

Julia Lackmann

Die Auswirkungen der Nachhaltigkeitsberichterstattung auf den Kapitalmarkt

GABLER RESEARCH

Julia Lackmann

Die Auswirkungen der Nachhaltigkeits- berichterstattung auf den Kapitalmarkt

Eine empirische Analyse

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Hannes Streim



RESEARCH

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

Dissertation Ruhr-Universität Bochum, 2009

1. Auflage 2010

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2010

Lektorat: Ute Wrasmann | Stefanie Loyal

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.

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

www.gabler.de



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

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

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-2180-2

Geleitwort

In der Öffentlichkeit setzt sich zunehmend die Erwartungshaltung durch, dass Unternehmen ihr Handeln am Konzept der Nachhaltigkeit ausrichten sollen. Nachhaltiges Handeln impliziert, dass Unternehmen neben ökonomischen Zielen auch ökologische und soziale Ziele anstreben. Außerdem wird von Unternehmen erwartet, dass sie regelmäßig über die Aktivitäten zur Nachhaltigkeit und deren Ergebnisse Rechenschaft ablegen. Diese Erwartungen versuchen immer mehr Unternehmen zu erfüllen, indem sie einen zusätzlichen Bericht erstellen, den sogenannten Nachhaltigkeitsbericht. Häufig orientieren sich Inhalt und Aufbau des Nachhaltigkeitsberichts an den Leitlinien der Global Reporting Initiative (GRI).

Aktionäre zählen üblicherweise nicht zu den primären Adressaten des Nachhaltigkeitsberichts. Gleichwohl stellt sich die Frage, ob ein nach den Leitlinien der GRI erstellter Nachhaltigkeitsbericht entscheidungsnützliche Informationen für aktuelle und potenzielle Aktionäre bereitstellt. Diese Frage lässt sich entweder direkt durch Befragungen der Aktionäre oder indirekt durch Analyse von Börsenkursreaktionen zu beantworten versuchen.

Frau Lackmann wählt in ihrer Arbeit den indirekten Weg und untersucht mit Hilfe einer kurzfristigen Ereignisstudie, ob Informationen über die Aufnahme eines Unternehmens in bzw. die Herausnahme aus einem speziellen Nachhaltigkeitsindex kursrelevant sind. Im Wesentlichen führt ihre methodisch saubere und stringente Untersuchung zu folgenden Ergebnissen:

Mit Hilfe einer kurzfristigen Ereignisstudie kann gezeigt werden, dass die Aufnahme eines börsennotierten Unternehmens in einen Nachhaltigkeitsindex, beispielsweise in den Dow Jones STOXX Sustainability Index, eine positive Reaktion der Aktienkurse zur Folge hat. Die Herausnahme eines Unternehmens aus einem Nachhaltigkeitsindex führt dagegen zu keinen eindeutigen Kursreaktionen.

Die langfristige Ereignisstudie, mit deren Hilfe geklärt werden soll, ob Aktionäre mit Aktien von Unternehmen, die Nachhaltigkeitsberichte in Anlehnung an die GRI-Leitlinien veröffentlichen, langfristig höhere Renditen erzielen, führt zu keinem signifikanten Ergebnis.

Die von Frau Lackmann durchgeführte Untersuchung zur Entscheidungsnützlichkeit von Nachhaltigkeitsberichten kann ohne Zweifel als Pionierarbeit bezeichnet werden. Sie liefert wertvolle Denkanstöße für die Weiterentwicklung der Nachhaltigkeitsberichterstattung. Der Arbeit ist deshalb eine weite Verbreitung in Wissenschaft und Praxis zu wünschen.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im November 2009 von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der Ruhr-Universität Bochum als Dissertation angenommen. An dieser Stelle möchte ich den Personen danken, die mich bei der Entstehung dieser Schrift unterstützt haben.

Besonders bedanken möchte ich mich bei meinem akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hannes Streim. Er hat es mir ermöglicht, unter optimalen Rahmenbedingungen zu promovieren. Großen Dank schulde ich ihm dafür, dass er mich auch über seine Pensionierung hinaus noch betreut hat und diese Arbeit mit wertvollen Anregungen und mit seinem Forschungsansatz prägte. Zudem danke ich ihm für die stets herzliche Atmosphäre an seinem Lehrstuhl.

Herrn Prof. Dr. Jürgen Ernstberger danke ich nicht nur für die Übernahme des Zweitