manager-Beziehung durch ein hohes Maß an Informationsasymmetrie, Komplexität, Dynamik und Ambiguität bei der Entscheidungsfindung bzw. Arbeit des Managements gekennzeichnet ist (March 1978), ergibt sich für die Investoren ein hohes Agencyrisiko, so dass sie eventuell auf eine Leistungsbeziehung bzw. Finanzierung der Geschäftsidee verzichten (Marktversagen).

---

<sup>29</sup> Das Management kann sich wegen unvollständiger Informationen über zukünftige Ereignisse/Entwicklungen, mangelnde Kenntnis aller Entscheidungsalternativen etc. nicht unbegrenzt rational verhalten, handelt aber trotzdem nach einem konsistenten Kalkül, d.h. zumindest begrenzt rational (March 1978, S. 592; Milgrom/Roberts 1992, S. 130-131).

<sup>30</sup> Wegen ähnlicher Problemstruktur werden  $I_1$  und  $I_2$  oft auch zu „hidden characteristics“, sowie  $I_4$  und  $I_5$  zu „hidden action“ zusammengefasst (Dietl 1993, S. 138).

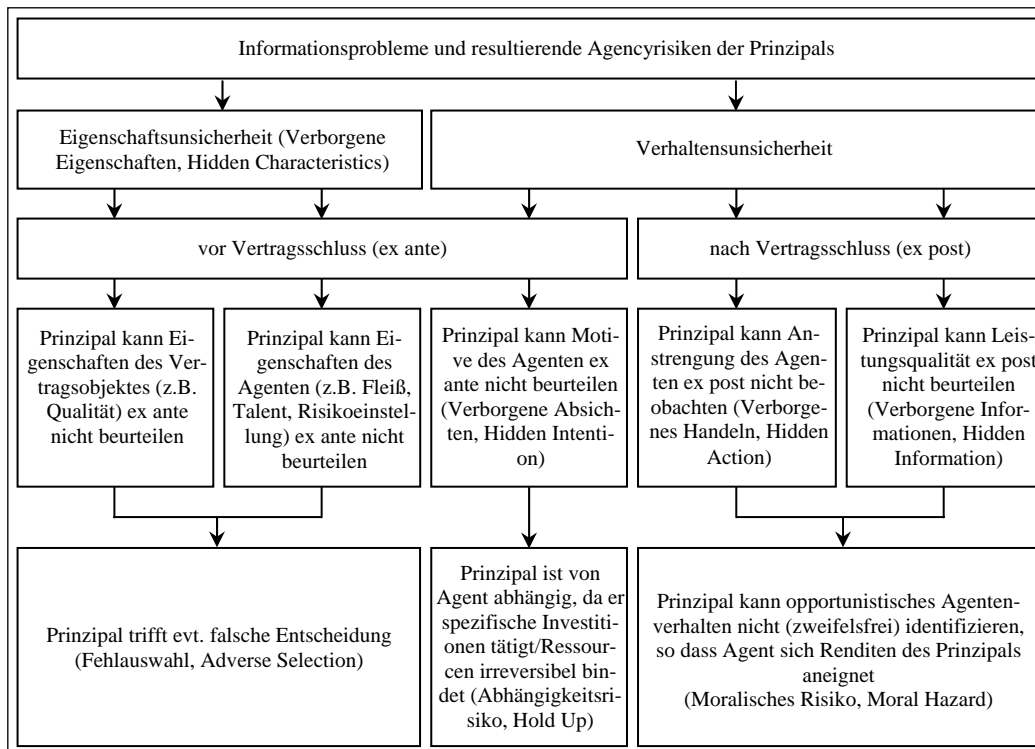


Abb. 4: Informationsprobleme und Agencyrisiken der Investoren (in Anlehnung an Breid 1995 und Dietl 1993).

In der Literatur werden deshalb verschiedene Anreiz-, Kontroll- und Informationsmechanismen zur Agencyrisikoreduktion vorgeschlagen, die gemäß Abbildung 5 von Prinzipal oder Agent initiiert und vor, während oder nach Vertragsschluss<sup>31</sup> anwendbar sind. Auf der Basis der in Abbildung 3 abgeleiteten sechs Transparenzdimensionen folgt, dass eine höhere Transparenz mit dem Angebot einer größeren Menge an relevanten, verständlichen, aktuellen, glaubwürdigen und öffentlich zugänglichen Informationen einhergeht. Eine erhöhte Unternehmenstransparenz lässt sich damit als Signaling (Offenlegung vertragsrelevanter Informationen) interpretieren, der das Agencyrisiko des Prinzipals verringert (vgl. Abbildung 5).

<sup>31</sup> Die strenge Zuordnung einzelner Risikoreduktionsmechanismen zu bestimmten Vertragsphasen gilt nur bei einperiodischer Betrachtung. Bei der Finanzierung durch Investoren handelt es sich jedoch um mehrperiodische Konstellationen, so dass sich die einzelnen Phasen rollierend überlagern (Petzold 2005).

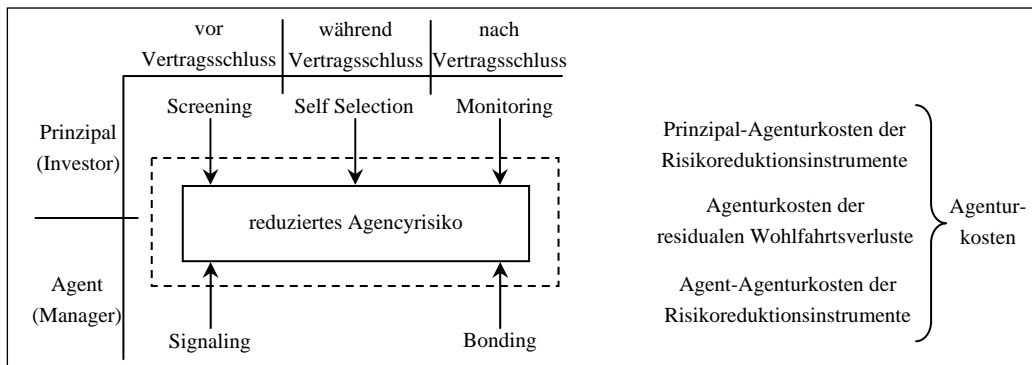


Abb. 5: Instrumente zur Agencyrisikoreduktion mit den zugehörigen Agencykosten (modifiziert nach Petzold 2005).

Der Signalingeffekt wird auf Agentenseite noch dadurch verstärkt, dass eine erhöhte Transparenz vertrauensbildend und reputationsfördernd wirkt. Da die Reputation bei opportunistischem Verhalten Schaden nehmen würde, kann sie das Risiko des Investors ebenfalls verringern und eventuell sogar als Informationersatz wirken, weil sie ein Fehlverhalten des Agenten unwahrscheinlicher macht (Spremann 1988). Gleichzeitig legen sich transparente Unternehmen mehr Verpflichtungen auf, indem sie beispielsweise die Informationsreliabilität durch Garantien bzw. Attestierungen (z.B. Wirtschaftsprüfer, Auswahl höherwertiger Börsensegmente<sup>32</sup>) erhöhen und ihre diskretionären Entscheidungsfreiräume damit freiwillig beschränken (Bonding). Auf Investorenmenseite ergeben sich weitere positive Transparenzeffekte dadurch, dass sich die Aufwendungen für Screening (Informationssuche zur Inspektion/Beurteilung des Managements) und Monitoring (Kontroll-, Steuer- und Anreizmechanismen des Investors) verringern bzw. diese leichter und effizienter umsetzbar sind. Auch die Self Selection, bei der der Prinzipal dem Agenten unterschiedliche Verträge zur Auswahl stellt, um so eine Offenlegung seiner Eigenschaften bzw. Absichten zu induzieren, ist transparenzabhängig, da sich loyale Manager bevorzugt für transparente und opportunistische Managern

<sup>32</sup> Das Börsensegment „Prime Standard“ der Frankfurter Wertpapierbörse hat bspw. höhere börsliche und gesetzliche Transparenzvorschriften als General Standard, Open Market oder Entry Standard (FWB 2008).

für intransparente Unternehmen entscheiden (vgl. analog Gnida 2005 zu Self Selection am Arbeitsmarkt).

Es lässt sich somit schlussfolgern, dass ein größeres Transparenzniveau das Agencyrisiko durch erhöhtes Signaling (oft ergänzt um Bonding) sowie effizienteres Screening (in Verbindung mit Self Selection) und Monitoring reduziert bzw. die Aufwendungen zur Screening- und Monitoringfinanzierung (Prinzipal-Agenturkosten) verringert. Wegen der komplementären Beziehung<sup>33</sup> des Signaling zu den anderen Kontroll-, Steuer- und Anreizmechanismen leistet eine erhöhte Transparenzgüte für verschiedene Agencyprobleme Lösungsbeiträge (Franck 1995, S. 46), so dass sich ein hohes Potenzial zur Agenturrisiko- und -kostenreduktion (Witt 2002, S. 51) ergibt. Somit kann sie gerade bei der Finanzierung innovativer, riskanter Geschäftsideen bzw. Unternehmen ein Marktversagen verhindern.

### **3.1.2 Eigenkapitalkosten des Unternehmens**

Eigenkapitalkosten ergeben sich aus der Renditeforderung der Investoren (d.h. der Aktienrendite) für die Bereitstellung von Eigenkapital (Kapitalkosteninterpretation<sup>34</sup>). Diese ist abhängig von dem Investitionsrisiko einer Aktie, das sich je nach verwendeter Finanzierungstheorie aus verschiedenen Risikokomponenten zusammensetzt.

In der neoklassischen Finanzierungstheorie (rationale Anleger, vollkommener Kapitalmarkt) werden die Eigenkapitalkosten meist aus dem risikolosen Zinssatz einer festverzinslichen Anlage zuzüglich einer Risikoprämie für das Investitionsrisiko der Aktie berechnet (Tiemann 1997). Das Investitionsrisiko setzt sich dabei aus einem gesamtwirtschaftlich bedingten, systematischen Risiko (z.B. Energiepreise, Wechselkurse, Inflation) und einem betriebswirtschaftlich bedingten, un-

---

<sup>33</sup> Gemäß der empirischen Studie von Bens (2002) hat die Verfügbarkeit bewertungsrelevanter Informationen (durch Signaling) insbesondere für das Monitoring eine hohe Bedeutung.

<sup>34</sup> Eine hohe Aktienrendite wird einerseits als Ausdruck eines größeren Unternehmenserfolges angesehen und sollte deshalb maximiert werden (Erfolgsinterpretation). Andererseits wird eine hohe Aktienrendite auch als Renditeforderung der Investoren angesehen, die minimiert werden sollte, um das Anspruchsniveau der Investoren zu verringern (Kapitalkosteninterpretation) (Bassen et al. 2006c).



systematischen Risiko (z.B. Unternehmenspolitik, Management, Produktionseffizienz) zusammen. Rational handelnde Investoren werden i.d.R. Aktien verschiedener Unternehmen zeichnen und sollten sich gemäß der Theorie von Markowitz (1952) ein volldiversifiziertes Portfolio ohne unsystematisches Risiko zusammenstellen. Auf die nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) berechneten Eigenkapitalkosten geht somit nur das systematische Risiko ein. Daraus folgt, dass die Transparenzgüte in der neoklassischen Modellwelt keinen Einfluss auf die Eigenkapitalkosten hat, da sie lediglich Informationen zur Risikoposition des Unternehmens (unsystematisches Risiko) offen legt (Fischer/Wenzel 2005, S. 5; Morich 2007, S. 80-81).

Auch in der neoinstitutionenökonomischen Finanzierungstheorie<sup>35</sup> (begrenzt rationale Anleger, unvollkommener Kapitalmarkt) beinhaltet das Investitionsrisiko systematische und unsystematische Teilrisiken. Allerdings ergibt sich das unsystematische Risiko nicht nur aus dem betriebswirtschaftlich bedingten Geschäfts- und Finanzierungsrisiko, sondern beinhaltet zusätzlich noch eine Informationsasymmetrie-Risikoprämie<sup>36</sup> (Misstrauenzuschlag, vgl. Tiemann 1997, S. 115 und 158) für das Agencyrisiko (endogenes Risiko) der Investoren (vgl. Abbildung 5). Der Agencyrisikoeinfluss auf die Kapitalkosten wird in den bekannten Ansätzen allerdings nur teilweise als Liquiditätsrisiko (liquiditätsorientierte bzw. Bid-Ask-Spread-Ansätze) oder Schätzrisiko (schätzrisikoorientierte bzw. Estimation-Risk-Ansätze) modelliert (Fischer/Wenzel 2005, S. 12-18; Morich 2007, S. 83). Unter der Liquidität bzw. Marktgängigkeit einer Aktie versteht man dabei die Möglichkeit, diese jederzeit in beliebiger Menge ohne Preisaufschlag (Preisabschlag) kaufen bzw. verkaufen zu können. Dabei gilt, dass Aktien mit geringem Umsatzvolumen (z.B. wegen geringer Marktkapitalisierung oder geringem Streubesitzanteil bzw. Free Float) nur mit Preisabschlag veräußerbar sind. Die theoriegeleitete, lo-

---

<sup>35</sup> Tiemann (1997, S. 155-156) und Fischer/Wenzel (2005, S. 5-6) verweisen darauf, dass für Aktienmärkte keine strenge, sondern bestenfalls eine halbstarke Form der Informationseffizienz zutrifft, so dass die neoinstitutionenökonomische Finanzierungstheorie die Realität besser beschreibt.

<sup>36</sup> Im Gegensatz zu Tiemann (1997, S. 118) und in Übereinstimmung mit Morich (2007, S. 83) werden hierzu nicht die Informations- und Sicherungskosten des Unternehmens gezählt, da sie Finanzkommunikationskosten (s. Kapitel 2.2.6) darstellen.

gische Schlussfolgerung bzw. Annahme ist, dass die Investoren diesen Effekt antizipieren und daher bereits vor der Aktienzeichnung höhere Renditen fordern, so dass sich die Kapitalkosten mit zunehmendem Liquiditätsrisiko erhöhen (Bai-man/Verrecchia 1996; Diamond/Verrecchia 1991). Im Gegensatz dazu beschreibt das Schätzrisiko die Genauigkeit, mit der Investoren zukünftige Aktienrenditen prognostizieren können, so dass es neben dem Informationsstand auch von den Verteilungscharakteristika der Prognoseparameter abhängt (Fischer/Wenzel 2005, S. 13). Barry/Brown (1985, 1986) zeigten in ihrem Modell, dass Aktien mit hohem, investorenrelevanten Informationsgehalt gegenüber anderen präferiert werden. Analog dazu weisen Myers/Majluf (1984) in ihrem Modell nach, dass die Kapitalkosten bei der Emission neuer Aktien (Kapitalerhöhung) positiv mit der Informationsasymmetrie korrelieren. Auch andere schätzrisikoorientierte Ansätze von Coles/Loewenstein (1988) und Coles/Loewenstein/Suay (1995) kommen zu ähnlichen Ergebnissen. Es lässt sich somit schlussfolgern, dass eine erhöhte Transparenzgüte die neoinstitutionalistischen Eigenkapitalkosten wegen der Reduktion von Risiko (Agency- bzw. Liquiditäts- und Schätzrisiko) und Risikowahrnehmung (Tiemann 1997, S. 175) deutlich verringert. Fischer (2003) und Labhart (1999) unterstellen, dass dieser Effekt nicht nur auf die Eigenkapitalkosten beschränkt ist, sondern auch die Bonitätseinschätzung bzw. Risikoeinschätzung der Fremdkapitalgeber verbessert.

### **3.2 Vertrauenserosion in der Investor-Manager-Beziehung**

Im Abschnitt 3.1.1 wurde agencytheoretisch abgeleitet, dass Investoren von einer hohen Transparenzgüte profitieren sollten, weil es ihr Agencyrisiko in den misstrauensgeprägten Investor-Manager-Beziehungen reduziert und die Effektivität des Monitoring bzw. die Kontrollmöglichkeiten verbessert. Nippa/Grigoleit (2006) gehen allerdings davon aus, dass in der Praxis neben misstrauens- auch vertrauensgeprägte Beziehungen zwischen Investoren und Managern existieren und sich zumindest einige Manager loyal verhalten (positives Menschenbild). Da diese Manager allerdings wie opportunistische Agenten behandelt werden und ihre Vertrauenswürdigkeit mit zunehmender Transparenz bzw. kleineren diskretionären Handlungsfreiräumen auch kaum noch demonstrieren können, erfolgt eine

negative Verhaltensanpassung, die das pessimistische Menschenbild der Investoren scheinbar bestätigt (selbsterfüllende Prophezeiung). Sie erhöhen folglich ihr Kontrollniveau noch weiter (Überkontrolle) und lösen Reaktanz<sup>37</sup> und Reziprozität<sup>38</sup> bei den Agenten aus, so dass eine Misstrauensspirale mit den in Abbildung 6 links gezeigten Rückkopplungseffekten entsteht.

Aus ökonomischer Sicht mindert diese Vertrauensverdrängung den Monitoring-Nutzen, (geringere Agenturkosten durch Agencyrisikoreduktion), da Anreiz- und Kontrollsysteme bei loyalen Agenten eigentlich unnötig sind und zu einer kostenintensiveren misstrauensgeprägten Kooperationsatmosphäre (z.B. permanenter Berichterstattung) führen. Außerdem bleiben wegen immer geringerer Entscheidungs- und Handlungsfreiräume nicht unerhebliche Gewinnpotenziale<sup>39</sup>, die zum Beispiel auf antizyklischen bzw. antiparadigmatischen Entscheidungen und Verhaltensweisen basieren, tendenziell ungenutzt. Aufgrund der Nichtberücksichtigung psychologischer und sozialpsychologischer Rückkopplungseffekte werden die Kosten von Kontrollmaßnahmen deshalb durch die Agency-Theorie tendenziell unterschätzt, während deren Nutzen überschätzt wird. Somit empfiehlt die Agency-Theorie regelmäßig ein Kontrollniveau, welches höher ist als das ökonomisch optimale (vgl. Abbildung 6). Die vielfach auch vom Gesetzgeber unterstützte Ausrichtung der Transparenz an agencytheoretischen Forderungen kann die Investoren deshalb zur Überkontrolle motivieren, so dass sie unnötige Kontrollkosten finanzieren und den Unternehmenserfolg verringern (Vertrauenserosion, ungenutzte Gewinnpotenziale).

---

<sup>37</sup> Auf eine wahrgenommene Beschränkung wird mit gegen diese Beschränkung gerichtetes Verhalten reagiert, weil gerade die damit entzogenen Handlungsfreiräume jetzt präferiert werden (vgl. Brehm 1966).

<sup>38</sup> Ein positiv/negativ wahrgenommenes Verhalten gegenüber einem Individuum wird von diesem mit einer positiven/negativen Reaktion beantwortet, d.h. Vertrauen wird mit vertrauenswürdigem/loyalem und Vertrauensentzug mit vertrauensunwürdigem/opportunistischem Verhalten beantwortet (vgl. Gouldner, 1960).

<sup>39</sup> Beispielsweise könnte sich eine geringere Wettbewerbsfähigkeit dadurch ergeben, dass innovative Strategien, die wegen ihrer geringen Quantifizierbarkeit und bestehender Ambiguität objektiv nur schwer begründbar sind, unterbleiben.

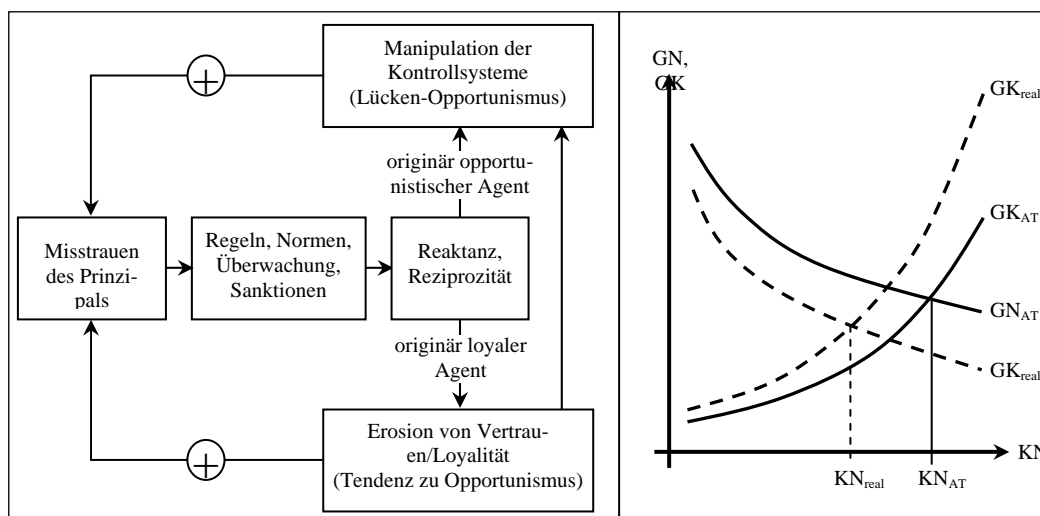


Abb. 6: Vertrauenserosion (links) (Nippa/Grigoleit 2006, S. 24) und Kosteneffekte einer Überkontrolle (rechts) (Nippa/Grigoleit 2006, S. 37).

### 3.3 Rechtfertigungsnotwendigkeiten der Manager

In der Investor-Manager-Delegationsbeziehung ergeben sich für das Management Rechtfertigungsnotwendigkeiten, da es aufgrund seines Informations- und Wissensstandes Unternehmensentscheidungen mit unmittelbarer Konsequenz für die Investoren trifft, die diese somit bewerten möchten. Gemäß dem Rechtfertigungsmodell von Petzold (2005) ergibt sich die Notwendigkeit einer Rechtfertigung<sup>40</sup> für Manager, weil sie von den Investoren abhängig sind, Erwartungen an ihre Entscheidung gestellt werden (z.B. Berücksichtigung der Stake-/Shareholderinteressen) und Bewertungsambiguität vorliegt, d.h., eine objektive Bewertung aufgrund der Unbestimmtheit von Managemententscheidungen nicht möglich ist. Als Reaktion auf den entstehenden Rechtfertigungsdruck wenden Manager verschiedene Rechtfertigungstaktiken zur Begründung ihrer Entscheidungen an. Neben dem Verweis auf Referenzen (z.B. Nutzung von Expertenwissen und anerkannten Managementmethoden) und die verständliche Erläuterung des Entscheidungskontextes (Übersetzung) gehört dazu auch die verstärkte Kom-

<sup>40</sup> Petzold (2005) definiert Rechtfertigung als eine argumentative Brücke zur Schaffung einer Verbindung zwischen den Informations- und Wissensständen zweier in einer sozialen Beziehung stehenden Akteure (hier: Manager und Investor), um eine Nachteilsvermutung zu widerlegen.

munikation (Investor Relations i.e.S.) zum Abbau von Informationsasymmetrien (Petzold 2005; Nippa/Petzold 2005).

Diesen Annahmen und Überlegungen folgend sollte sich der auf den Managern lastende Rechtfertigungsdruck mit zunehmender Transparenzgüte reduzieren, da eine aktive Informationspolitik die Nachteilsvermutungen der Investoren verringert. Allerdings können die Investoren bei erhöhter Transparenz auch effizientere Kontrollmechanismen etablieren, so dass es gerade in vertrauensgeprägten Investor-Manager-Beziehungen zur Überkontrolle kommt. Da diese zu einer beidseitigen Vertrauenserosion führt, erhöht sich der Rechtfertigungsdruck auf die Manager. Der Zusammenhang zwischen Transparenz und Rechtfertigungsnotwendigkeiten bzw. Unternehmenserfolg ist somit von der jeweiligen Delegationsbeziehung abhängig, wobei das Rechtfertigungsniveau weder zu gering (Anreiz zum Opportunismus), noch zu hoch (keine Entscheidungsfreiräume der Manager) sein sollte.

### **3.4 Gefährdung der Wettbewerbsposition**

Das mit erhöhter Transparenz verbundene Signaling beeinflusst nicht nur das Investor-Manager-Verhältnis, sondern wegen des öffentlichen Charakters der publizierten Informationen auch die Beziehung zu anderen Stakeholdern wie bspw. den Wettbewerbern<sup>41</sup>. Für die Identifikation von Wettbewerbsvorteile gefährdenden Gütermarktteilnehmern lässt sich Porter's Fünf-Kräfte-Modell (vgl. z.B. Porter 1979) nutzen. Bei börsennotierten Unternehmen können demnach neben den Kapitalmarktteilnehmern auch aktuelle und potenzielle Wettbewerber als Trittbrettfahrer vom Informationsangebot des Unternehmens profitieren („Aquariumeffekt“, vgl. Jakob 1998), so dass sich ein Zielkonflikt zwischen Investoren- und Geheimhaltungsinteressen<sup>42</sup> ergibt. Für die Modellierung der Wettbewerbskosten,

---

<sup>41</sup> Die Gefahr der Unternehmenstransparenz für die Wettbewerbsvorteile zeigt sich bspw. am Berichtsmodell von FASB (2001) zur Erstellung transparenter bzw. wertorientierter Unternehmensberichte. In der dritten Stufe wird dabei explizit gefordert, negative Wettbewerbseffekte mit den Vorteilen einer freiwilligen Publizität zu vergleichen und private Informationen gegebenenfalls nicht offenzulegen.

<sup>42</sup> Gerade die als innovativ geltenden kleinen und mittelständischen Unternehmen haben deshalb ein hohes Diskretionsbedürfnis, wobei nur 8,2% der von Gerke et al. (1992, S. 36-38) befragten

die durch den Ausweis von Informationen entstehen, gibt es unterschiedliche Ansätze mit verschiedenen Prämissenbündeln.

Einige ökonomische Modelle, die sich mit der Analyse von Wettbewerbssituation befassen, prognostizieren, dass die Wettbewerbskosten von der jeweiligen Preis-Absatz-Funktion, der Preis-Mengen-Elastizität als Maß für die Wettbewerbsrivalität und der Wettbewerbsdimension (z.B. Preis-, Qualitätswettbewerb) abhängen (Healy/Palepu 2001; Morich 2007, S. 200). Für ein Duopol mit linearer Preis-Absatz-Funktion gilt bspw., dass sich Ausweissbereich bzw. Transparenzgüte mit zunehmender Preis-Mengen-Elastizität verringern. Yosha (1995) betont, dass gerade junge, innovative Unternehmen im Wettbewerb mit älteren, etablierten Firmen Informationsasymmetrien konservieren sollten. Anderenfalls wäre ihr temporäres Informationsmonopol bzw. ihr komparativer Wettbewerbsvorteil gefährdet, da das etablierte Unternehmen frühzeitiger Gegenmaßnahmen (z.B. Besetzung von Distributionskanälen) implementieren kann.

Bei Modellen, die auch den potenziellen Wettbewerb mit einbeziehen, können die Transparenzeffekte nur auf der Basis von Zufallsverteilungen abgeschätzt werden (Morich 2007, S. 208-211). Das Unternehmen steht vor einem Optimierungsproblem, da es für Investoren möglichst positive und für potenzielle Wettbewerber möglichst negative Informationen (Suggestion eines unattraktiven Marktes) publizieren möchte. In den dazu nutzbaren Modellen werden Wohlfahrtsverluste analog zu denen bei aktuellen Wettbewerbern (z.B. erhöhter Preiskampf) und zusätzlich die möglichen Markteintrittskosten potenzieller Wettbewerber (z.B. für Marketingmaßnahmen) berücksichtigt. Aus dem Phasenmodell von Maksimovic/Pichler (2000) lässt sich schlussfolgern, dass die negativen Transparenzeffekte dann besonders hoch sind, wenn potenzielle Wettbewerber ursprünglich von einer geringen Marktbestreitbarkeit ausgingen und die publizierten Informationen hohe Marktattraktivität offen legen. Vor diesem Hintergrund argumentiert Nippa (2002) deshalb, dass Informationsasymmetrien nötig sind, um die Innovationsren-

---

Unternehmen dazu bereit sind, Daten von Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Lieferantensstruktur, Marktanteil oder Umsatzbeitrag einzelner Produkte zu publizieren. Hayes/Lundholm (1996) haben außerdem nachgewiesen, dass bei großen Erfolgsunterschieden einzelner Geschäftsbereiche eher aggregierte Informationen publiziert werden, um die Attraktivität einzelner Segmente zu verschleiern.

te des Innovators vor Imitatoren zu schützen und Anreize für Innovationsaktivitäten zu schaffen. Im Gegensatz dazu sieht Drill (1995, S. 102) die Wettbewerbsposition durch die Informationen der externen Unternehmenspublizität nicht gefährdet. Seiner Meinung nach erreichen solche Daten keine wettbewerbskritische Informationstiefe, da Konkurrenten bessere Informationskanäle zur Identifikation von Geschäftsgeheimnissen (z.B. Wissenstransfer durch Fachleute, Wettbewerberanalysen) haben. Aus dieser Argumentation folgt allerdings, dass Kapitalmarktinformationen auch keine Angaben zu Erfolgspotenzialen oder zukünftigen Wertentwicklungen des Unternehmens beinhalten sollten. Gerade solche Informationen werden jedoch von Investoren gefordert und vom Management meist auch angeboten, so dass der Argumentation von Drill (1995, S. 102) nur bedingt gefolgt werden kann.

### **3.5 Objektivierung der Aktienbewertung**

Der Aktienkurs am Sekundärmarkt (Börsenbewertung) lässt sich durch die Bewertungshöhe und die Bewertungsstabilität (zeitliche Kursschwankungen, Volatilität<sup>43</sup>) charakterisieren. Die Bewertungshöhe ist zunächst vom objektiven Aktienwert (Barwert prognostizierter Einzahlungsüberschüsse/Dividenden) und damit von unternehmens-, branchen- und gesamtwirtschaftlichen Faktoren abhängig. Ändern sich diese Faktoren, dann kann es bei den Investoren zur Erwartungsrevision und damit zu einer objektiv bedingten Aktienkursschwankung kommen (Drill 1995, S. 44-47). Regelmäßig ergeben sich jedoch aufgrund von subjektiven, d.h. psychologischen und informationsasymmetriebedingten, Faktoren, deutliche Abweichungen vom objektiven Wert in Form von Über- oder Unterbewertungen. Diese sollten sich mit zunehmender Transparenzgüte, d.h. mit einem besseren Informationsstand der Kapitalmarktakteure, verringern. Die daraus resultierende Objektivierung der Aktienkurse beeinflusst wiederum die Unternehmensbewertung, die Einschätzungsqualität von Managementfähigkeiten bzw. die Managementeignung, sowie die Investitionsentscheidungsqualität der Manager.

---

<sup>43</sup> Meist wird die Volatilität aus der logarithmischen Standardabweichung historischer Aktienkurse des zurückliegenden Börsenjahres berechnet (Tiemann 1997, S. 144-145).

### 3.5.1 Unternehmensbewertung durch den Kapitalmarkt

Meist wird argumentiert, dass durch eine erhöhte Transparenz Güte ein realistischerer Aktienkurs und damit eine bessere Kapitalmarktbeurteilung des Unternehmens erreichbar ist (Drill 1995; Tiemann 1997). Ein positiver Transparenzeffekt, also eine Kurssteigerung, ergibt sich allerdings nur im Fall einer negativen Wertlücke. Mit anderen Worten, der innere Unternehmenswert ist größer als die Unternehmensbewertung durch den Markt. Das Unternehmen sollte somit ein differenziertes Publizitätsverhalten zeigen und bei einer positiven Wertlücke weniger Informationen offen legen, um negative Transparenzeffekte in Form einer geringeren Aktienbewertung zu vermeiden (Healy/Palepu 2001; Morich 2007, S. 86). Gestützt wird diese Argumentation von der Anreizhypothese nach Healy/Palepu (2001). Danach berücksichtigen Manager mit Aktienvergütung bei Publizitätsentscheidungen auch die Aktienkursauswirkungen auf ihr persönliches Gehalt - insbesondere wenn sie Möglichkeit zum Insider-Trading wahrnehmen.

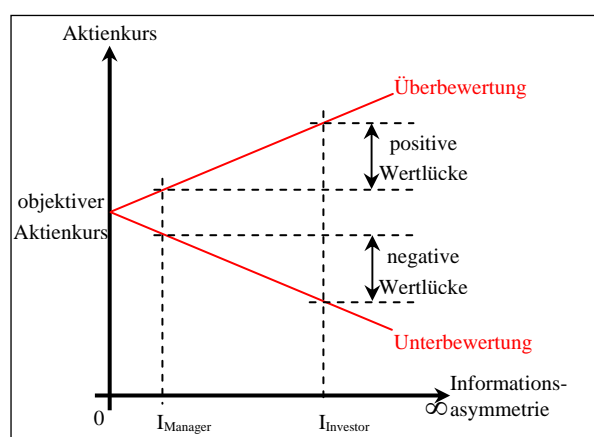


Abb. 7: Subjektiver Aktienwert bei verschiedenen Informationsständen (nach Morich 2007, S. 85).

### 3.5.2 Bewertungsmaßstab für die Managementgüte

Unter der Prämisse, dass die Manager die Investitionsentscheidungen des Unternehmens treffen, wird ein proportionaler Zusammenhang zwischen Humankapitaleignung (Übereinstimmung der Managementfähigkeiten mit den Umweltanforderungen) und Unternehmenserfolg bzw. objektivem Unternehmenswert vermutet (Maug 1996). Mit detaillierten Informationen zum Unternehmenserfolg durch erhöhte Transparenz können kompetente Manager somit ihre Fähigkeiten bzw. Ta-



lente besser signalisieren (Trueman 1986). Folglich erhöht sich auch das Urteilsvermögen der Investoren, so dass sie fähige Manager besser identifizieren bzw. leistungsgerechter entlohnen können. Allerdings weist Petzold (2005) darauf hin, dass ein wahrheitsgemäßes Signaling aufgrund der opportunistischen Verhaltensannahmen vielfach anzuzweifeln wäre. Gerade unfähige Manager sollten annahmengemäß einen Anreiz zu intransparenter oder sogar unwahrer Berichterstattung haben, um sich so vor einer Abstrafung bzw. vor einem Arbeitsplatzverlust zu schützen.

### **3.5.3 Investitionsbewertung des Managements**

Durch eine erhöhte Transparenz verbessert sich per se auch der Informationsstand der Manager und damit *ceteris paribus* die Qualität ihrer Investitionsentscheidungen. Einerseits erhöht sich die Qualität des internen Berichtswesens, weil es mehr Informationen für die Finanzkommunikation bereitzustellen hat (größere interne Beratungsqualität) (Drill 1995, S. 101). Andererseits ergeben sich infolge objektiverer Aktienkurse auch höherwertige Signale aus dem Aktienkurs/-verlauf (größere externe Beratungsqualität). Gemäß dem Modell von Subrahmanyam/Titman (1999) sind im Aktienkurs sowohl interne, meist durch Analysten produzierte Informationen (z.B. zur Produktionseffizienz), als auch die von vielen Kleinanlegern beiläufig und zufällig produzierten externen Informationen (z.B. zu Kundenpräferenzen) aggregiert enthalten und aktuell verfügbar. Externe Informationsbestandteile sind nach diesem Modell insbesondere für Großunternehmen mit heterogener Angebotsstruktur (z.B. Automobilbranche) relevant, so dass zu erwarten wäre, dass besonders bei diesen eine höhere Transparenzgüte bzw. objektivere externe Informationen die Entscheidungsqualität verbessern. Maug (2000) betont allerdings, dass der Aktienkurs bei jungen, innovativen Unternehmen bzw. Produkten kaum geeignete Signale produziert, da fast alle relevanten Informationen im Unternehmen gebunden sind (Informationsmonopol). Erst in der Expansionsphase, wo zunehmend Markt- statt Technologiewissen für Entscheidungen nötig ist, kann der Aktienkurs geeignete Informationen anbieten und damit die Entscheidungsqualität des Managements verbessern.

### 3.6 Finanzkommunikationskosten

Kosten der Finanzkommunikation werden in der Literatur sehr unterschiedlich definiert und teilweise auch als Bestandteil der Kapitalkosten angesehen (Tiemann 1997). In dieser Arbeit soll grundlegend der Auffassung von Morich (2007) gefolgt werden, d.h. unter Finanzkommunikationskosten werden alle pagatorischen (auszahlungswirksamen) und kalkulatorischen Kosten verstanden, die als Transaktionskosten der obligatorischen und freiwilligen Publizität anfallen und folgenden Komponenten zurechenbar sind:

- Kosten der Informationsbeschaffung, -verarbeitung, -verifikation,
- Veröffentlichungskosten (Medienbereitstellung und -nutzung).

Neben den laufenden Informations- (z.B. Kosten für Wirtschaftsprüfer, Zeitaufwand) und Veröffentlichungskosten (z.B. Druckkosten für Geschäftsberichte, Serverkosten für Internetpublikationen, Kosten für Zeitungsanzeigen, Zeitaufwand des Managements) im Rahmen von Investor Relations i.e.S. gehören dazu auch Emissionskosten im Vorfeld einer Kapitalerhöhung (z.B. Aktiendruckkosten, Emissionsprospektkosten, Anwaltskosten) (Färber 2003; Morich 2007). Zum Einfluss der Finanzkommunikationskosten auf das Veröffentlichungsverhalten gibt es verschiedene Modelle unter Sicherheit oder Unsicherheit<sup>44</sup>. Dabei gilt, dass sich die Kommunikationskosten mit zunehmender Transparenzgüte erhöhen und solange getragen werden, wie der Unternehmenswertzuwachs den entsprechenden Kostenzuwachs übersteigt. Aus dieser Bedingung lässt sich ein Schwellenwert für die Publikation privater Managerinformationen berechnen, der das Informationsangebot des Unternehmens bestimmt (Wagenhofer/Ewert 2003).

### 3.7 Gerichtskosten und Rechtsstreitigkeiten

Aus den Transparenzvorschriften gesetzlicher und börslicher Normen ergeben sich Verpflichtungen zum obligatorischen Informationsangebot (Pflichtpublizität),

---

<sup>44</sup> Modelle unter Sicherheit gehen von vollständiger Informationsausstattung des Managements aus, so dass die Investoren sicher ableiten können, dass eine eventuelle Intransparenz bewusst gewählt wurde, während es bei Modellen unter Unsicherheit möglich ist, dass die Informationen auch beim Management nicht vorhanden sind (Morich 2007, S. 178-181).

um die Rechenschaftsfunktion des Publizitätssystems zu erfüllen und Rechtsstreitigkeiten zu vermeiden. Skinner (1994) zeigt in diesem Zusammenhang, dass durch die möglichst frühzeitige Veröffentlichung negativer Informationen die Gerichtskosten bzw. die Wahrscheinlichkeit von Rechtsstreitigkeiten deutlich verringert werden können. Healy/Palepu (2001) führen allerdings an, dass dies nicht für zukunftsorientierte Informationen gilt und Manager solche Informationen wegen der Gefahr von Rechtsstreitigkeiten nur zurückhaltend bzw. für geringe Prognosezeiträume publizieren.

### 3.8 Einflussfaktorenmodell der Unternehmenstransparenz

Die in den Abschnitten 3.1-3.7 erläuterten Transparenzeffekte können den Unternehmenserfolg entweder direkt oder indirekt (durch Beeinflussung erfolgsrelevanter Faktoren) beeinflussen (vgl. Abbildung 8). Die Wirkungsrichtung ist dabei entweder positiv oder negativ, wobei die theoretischen Ansätze vereinzelt auch zu widersprüchlichen Aussagen gelangen (z.B. Rechtfertigungsnotwendigkeiten), so dass die Wirkungsrichtung dort unbestimmt ist.

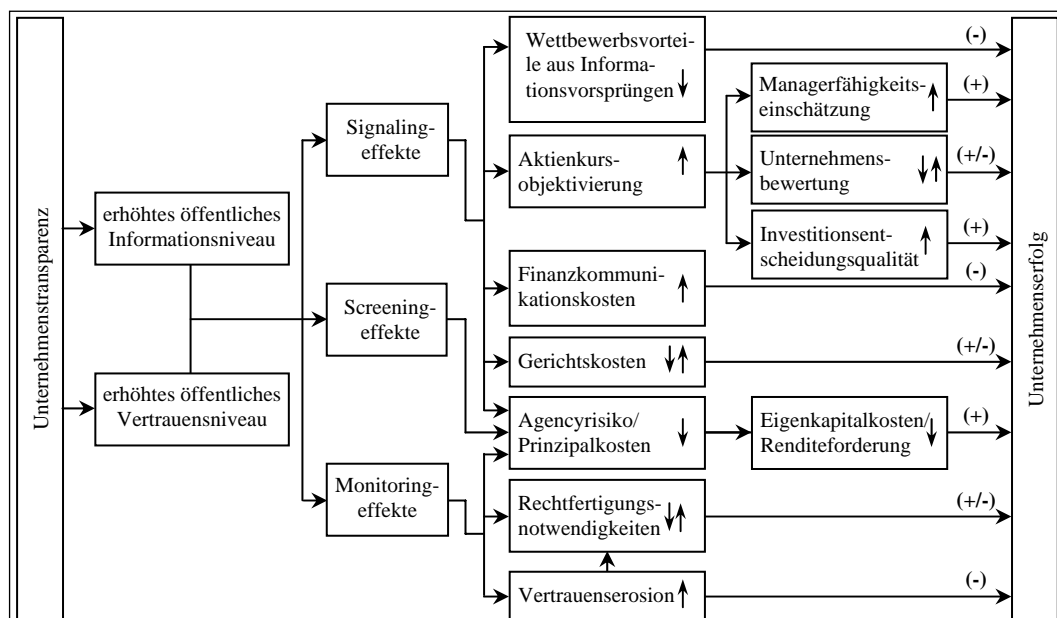


Abb. 8: Zusammenhang zwischen Transparenzgüte und Unternehmenserfolg.

#### **4 Empirische Befunde zur Bedeutung der Unternehmenstransparenz**

In diesem Kapitel werden empirische Studien (z.B. Regression- und Korrelationsanalysen, Panel-, Ereignisstudien) vorgestellt, bei denen die Wirkung einer erhöhten, freiwilligen Publizität (Voluntary-Disclosure-Studien) und einer verbesserten Corporate-Governance (Corporate-Governance-Studien) auf den Unternehmenserfolg untersucht wurden. Da sich das Analysespektrum dieser Untersuchungen meist auf den Kapitalmarkt beschränkt, werden außerdem Studien zu Effekten außerhalb des Kapitalmarktes (z.B. Wettbewerbseffekte) einbezogen. Alle Untersuchungen verwenden als unabhängige/exogene Variable die Transparenzgütemaße der Publizitäts- (Investor-Relations- und Berichtsgüte) oder Corporate-Governance-Güte und als abhängige/endogene Variable Unternehmenserfolgskennzahlen der Fundamental- (z.B. Jahresüberschuss, Gesamt-, Eigenkapitalrentabilität) und Kapitalmarktperformance (z.B. Tobin's Q, Aktienrendite, -volatilität) bzw. deren Einflussgrößen (z.B. Kapitalkosten). Im Abschnitt 4.1 werden zunächst die Studien zu den direkten Unternehmenserfolgskennzahlen aufgeführt, bevor sich im Abschnitt 4.2 die Darstellung der Ergebnisse zum Einfluss der Transparenz auf indirekte Erfolgsfaktoren anschließt.

##### **4.1 Empirische Studien zu den unmittelbaren Erfolgswirkungen der Unternehmenstransparenz**

Die generelle Bedeutung der Transparenzgüte für den Unternehmenserfolg lässt sich zunächst aus Befragungen ableiten. Stöblein (2006, S. 5) stellt dar, dass Reputation und Image vor allem von der Kommunikation und Transparenz des Unternehmens abhängen. Investoren messen daneben auch der Corporate Governance eine hohe Bedeutung bei. Gemäß einer internationalen Studie der Unternehmensberatung McKinsey (2002) halten 41% der Befragten die Corporate Governance-Thematik für ebenso bedeutsam und 15% sogar für noch bedeutsamer als Finanzkennzahlen. Darüber hinaus sind in Westeuropa nach 19% im Jahr 2000 immerhin noch 14% (2002) der Aktionäre bereit, für eine hohe Governance-Güte einen Preisaufschlag zu bezahlen (McKinsey 2000, 2002). Allerdings wurde die Governance-Güte nur an sechs, vorwiegend aufsichtsratsbezogenen Kriterien ge-

messen. Auch ist zu bedenken, dass eine erhöhte Zahlungsbereitschaft nicht zwangsläufig zu tatsächlich höheren Zahlungen führt (Ergo 2005).

Obwohl aus den Befragungen die große Bedeutung von Transparenz und Corporate Governance deutlich wird, können sie einen Einfluss auf den Unternehmenserfolg lediglich hypothetisch annehmen. Erst die in Tabelle 1 zusammengefassten Untersuchungsergebnisse zum Einfluss der Publizitäts- oder Corporate-Governance-Güte auf den Unternehmenserfolg liefern dafür auch empirische Befunde. Die dargestellten Studien beziehen sich überwiegend auf Deutschland, da internationale Studien<sup>45</sup> meist Länder mit deutlich anderen Corporate-Governance- oder Publizitätssysteme untersuchen und deshalb für die Fragestellung dieser Arbeit weniger relevant sind. Insgesamt wird deutlich, dass es widersprüchliche Befunde gibt. Während bspw. Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2004) eine signifikant positive Korrelation zwischen Governance-Güte und Unternehmenserfolg nachweist, konnten andere Studien (Nowak/Rott/Mahr 2004; Bassen et al. 2006a; Ergo 2005) dies lediglich für vorstandsbezogene Kriterien (z.B. Vergütung) und nur bedingt bestätigen. In manchem Fall (z.B. Ergo 2005) ergab sich sogar einen negativer Zusammenhang zwischen DCGK-Befolgung und Aktienrendite.

Auch die Wirkung einer erhöhten Publizitätsgüte (Investor-Relations- bzw. Berichtsgüte) wird nicht immer einheitlich beurteilt. Obwohl sich eine erhöhte Publizitätsgüte meist positiv auf die Unternehmensbewertung auswirkt, weisen verschiedene Ereignisstudien darauf hin, dass der Einfluss auf den Aktienkurs nicht von der Menge, sondern vom Inhalt der publizierten Informationen abhängt. Außerdem ist es wichtig, die im Abschnitt 2.1 dargestellten Informationsanforde-

---

<sup>45</sup> Auch bei internationalen Governance-Studien gibt es keine eindeutigen Zusammenhänge zwischen Transparenz- bzw. Corporate-Governance-Güte und Unternehmenserfolg. Während Brown/Caylor (2004) für die USA und Durnev/Kim (2005) länderübergreifend (27 Länder) eine signifikant positive Korrelation nachweisen, ergibt sich bei Aggarwal/Williamson (2006) und Larcker/Richardson/Tuna (2005) (USA) kein bzw. kein eindeutig positiver Einfluss. MacNail/Li (2006) zeigen außerdem für Großbritannien, dass eine Abweichung von Kodexempfehlungen bei schlüssiger Begründung keinen Einfluss auf die Kapitalmarktperformance hat. Klapper/Love (2003) weisen nach, dass sich eine Governance-Güteeerhöhung vor allem in Schwellenländern mit geringem Investorenschutz auszahlt. Durch eine höhere Governance-Güte lassen sich die Kapitalkosten hier stärker als mit einer höheren Publizitätsgüte verringern.

rungen der Kapitalmarktteilnehmer zu beachten sowie den richtigen Mix an Investor-Relations-Marketinginstrumenten und Richtlinien für eine offene Kommunikationspolitik auszuwählen (Drill 1995).

Tabelle 1: Studien zum Einfluss der Corporate Governance-Güte (CG-Güte) und Publizitätsgüte auf den Unternehmenserfolg.

Gütemaß	Studie(n) und Methodik	Ergebnisse
CG-Güte	Studie von Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2004) an 91 deutschen Unternehmen des DAX, MDAX, NEMAX50, SMAX, die gemäß ihrer für die Jahre 1998-2002 ermittelten Governance-Güte in ein Portfolio hoher oder niedriger Governance-Güte eingeordnet wurden.	Eine höhere Governance-Güte hat starken Einfluss auf Tobin's Q, wobei dieser Einfluss in Zukunft noch größer werden dürfte, da institutionelle Investoren das Management aktiver überwachen und Governance-Defizite mit geringerer Unternehmensbewertung abstrafen. Die Geschäftsqualität wird aber auch zukünftig nicht durch die Governance-Güte aufwertbar sein.
	Ereignisstudie von Nowak/Rott/Mahr (2004) an 317 deutschen Unternehmen des Prime Standards.	Unabhängig vom DCGK-Entsprechungsgrad mit den Soll-Empfehlungen reagiert der Kapitalmarkt weder mit Kursaufschlägen, noch mit Kursabschlägen, d.h. die Abgabe der Entsprechenserklärung hat keinen signifikanten Einfluss auf den Aktienkurs. Ein marktlicher Sanktionsmechanismus bei Nichtbefolgung des DCGK ist somit nicht gegeben, was aber nicht heißt, dass die Corporate Governance-Güte unbedeutend für den Unternehmenserfolg ist.
	Studie von Bassen et al. (2006a) an 96 deutschen Unternehmenswerten des HDAX (DAX, MDAX, TecDAX), von denen Unternehmen des oberen und unteren Drittels einer Governance-Rangliste (Reihung nach der Entsprechungsquote mit den acht kritischsten DCGK-Empfehlungen) einem Portfoliovergleich unterzogen wurden.	Es gibt zwischen dem Portfolio hoher und niedriger Governance-Güte keine signifikanten Unterschiede im Unternehmenserfolg (gemessen an risikoadjustierter Aktienrendite, Tobin's Q und Gesamtkapitalrentabilität). Lediglich eine höhere Befolgung von Vorstandsregeln könnte sich auszahlen.
	Studie von Ergo (2005) an den deutschen Publikumsgesellschaften des DAX, MDAX, TecDAX, SDAX zwischen 2002 und 2004.	Es gibt keinen Zusammenhang zwischen der Entsprechung mit dem DCGK und dem Unternehmenserfolg (Total Shareholder Return, Unternehmensbewertung). Häufig zeigte sich sogar, dass die Investition in Unternehmen mit geringer Governance-Güte zu höheren Renditen geführt hätte. Auch die Investorenrisiken (Aktienkursvolatilität) sind bei Unternehmen mit hoher Governance-Güte nicht geringer gewesen. Daraus lässt sich ableiten, dass entweder die Bedeutung einer hohen Governance-Güte überschätzt wird, die DCGK-Entsprechung kein geeignetes Governance-Gütemaß ist, oder die Kontrolle durch den Kapitalmarkt noch unzureichend erfolgt.
Publizitätsgüte	Ereignisstudien zur Aktienkursrelevanz des Inhalts veröffentlichter Informationen.	Signifikante Aktienkursänderungen gibt es bei Gewinnprognosen (Patell 1976), Angaben über geplante Investitionen (Bryan 1997), Auftragsbestands- (Fargher/Gorman/Wilkins 1998), Kundenzufriedenheits- (Ittner/Larcker 1998), Kundenanzahlinformationen (Amir/Lev 1996) und bei Analystenempfehlungen (Gerke/Oerke 1998).
	Studie von Schachel/Vögtle (2006) an den in DAX, Euro Stoxx 50, MDAX, TecDAX, SDAX zwischen 2002 und 2003 gelisteten Unternehmen.	Mit zunehmender Investor-Relations-Güte erhöhen sich Performance, Prognosegenauigkeit, Kurs-Buchwert-Verhältnis und Analystenkaufempfehlungen, wobei diese Effekte bei Small Caps (kleinere Unternehmen) größer als bei Large Caps gewesen sind.
	Studie von Healy/Hutton/Palepu (1999).	Eine höhere Publizitätsgüte erhöht die Unternehmensbewertung des Aktienmarktes.

## 4.2 Empirische Studien über indirekte Auswirkungen der Unternehmens- transparenz

Neben der unmittelbaren Wirkung der Transparenzgüte auf den Unternehmenserfolg, lassen sich einige Studien identifizieren, die einen Zusammenhang zwischen der Transparenzgüte und den in Kapitel 3 aufgeführten Einflussgrößen des Unternehmenserfolges (z.B. Kapital-, Wettbewerbskosten) untersuchen und damit die mittelbare Erfolgswirkung der Unternehmenstransparenz messen. Am Häufigsten ist der Einfluss der Investor Relations-Güte auf die Kapitalkosten analysiert worden (Tiemann 1997). In den hier untersuchten Studien konnte meist eine negative Korrelation zwischen Publizitätsgüte und Kapitalkosten festgestellt werden (vgl. Tabelle 2). Des Weiteren scheint sich der Informationsgehalt bzw. die externe Beratungsqualität des Aktienkurses mit zunehmender Publizität zu erhöhen (geringere Volatilität, höhere Analystenprognosegüte), obwohl es auch hier gegenläufige Effekte (z.B. geringere Analystenabdeckung wegen zurückgehender Nachfrage ihres Services) gibt. Relativ wenige Studien beschäftigen sich dagegen mit Publizitätseffekten außerhalb des Kapitalmarktes, wobei vor allem Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit (durch unfreiwilligen Abbau von Informationsasymmetrien zu Wettbewerbern) und Gerichtskosten (durch Rechtsstreitigkeiten infolge erhöhter Publizität) analysiert wurden.

Tabelle 2: Studien zum Einfluss der Corporate Governance-Güte (CG-Güte) und Publizitätsgüte auf Einflussgrößen des Unternehmenserfolges (Teil 1).

Gütemaß	Zielgröße	Studie(n) und Methodik	Ergebnisse
CG-Güte	Kapitalkosten	Studie von Weber/Lentfer/Köster (2007) an deutschen börsennotierten Unternehmen.	Die Kapitalkosten sinken mit zunehmender Corporate-Governance-Güte, wobei zwischen interner und externer Corporate-Governance-Güte unterschieden wird. Eine Senkung der Kapitalkosten wirkt sich außerdem positiv auf den Marktwert des Unternehmens aus.
Publizitätsgüte	EK-Kosten	Studien von Botosan (1997) an US-amerikanischen Maschinenbauunternehmen.	Eine höhere Berichtsgüte verringert die Eigenkapitalkosten, vor allem bei Unternehmen mit geringer Analystenabdeckung.
		Studie von Fischer (2003) an 40 US- und europäischen Pharmaunternehmen.	Eine höhere Berichtsgüte (Disclosure-Index von Fischer) verringert Eigenkapitalkosten.
		Studie von Fischer/Wenzel (2005) an den DAX 100-Unternehmen zwischen 1999 und 2002.	Es gibt keine Abhängigkeit zwischen Berichtsgüte und Eigenkapitalkosten.
		Studie von Botosan (2005) an 122 Unternehmen der Metallindustrie.	Erhöhte Berichtsgüte (Disclosure-Index von Botosan) korreliert negativ mit den Eigenkapitalkosten.
		Studie von Botosan/Plumlee (2000) an 668 Unternehmen aus 43 Branchen zwischen 1986 und 1996.	Eigenkapitalkosten verringern sich durch höhere Jahresabschlussberichtsgüte, sind unabhängig von der Investor-Relations-Güte und erhöhen sich bei höherer Quartalsberichtsgüte.

Tabelle 3: Studien zum Einfluss der Corporate Governance-Güte (CG-Güte) und Publizitätsgüte auf Einflussgrößen des Unternehmenserfolges (Teil 2).

Gütemaß	Zielgröße	Studie(n) und Methodik	Ergebnisse
Publizitätsgüte	EK-Kosten	Studie von Hail (2002) an 73 schweizerischen Firmen	Bei erhöhter Offenlegung verringern sich die Eigenkapitalkosten.
		Studie von Bushee/Noe (2000) an 4314 US-amerikanischen Unternehmen zwischen 1982 und 1996.	Eine erhöhte Publizitätsgüte (AIMR-Disclosure-Rating) erhöht die Aktienvolatilität und damit die Eigenkapitalkosten, da hauptsächlich kurzfristig orientierte Investoren durch eine Publizitätsverbesserung gewonnen werden und der Anteil langfristiger Investoren dadurch sinkt.
		Studie von Sengupta (1998).	Eine höhere Publizitätsgüte verringert die Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread), da die Marktteilnehmer einheitlichere Preisvorstellungen haben. Damit verringern sich Liquiditätsrisiko bzw. Eigenkapitalkosten.
	FK-Kosten	Studien von Sengupta (1998) und Healy et al (1999) an US-amerikanischen Unternehmen.	Eine höhere Publizitätsgüte verringert die Fremdkapitalkosten.
	Gerichtskosten	Studie von Skinner (1994).	Eine höhere Publizitätsgüte (durch früheres Veröffentlichen von Finanzkennzahlen) verringert die Gerichtskosten bei positiven und neutralen Daten nur wenig, während sie sich bei negativen Daten sogar signifikant erhöhen.
		Studie von Francis/Philbrick/Schipper (1994).	Eine Vorveröffentlichung von Informationen hat keinen Einfluss auf die Gerichtskosten.
	Wettbewerbskosten	Studie von Piotroski (1999).	Eine höhere Publizitätsgüte (durch Segmentberichterstattung) wird vor allem bei Firmen mit geringen Profitabilitätsunterschieden zwischen den Segmenten realisiert, d.h. wenn die Signalkosten niedrig sind.
	Aktienkurs	Studie von Fischer (2003) an 40 US-amerikanischen und europäischen Pharmaunternehmen.	Eine höhere Berichtsgüte (Disclosure-Index von Fischer) erhöht das Aktienhandelsvolumen (Marktliquidität).
		Studie von Fischer/Wenzel (2005) an den DAX 100-Unternehmen zwischen 1999 und 2002.	Es gibt keine Abhängigkeit zwischen Publizitätsgüte und Analystenabdeckung, Aktienvolatilität oder Aktienumsatz.
		Studie von Bushee/Noe (2000) an amerikanischen Kapitalgesellschaften, die in 450 High- und 371 Low-Disclosure-Unternehmen aufgeteilt wurden.	Eine erhöhte Publizitätsgüte (AIMR-Disclosure-Rating) erhöht die Prognosegüte des Aktienkurses über zukünftige Unternehmensgewinne. Allerdings würde dies eine konstante Analystenabdeckung (Coverage) voraussetzen. Healy et al. (1999) wies jedoch nach, dass sich die Coverage mit zunehmender Publizitätsgüte verringert (geringere Servicenachfrage).
		Studie von Gelb/Zarowin (2002).	Eine höhere Publizitätsgüte erhöht die Geschwindigkeit der Einpreisung von Informationen in Aktienkurs, so dass er besser die aktuelle und zukünftige Unternehmenslage wiedergibt.

## 5 Diskussion

Für die Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Transparenzgüte und Unternehmenserfolg ist in den vorangegangenen Kapiteln der theoretische (Kapitel 3) und empirische (Kapitel 4) Erkenntnisstand dargestellt worden. Der theoretische Erkenntnisstand besteht in einer Vielzahl unterschiedlicher Partialmodelle mit verschiedenen Prämissenbündeln, Zielstellungen und Erklärungsbeiträgen, so dass



sich ein heterogenes Theoriegebäude ergibt. Eine Gegenüberstellung dieser Partialmodelle zeigt, dass sich teilweise widersprüchliche (z.B. Rechtfertigungsnotwendigkeiten, Aktienkursobjektivierung) oder uneindeutige Wirkungshypothesen ergeben. Es ist deshalb erforderlich, empirische Studien zur Verifizierung oder Falsifizierung der verschiedenen Theorien mit einzubeziehen.

Aus den analysierten Studien zur Corporate Governance- bzw. Publizitätsgüte lassen sich folgende Schlussfolgerungen für die Validität der theoretischen Modelle ziehen:

- Ein Gesamteffekt der Corporate Governance- bzw. Publizitätsgüte auf den Unternehmenserfolg ist weder in seiner Existenz, noch in seiner Wirkrichtung eindeutig belegbar. Obwohl bei vier Studien ein signifikant positiver Zusammenhang ermittelt wurde, deuten zwei Studien auf keinen und eine sogar auf einen negativen Einfluss hin.
- Zu den Einzeleffekten der Transparenz auf Finanzkommunikationskosten, Wettbewerbsvorteilserosion, Rechtfertigungsnotwendigkeiten oder Vertrauensverdrängung in der Investor-Manager-Beziehung sind uns keine bzw. keine direkten Studien bekannt. Ein negativer Einfluss ist jedoch zumindest bei den Finanzkommunikationskosten und hinsichtlich des Abflusses wettbewerbsrelevanter Informationen plausibel.
- Der positive Einfluss der Unternehmenstransparenz auf die Prognosegüte bzw. Objektivität des Aktienkurses wurde empirisch bestätigt, sofern sich die Analystenabdeckung nicht verringert (z.B. wegen geringerer Nachfrage ihres Services bei höherer Transparenz). Allerdings fehlt eine empirische Bestätigung des Einflusses einer realistischeren Aktienbewertung auf die Einschätzung der Managerfähigkeiten und auf die Investitionsentscheidungsqualität.
- Ein möglicher Einfluss der Transparenz auf die Gerichtskosten konnte weder bestätigt, noch widerlegt werden.
- Die negative Korrelation zwischen Transparenzgüte und Eigenkapitalkosten bzw. Renditeerwartung der Investoren konnte empirisch überwiegend bestätigt werden, obwohl es auch hier vereinzelt gegensätzliche Befunde gibt. Weiterhin zeigte sich, dass auch die Fremdkapitalkosten abnehmen.

Insgesamt ist festzustellen, dass die empirischen Studien nur einen Teil der theoretischen Partialmodelle abdecken. Außerdem sind vielfach keine eindeutigen Validitätsurteile ableitbar, da die Studien wegen ihrer oft geringen Modellgüte widersprüchliche Befunde liefern. Mängel ergeben sich einerseits aus den unterschiedlichen Bewertungsmethoden zur Charakterisierung von Transparenzgüte und Unternehmenserfolg, sowie andererseits aus den verwendeten Untersuchungsmethoden und -stichproben. Die Ergebnisvarianz könnte demnach folgende Ursachen haben:

- Es wurden oft sehr unterschiedliche Kriterien und Datenquellen zur Operationalisierung und Ermittlung der Untersuchungsvariablen verwendet, was bei einigen Gütemaßen Zweifel an deren Validität aufkommen lässt (Bassen et al. 2006a). Außerdem ist zu kritisieren, dass einige Gütemaße den Informationsinhalten zu wenig Bedeutung beimessen und die immer relevanter werdenden nicht-monetären Informationen (z.B. zu Marktbarrieren, Marktpotenzialen, Strategien, F&E) (Healy/Palepu 2001) zu wenig gewichten. Bei der Ermittlung der Kapitalkosten sind darüber hinaus unterschiedliche theoretische Ansätze (z.B. CAPM, Clean-Surplus-Theorie, vgl. Morich 2007, S. 91) genutzt worden, so dass sich hieraus bereits systematische Unterschiede ergeben.
- Die Messung der Einflussgrößen erfolgt meist nur einmal pro Jahr, so dass unklar ist, ob bspw. eine veränderte Publizität Ursache für höhere Unternehmenserfolge ist (z.B. wegen geringerer Kapitalkosten) oder ob die Publizitätsänderung infolge des erhöhten Unternehmenserfolges auftrat, z.B. weil positive Informationen aktiver kommuniziert werden (Morich 2007, S. 93).
- Die untersuchten Stichproben unterscheiden sich sowohl zeitlich als auch sachlich (z.B. unterschiedliche Börsenplätze, -segmente, -indizes), so dass vielfach exzeptionelle Jahre (z.B. Kursentwicklung in 2003) oder unterschiedliche Zusammensetzungen (z.B. Transparenzgüte ist segmentabhängig) von den Stichproben abgedeckt werden und die eigentlichen Effekte überlagern.

- Der Unternehmenserfolg ist von vielen Einflussgrößen abhängig, die in den Studien nicht berücksichtigt werden (können). Selbst bei der Analyse von Unternehmen des gleichen Landes und Börsenindizes gibt es noch eine Vielzahl weiterer potenzieller Störgrößen (z.B. Branche, Unternehmensgröße, Management-, Strategiewechsel, Analystenabdeckung), die sich ebenfalls auf die Zielgrößen auswirken.
- Schließlich haben auch die gewählte Auswertungsmethodik und die getätigten Annahmen Einfluss auf die gemessenen Effekte. Die Studien unterscheiden sich u.a. danach, ob sie die Einflüsse von Einzelwerten oder Gruppenmittelwerten (Portfoliovergleiche) auf den Unternehmenserfolg untersuchen. Bei Portfoliovergleichen ergeben sich meist eindeutigere Zusammenhänge, da sich Ausreißer bei Mittelwertbildung neutralisieren. Auch die Kriterien, nach denen ein Unternehmen in einer Gruppe aufgenommen wird, beeinflusst das Ergebnis. Es ist auch nicht auszuschließen, dass bei einigen Studien Scheinkorrelationen auftraten, da gelegentlich keine Angaben über Multikollinearitätsprüfungen potenzieller Einflussgrößen gemacht wurden.

Obwohl die vielfach unzureichende Qualität der empirischen Studien vereinzelt auf methodischen Fehlern basiert, liegt die Hauptursache wohl eher in der oftmals eingeschränkten Datenverfügbarkeit und der begrenzten Operationalisierbarkeit der Untersuchungsvariablen begründet. Auch bei der theoretischen Modellierung ist es schwierig, ein Gesamtmodell zu entwickeln, das die einzelnen Transparenzeffekte in einer realitätsnahen Modellwelt nachbildet. Nach dem derzeitigen Forschungsstand lassen sich somit keine eindeutigen Aussagen zum Einfluss der Transparenzgüte auf den Unternehmenserfolg ableiten.

## **6 Zusammenfassung und Ausblick**

Zielsetzung dieser Arbeit war es, einen Überblick über den wissenschaftlichen Erkenntnisstand zum Einfluss der Unternehmenstransparenz auf den Unternehmenserfolg zu schaffen. Anhand der in Kapitel 3 vorgestellten theoretischen Modelle ist deutlich geworden, dass es sowohl positive (z.B. geringere Renditeforde-

rungen der Investoren, objektivere Aktienkurse, höheres Vertrauen in das Unternehmen), als auch negative (z.B. Gefährdung von Wettbewerbsvorteilen, Überkontrolle des Managements, Finanzkommunikationskosten, erschwerte Preisverhandlungen auf Faktor- und Absatzmarkt) Transparenzeffekte gibt. Im Rahmen eines Publikationscontrollings müssen die Unternehmen unter Berücksichtigung dieser Effekte ein optimales Transparenzniveau bzw. eine Publicitätsstrategie festlegen. Es zeigt sich allerdings, dass die vorhandenen theoretischen Modelle unvollständig sind und teilweise widersprüchliche Hinweise zu den verschiedenen Transparenzeffekten liefern. Auch die analysierten empirischen Studien sind wegen ihrer großen Ergebnisvarianz nur bedingt verallgemeinerbar. Ein signifikanter bzw. eindeutig positiver Einfluss der Transparenzgüte auf den Erfolg börsennotierter Unternehmen konnte bisher nicht eindeutig nachgewiesen werden.

Es scheint deshalb sinnvoll, weitere empirische Untersuchungen durchzuführen. Insbesondere auch bezogen auf den deutschen Kapitalmarkt. Von entscheidender Bedeutung sind dabei die Operationalisierung der Transparenzgüte und die Auswahl der Unternehmensstichprobe. Unter Berücksichtigung der Datenverfügbarkeit erscheint es ggf. sinnvoll, die Transparenzgüte aus den publicitätsrelevanten Angaben der Entsprechenserklärung des DCGK abzuleiten. Allerdings ist dabei problematisch, dass gerade die transparenzbezogenen Angaben eine sehr hohe Akzeptanz aufweisen, ohne dass sich die Unternehmen tatsächlich transparent verhalten. Es wäre demnach zweckmäßig, zusätzlich weitere Kriterien (z.B. aus dem Corporate-Governance-Bericht) mit einzubeziehen. Die Untersuchungsstichprobe könnte sich außerdem zunächst auf kleinere und mittlere (Small Caps) oder auf innovations- und technologieorientierte Unternehmen (z.B. Unternehmen des TecDAX) beschränken, da hier vergleichsweise große Transparenzunterschiede zu erwarten sind und eventuelle Transparenzeffekte so besser nachweisbar sind.

## Literaturverzeichnis

- Aggarwal, R./ Williamson, R.G. (2006): *Did new regulations target the relevant corporate governance attributes?* Working Paper, Georgetown University, Washington.
- AICPA (Hrsg.) (1994): *Improving Business Reporting - A Customer Focus (a.k.a. The Jenkins Report)*. URL: <http://accounting.rutgers.edu/raw/aicpa/business/main.htm>, Abruf am 29.10.2008.
- Amir, E./ Lev, B. (1996): Value-Relevance of non-financial Information: The Wireless Communications Industry. In: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, Nr. 1, S. 3-30.
- Baiman, S./ Verrecchia, R. E. (1996): The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, S. 1-22.
- Barry, C.B./ Brown, S.J. (1985): Differential information and security market equilibrium. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, S. 407-422.
- Barry, C.B./ Brown, S.J. (1986): Limited information as a source of risk. In: *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 12, S. 66-72.
- Bassen A./ Klein, R.S./ Zöllner, C. (2006a): Ratingsysteme der Corporate Governance: Eine kritische Bestandsanalyse. In: *Zeitschrift Führung und Organisation*. Bd. 75, S. 81-87.
- Bassen, A./ Pupke, D./ Zöllner, C. (2006b): Corporate Governance Ratings auf Basis der DVFA-Scorecard. In: *Finanz Betrieb*, Bd. 8, S. 551-556.
- Bassen, A./ Kleinschmidt, M./ Prigge, S./ Zöllner, C. (2006c): Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg. In: *Die Betriebswirtschaft*, Bd. 66, S. 375-401.
- Benjamin, J. K./ Stanga, K. G. (1977): Differences in Disclosure Needs of Major Users of Financial Statements. In: *Accounting and Business Research*, Vol.8, Nr. 3, S. 187-192.
- Bens, D.A. (2002): The Determinants of the Amount of Information Disclosed about Corporate Restructurings. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, S. 1-20.
- Bentele, G. (2008): Interview mit Prof. Dr. G. Bentele zum Erkenntnisstand der PR-Forschung. URL: <http://www.glashaus-axiom.de/?cat=163#51>, Stand: 30.04.2008.
- Berle A./ Means G. (1968): *The Modern Corporation and Private Property*. Rev. Edition. Harcourt, Brace and World, New York.

- Bittner, T. (1996): *Die Wirkung von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten*. Eul, Bergisch Gladbach.
- Böcking, H./ Dutzi, A. (2003): Corporate Governance und Value Reporting, In: Seicht, G. (Hrsg.): *Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2003*. LexisNexisORAC Verlag, Wien, S. 213 – 239.
- Bollen, L./ Hassink, H./ Bozic, G. (2006): Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis. In: *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol. 7, S. 273-298.
- Bommer, K. (2005): Anlegerschutz mit Augenmaß. In: *Börsen-Zeitung*, 9. April 2005.
- Botosan, C.A. (1997): Disclosure level and the cost of equity capital. In: *The Accounting Review*, Vol. 72, S. 323–350.
- Botosan, C. A. (2005): Evidence that greater disclosure lowers the cost of equity capital. In: *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 12, S. 60-69.
- Botosan, C.A./ Plumlee, M.A. (2000): *A re-examination of disclosure level and expected cost of capital*. Working Paper, University of Utah.
- Brehm, J.W. (1966): *A Theory of Psychological Reactance*. Academic Press, New York.
- Breid, V. (1995): Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungsträgern. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Bd. 47, S. 821-854.
- Brown, L.D./ Caylor, M.L. (2004): *Corporate governance and firm performance*. Working Paper, Georgia State University, Atlanta.
- Bryan, S. H. (1997): Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis. In: *Accounting Review*, Vol. 72, S. 285-301.
- Bushee, B.J./ Noe, C.F. (2000): Corporate Disclosure Practices; Institutional Investors and Stock Return Volatility. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, S. 170-202.
- Bushman, R.M./ Piotroski, J.D./ Smith, A.J. (2004): What determines Corporate Transparency? In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, S. 207-252.
- Bushman, R.M./ Smith, A.J. (2003): Transparency, Financial Accounting, and Corporate Governance. In: *Economic Policy Review*, Vol. 9, S. 65-84.
- Buzby, S. L. (1975): Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 13, S. 16-37.

- Chandra, G. (1974): A Study of the Consensus on Disclosure among Public Accountants and Security Analysts. In: *Accounting Review*, Vol. 49, S. 733-742.
- Coles, J. L./ Loewenstein, U. (1988): Equilibrium pricing and portfolio composition in the presence of uncertain parameters. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, S. 279-303.
- Coles, J. L./ Loewenstein, U./Suay, J. R. (1995): On Equilibrium Pricing under Parameter Uncertainty. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, S. 347-364.
- Dempsey, S. J./ Gatti, J. F. (1997): The Use of Strategic Performance Variables as Leading Indicators in Financial Analysts' Forecasts. In: *Journal of Financial Statement Analysis*, Vol. 2, S. 61-79.
- Denis, D.K. (2001): Twenty-Five Years of Corporate Governance Research...and Counting. In: *Review of Financial Economics*, Vol. 10, S. 191-212.
- Deutsche Börse (Hrsg.) (2008): Facts & Figures Prime Standard & General Standard & Entry Standard - 10/2008. Deutsche Börse AG, Frankfurt a.M.
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) (2007): URL: <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/index.html>, Stand: 04.08.2008.
- Diamond, D. W./ Verrecchia, R. E. (1991): Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. In: *The Journal of Finance*, Vol. 46, S. 1325-1359.
- Dietl, H. (1993): *Institutionen und Zeit*. Tübingen: Mohr.
- Doebelin GmbH (Hrsg.) (2003): *Die Kommunikationswirkung von Untenehmen bei der Zielgruppe Wirtschaftsjournalisten: Ergebnisse einer Umfrage*. Doebelin, Heroldsberg.
- Donaldson, T./Preston, L.E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. In: *Academy of Management Review*, Vol. 20, S. 65-91.
- Drill, M. (1995): *Investor Relations - Funktion, Instrumentarium und Management der Beziehungspflege zwischen schweizerischen Publikums-Aktiengesellschaften und ihren Investoren*. Verlag Paul Haupt, Bern, Stuttgart, Wien.
- Drobetz, W./ Schillhofer, A./ Zimmermann, H. (2004): Corporate Governance and Expected Stock Return: Evidence from Germany. In: *European Financial Management*, Vol. 10, S. 267-293.
- Durnev, A./ Kim, E.H. (2005): To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. In: *The Journal of Finance*, Vol. 60, S. 1461-1493.

- DVFA (Hrsg.) (2007): *DVFA-Grundsätze für Effektive Finanzkommunikation*. URL: [http://www.dvfa.de/files/die\\_dvfa/standards/effektive\\_finanzkommunikation/application/pdf/grundsaeetze\\_effektive\\_finanzkommunikation.pdf](http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/standards/effektive_finanzkommunikation/application/pdf/grundsaeetze_effektive_finanzkommunikation.pdf), Abruf am 17.11.2008.
- Eccles, R.G./ Herz, R. H./ Keegan, E. M./ Phillips, D.M.H. (2002): *Die Value-Reporting Revolution: Neue Wege in der kapitalmarktorientierten Unternehmensberichterstattung*. Wiley-VCH, Weinheim.
- Eisenhardt, K.M. (1989): Agency Theory: An Assessment and Review. In: *Academy of Management Review*, Vol. 14, S. 57-74.
- Elsbach, K.D./Elofson, G. (2000): How the Packaging of Decision Explanations Affects Perceptions of Trustworthiness. In: *Academy of Management Review*, Vol. 43, S. 80-89.
- Elschen, R. (1991): Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Bd. 43, S. 1002-1012.
- Ergo (Hrsg.) (2005): *Corporate Governance Survey 2005*. ergo Kommunikation, Köln, Frankfurt am Main.
- Färber, H. (2003): *Determinanten der Entscheidung für eine Börseneinführung*. Dissertation, Universität Hamburg.
- Fargher, N. L./ Gorman, L. R./ Wilkins, M. S. (1998): Timely Industry Information as an Assurance Service - Evidence on the Information Content of the Book-to-Bill Ratio. In: *Accounting: A Journal of Practice & Theory*, Supplement Vol. 17, S. 109-123.
- FASB (Hrsg.) (2001): *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*. URL: <http://www.fasb.org/brrp/brrp2.pdf>, Abruf am 29.10.2008.
- Feinendegen, S./ Nowak, E. (2001): Publizitätspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften im Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung und Ad-hoc-Publizität. In: *Die Betriebswirtschaft*, Bd. 61, S. 371-389.
- Fey, G./ Siegler, J. (2000): *Externe Beurteilung einer kapitalmarktorientierten Unternehmensberichterstattung*. PwC Deutsche Revision, Frankfurt/Main.
- Fiebiger, A. (2006): *Einfluss des Ratings von Unternehmen auf die Rechnungslegung und Abschlussprüfung*. Dissertation, Julius-Maximilians-Universität Würzburg.
- Fischer, A. (2003): *Shareholder Value Reporting mittels jahresabschlussergänzender Angaben: Untersuchung ökonomischer Wirkungsweisen der Investor Relations im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung*. Paul Haupt, Bern, Stuttgart und Wien.



- Fischer, M./ Wenzel, J. (2005): *Value Reporting - Ergebnisse einer empirischen Studie von börsennotierten deutschen Unternehmen*. Forschungsbericht Katholische Universität Eichstätt-Ingolstadt, URL: [http://www.controlling.wiso.uni-erlangen.de/06\\_Forschung/Auswertungsberichte/Fischer\\_Wenzel\\_Value-Reporting\\_Auswertungsbericht.pdf](http://www.controlling.wiso.uni-erlangen.de/06_Forschung/Auswertungsberichte/Fischer_Wenzel_Value-Reporting_Auswertungsbericht.pdf), Abruf am 29.10.2008.
- Francis, J./ Philbrick, D./ Schipper, K. (1994): Shareholder litigation and corporate disclosures. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, S. 137–165.
- Franck (1995): *Die ökonomischen Institutionen der Teamsportindustrie*. Gabler, Wiesbaden.
- FWB (Hrsg.) (2008): Frankfurter Wertpapierbörse. URL: [http://boerse-frankfurt.com/pip/dispatch/de/pip/private\\_investors/home](http://boerse-frankfurt.com/pip/dispatch/de/pip/private_investors/home), Stand: 04.08.2008.
- Gelb, D.S./ Zarowin, P. (2002): Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. In: *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, S. 33-52.
- Gerke, W./ Oerke, M. (1998): Marktbeeinflussung durch Analystenempfehlungen - Eine empirische Studie. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol. 68, Ergänzungsheft 2, S. 187-200.
- Gerke, W./ van Rüh, V./ Schöner, M.A. (1992): *Informationsbörse für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen*. Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Gnida, D. (2005): *Qualitätsunsicherheit am Arbeitsmarkt und deren Überwindung durch Self-Selection-Ansätze*. Seminararbeit, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt (Main).
- Gouldner, A.W. (1960): The Norm of Reciprocity: A Preliminary Statement. In: *American Sociological Review*, Vol. 25, S. 161-178.
- Graf, A./ Stiglbauer, M. (2007): Deutscher Corporate GovernanceKodex: Eine Analyse der Qualitätssicherungs- und erweiterten Kommunikationsfunktion. In: *Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung*, Bd. 18, S. 279-300.
- Hahn, V. (2001): *Information Asymetries, Transparency, and Monetary Policy*. Dissertation, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg.
- Hail, L. (2002): The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the ex-ante Cost of Capital for Swiss Firms. In: *European Accounting Review*, Vol. 11, S. 741-773.
- Hank, B. (1999): *Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären*. Peter Lang, Frankfurt am Main.
- Hayes, R./ Lundholm, R. (1996): Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, S.261–280.

- Healy, P./ Hutton, A./ Palepu, K. (1999): Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. In: *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, S. 485–520.
- Healy, P.M./ Palepu K.G. (2001): Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. In: *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, S. 405-440.
- HG (Hrsg.) (1998): *Geschäftsberichte – Was Leser verlangen: Eine Studie über Lese- und Nutzungsinteressen ausgewählter Zielgruppen in Unternehmen und Öffentlichkeit*. HGB Hamburger Geschäftsberichte GmbH & Co., Hamburg.
- Hommelhoff, P./ Hopt, K.J. (Hrsg.) (2003): *Handbuch Corporate Governance - Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*. Verlag Schäffer-Pöschel, Stuttgart.
- Huchzermeier, M. (2006): *Investor Relations beim Börsengang. Konzept für mittelständische Unternehmen*. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Ittner, C. D./ Larcker, D. F. (1998): Are non-financial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, S. 1-35.
- Jakob, E. (1998): *Initial Public Offerings: Aktuelle Entwicklungen des Aktienemissionsgeschäfts*. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Jensen, M.C. (1983): Organization Theory and Mythology. In: *Accounting Review*, Vol. 58, S. 319-339.
- Kirchbach, J.M. (2007): *Publizitätspflichten börsennotierter Gesellschaften in Deutschland und den USA*. Dissertation, Universität Köln.
- Klapper, L.F./ Love, I (2003): Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. In: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 195, S. 1-26
- Koch, W./ Wegmann, J. (2000): *Praktikerhandbuch Börseneinführung: Ablauf des Börsengangs mittelständischer Unternehmen – mit Erfahrungsberichten vom Neuen Markt*. 3. Auflage, Verlag Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Kuhnle, H./ Banzhaf, J. (2006): *Finanzkommunikation unter IFRS - Grundlagen, Ziele und Gestaltung*. Verlag Vahlen, München.
- Labhart, P.A. (1999): *Value Reporting - Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting*. Versus, Zürich 1999.
- Larcker, D.F./ Richardson, S.A./ Tuna, I. (2005): *How important is corporate governance?* Working Paper, Wharton School.
- Laux, H. (1990): *Risiko, Anreiz und Kontrolle*. Springer, Berlin.
- Levinthal, D. (1988): A Survey of Agency Models of Organizations. In: *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 9, S. 153-185.

- MacNeil, I./ Li, X. (2006): "Comply or Explain": market discipline and non-compliance with the combined code. In: *Corporate Governance International Review*, Vol. 14, S. 486-496.
- Maksimovic, V./ Pichler, P. (2000): *Technological innovation and initial public offerings*. Working Paper, R.H. Smith School of Business, University of Maryland.
- March, J.G. (1978): Bounded Rationality, Ambiguity and the Engineering of Choice. In: *Bell Journal of Economics*, Vol. 9, S. 587-608.
- Markowitz, H. (1952): Portfolio Selection. In: *The Journal of Finance*, Vol. 7, S. 77-91.
- Martin, A. (2003): Ein Kodex nur für Konzerne? Corporate Governance von Small Caps unter der Lupe. In: *Going Public*, Heft Nr. 8/2003, S. 34-38..
- Maug, E. (2000): *Ownership structure and the life-cycle theory of the firm: A theory of the decision to go public*. Working Paper, Fuqua School of Business, Duke University, Durham.
- Maug, E. (1996): Corporate control and the market for managerial labour: On the decision to go public. In: *European Economic Review*, Vol. 40, S. 1049-1056.
- McKinsey (Hrsg.) (2000): *Investor Opinion Survey on Corporate Governance 2000*. McKinsey, London.
- McKinsey (Hrsg.) (2002): *McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. URL: [www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf](http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf), Stand: 04.08.2008.
- Meyer, C. (2003): Rechnungslegung und Corporate Governance. In: *Der Schweizer Treuhänder*, Heft 9/2003, S. 701-710.
- Milgrom, P./ Roberts, J. (1992): *Economics, Organization and Management*. Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Mitchell, R.K./ Angle, B.R. / Wood, D.J. (1997): Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the Principal of Who and What Really Counts. In: *Academy of Management Review*, Vol. 22, S. 853-886.
- Morich, S. (2007): *Steuerung der Effektivität kapitalmarktorientierter Unternehmenspublizität*. Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Müller, M. (1998): Shareholder Value Reporting – ein Konzept wertorientierter Kapitalmarktinformation. In: Müller, M./ Leven, F. (Hrsg.): *Shareholder Value Reporting*. Ueberreuter, Wien 1998, S. 123-144.

- Myers, S./ Majluf, N. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, S. 187–222.
- Nippa, M. (2002): Alternative Konzepte für eine effiziente Corporate Governance. In: Nippa, M./ Petzold, K./ Kürsten, W. (Hrsg.). *Corporate Governance-Herausforderungen und Lösungsansätze*. Physica-Verlag, Heidelberg.
- Nippa, M. / Grigoleit, J. (2006): *Corporate Governance ohne Vertrauen? - Ökonomische Konsequenzen der Agency-Theorie*. Freiburger Arbeitspapiere, Technische Universität Bergakademie Freiberg.
- Nippa, M. / Petzold, K. (2005): Impacts of Justification Behavior – The Forgotten Costs of Corporate Governance. In: Cool, K.O./Henderson, J.E./Abate, R. (Hrsg.): *Restructuring Strategy - New Networks and Industry Challenges*. Strategic Management Series: Restructuring Strategy, Blackwell Publishing, Oxford, S. 251-268.
- Nowak, E./ Rott, R./ Mahr, T.G. (2004): *Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt?* Working Paper, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main.
- o.V. (2003): Finanzberichte im Schneckentempo. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 08.09.2003, S. 19.
- ORC/ProfNet (2000): *Websites missachten die Bedürfnisse von Journalisten*. Studie „Journalisten 2000“ von Online Relations Consulting und ProfNet. URL: [www.golem.de/0006/8259.html](http://www.golem.de/0006/8259.html), Abruf am 04.08.2008.
- Patell, J. M. (1976): Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 14, S. 246-276.
- Paulmann, R. (2005): *Double loop. Basiswissen Corporate Identity*. Hermann Schmidt Verlag, Mainz.
- Petzold, K. (2005): *Rechtfertigung strategischer Managemententscheidungen - Eine Analyse im Kontext der Corporate Governance*. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Piotroski, J. (1999): *Discretionary segment reporting decisions and the precision of investor beliefs*. Working paper, University of Chicago.
- Porter, M. (1979): How competitive forces shape strategy. In: *Harvard Business Review*, Vol. 57(2), S. 137-145.
- Praschelik, Y. (2001): Corporate Communications: Intranet und firmeninterne Newsletter. In: *Database Marketing*, Heft 4/2001, S. 22-23.
- PwC (Hrsg.) (2008): PricewaterhouseCoopers International Limited, URL: [www.corporatereporting.com](http://www.corporatereporting.com), Stand: 04.08.2008.

- Ridder, M. (2004): Investor Relations. In: *HORIZONTMagazin*, Ausgabe vom 04.11.2004, S. 42.
- Rolke, L. (2005): Kennziffersystem für die wertorientierte Unternehmenskommunikation: das CommunicationControlCockpit (CCC). In: Pfannenberg, J./Zerfaß, A. (Hrsg.): *Wertschöpfung durch Kommunikation*. Frankfurter Allgemeine Buch, Frankfurt, S. 123-131.
- Rother, A. (2003): *Krisenkommunikation in der Automobilindustrie*. Dissertation, Universität Tübingen.
- Ruhwedel, F./ Schultze, W. (2002): Value-Reporting: Theoretische Konzeption und Stand der Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Bd. 54, S.602-632.
- Schachel, I./ Vögtle, M. (2006): Wirkung von Investor Relations-Arbeit am deutschen Aktienmarkt. In: *Finanzbetrieb*, Heft 9/2006, S. 580-589.
- Schirmacher, A.F. (1991): Wie man es richtig macht: Kommunikation mit der Finanzpresse. In: Demuth, H. (Hrsg.): *manager magazin Imageprofile '91: Das deutsche Jahrbuch, Financial Communications*. Econ, Düsseldorf.
- Schmid, C. (2006): *Zur Rolle der Printmedien bei der Steuerung und Überwachung von Unternehmen. Eine Analyse der Berichterstattung über die Einhaltung der Grundsätze des Deutschen Corporate Governance Kodex*. Dissertation, Otto-Friedrich-Universität Bamberg.
- Schulz, M. (1999): *Aktienmarketing: Eine empirische Studie zu den Informationsbedürfnissen deutscher institutioneller Investoren und Analysten*. Wissenschaft & Praxis, Berlin.
- Sengupta, P. (1998): Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. In: *Accounting Review*, Vol. 73, S. 459-474.
- Serfas, A./ Arnold, P. (1999): Privataktionäre fordern mehr Informationen. In: *Börsen-Zeitung*, 2. Oktober 1999, S. B1.
- Skinner, D. (1994): Why firms voluntarily disclose bad news. In: *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, S. 38-61.
- Spremann, K. (1988): Reputationen, Garantien, Informationen. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Bd. 58, S. 613-629.
- SRI International, Inc. (Hrsg.) (1987): *Investor Information Needs and the Annual Report*. Financial Executives Research Foundation, Menlo Park.
- Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (2008): *Unternehmen und Betriebe: Deutschland*. URL: [http://www.statistik-portal.de/Statistik-Portal/de\\_enterprise.asp?reg=00](http://www.statistik-portal.de/Statistik-Portal/de_enterprise.asp?reg=00), Abruf am 28.10.2008.
- Stauber, J. (2003): *Voluntary Value Reporting auf Basis der IFRS/IAS: Grundlagen, Inhalte, qualitative Beurteilung*. Dissertation, Bern.

- Stößlein, M. (2006): *Anspruchsgruppenkommunikation: Wertorientierte Gestaltungsmöglichkeiten mit wissensbasierten Stakeholder-Informationssystemen*. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Stoughton, N.M. / Wong, K.P. / Zechner, J. (2000): *IPO's and product quality*. Working Paper, University of California, Irvine.
- Strenger, C. (1996): Investor Relations: Gestiegener Informationsanspruch. In: *Die Bank*, Heft 8/1996, S. 467-469.
- Streuer, O. (2004): Erfolgsmessung der Investor Relations. In: DIRK e.V. (Hrsg.): *Handbuch Investor Relations*. Wiesbaden 2004, S. 77-91.
- Subrahmanyam, A. / Titman, S. (1999): The going-public decision and the development of financial markets. In: *Journal of Finance*, Vol. 54, S. 1045-1082.
- Tiemann, K. (1997): *Investor Relations - Bedeutung für neu am Kapitalmarkt eingeführte Publikumsgesellschaften*. Gabler und Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Trueman, B. (1986): Why do managers voluntarily release earnings forecasts? In: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, S. 53-72.
- Turnbull, S. (1997): Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories. In: *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 5, S. 180-205.
- Unger, F. / Fuchs, W. (2005): *Management der Marketing-Kommunikation*. 3. Auflage, Springer Verlag, Berlin, Heidelberg.
- Wagenhofer, A./ Ewert, R. (2003): *Externe Unternehmensrechnung*. Springer, Berlin.
- Waldenberger, F. (2000): Die Marktkontrolle im deutschen und japanischen Modell der Unternehmenskontrolle. In: Frese, E. (Hrsg.): *Das Unternehmen im Spannungsfeld von Planung und Marktkontrolle*. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 44, Verlagsgruppe Handelsblatt, Düsseldorf, Frankfurt, S. 97-132.
- Weber, S.C./ Lentfer, T./ Köster, M. (2007): Einfluss der Corporate Governance auf die Kapitalkosten eines Unternehmens. In: *ZCG - Zeitschrift für Corporate Governance*, Heft 02/2007, S. 53-61.
- Werder, A./ Talaulicar, T. (2008): Kodex Report 2008. In: *Der Betrieb*, Heft 16/2008, S. 825-832.
- Will, M./ Wolters, A. (2001): Die Bedeutung der Finanzkommunikation für die Entwicklung und Gestaltung der Unternehmensmarke. In: *Thexis*, Heft 4/2001, S. 42-47.
- Williamson, O.E. (1997): Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations (Reprint from *Journal of Law and Economics*, 1979). In:

- Buckley, P.J./ Michie, J. (Hrsg.), *Firms, Organizations and Contracts*. Oxford University Press, Oxford, S. 168-198.
- Witt, P. (2002): Grundprobleme der Corporate Governance und international unterschiedliche Lösungsansätze. In: Nippa et al. (Hrsg.) *Corporate Governance-Herausforderungen und Lösungsansätze*. Physica, Heidelberg, S. 41-72.
- Yosha, O. (1995): Information disclosure costs and the choice of financing source. In: *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 4, S. 3-20.

**List of Working Papers of the Faculty of Economics and Business Administration,  
Technische Universität Bergakademie Freiberg.**

**2006**

- 06/1 Michael Nippa, Jens Grigoleit, Corporate Governance ohne Vertrauen? Ökonomische Konsequenzen der Agency-Theorie, Januar.
- 06/2 Tobias Henning, Pamela Mueller, Michael Niese, Das Gründungsgeschehen in Dresden, Rostock und Karlsruhe: Eine Betrachtung des regionalen Gründungspotenzials, Januar.
- 06/3 Dorothea Schäfer, Dirk Schilder, Informed Capital in a Hostile Environment – The Case of Relational Investors in Germany, Januar.
- 06/4 Oleg Badunenko, Michael Fritsch, Andreas Stephan, Allocative Efficiency Measurement Revisited – Do We Really Need Input Prices? Januar.
- 06/5 Diana Grosse, Robert Ullmann, Enrico Weyh, Die Führung innovativer Teams unter Berücksichtigung rechtlicher und psychologischer Aspekte, März.
- 06/6 Silvia Rogler, Vergleichbarkeit von Gesamt- und Umsatzkostenverfahren – Auswirkungen auf die Jahresabschlussanalyse, März.
- 06/7 Michael Fritsch, Dirk Schilder, Does Venture Capital Investment Really Require Spatial Proximity? An Empirical Investigation, März.
- 06/8 Michael Fritsch, Viktor Slavtchev, Measuring the Efficiency of Regional Innovation Systems – An Empirical Assessment, März.
- 06/9 Michael Fritsch, Dirk Schilder, Is Venture Capital a Regional Business? The Role of Syndication, Mai.
- 06/10 Carsten Felden, Heiko Bock, André Gräning, Lana Molotowa, Jan Saat, Rebecca Schäfer, Bernhard Schneider, Jenny Steinborn, Jochen Voecks, Christopher Woerle, Evaluation von Algorithmen zur Textklassifikation, Mai.
- 06/11 Michael Fritsch, Michael Stützer, Die Geografie der Kreativen Klasse in Deutschland, Juni.
- 06/12 Dirk Schilder, Public Venture Capital in Germany – Task Force or Forced Task?, Juni.
- 06/13 Michael Fritsch, Pamela Müller, The Effect of New Business Formation on Regional Development over Time: The Case of Germany, Juli.
- 06/14 Tobias Henning, Holger Graf, Public Research in Regional Networks of Innovators: A Comparative Study of Four East-German Regions, August.
- 06/15 Michael Fritsch, Viktor Slavtchev, Universities and Innovation in Space, August.
- 06/16 Christiane Laumann, Could Languages of the same Language Families Reflect a Similar Culture?, August.
- 06/17 Francisco Caudillo Sanchez, Is Information and Communication Technology (ICT) the Right Strategy for Growth in Mexico?, November.

**2007**

- 07/1 Dieter Jacob, Conny Berger, Vorschläge für den Einstieg in einen umsatzsteuerlichen Refund bei PPP-Inhabermodellen, Januar.
- 07/2 Michael Nippa, Doreen Wienhold, Sascha Piezonka, Vom klassischen Produktgeschäft zum Lösungsgeschäft - Implikationen für eine Neugestaltung des Vergütungssystems im Vertrieb, Juni.
- 07/3 Dirk Schilder, Venture Capital Syndicate Networks - The Determinants of Interconnectedness, März.
- 07/4 Jürgen Brüggemann, Dieter Jacob (Hrsg.), Ökonomische Fragen des Flächenrecyclings – Entwurf Arbeitspapier des Arbeitskreises Flächenrecycling, Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung gif e.V., September.

**2008**

- 08/1 Dieter Jacob, Dirk Neunzehn, Thilo Uhlig, Qualitative und quantitative Risikoverteilung und die Lösung von Schnittstellenproblemen bei der Umstrukturierung von Kliniken mit Hilfe von PPP, September.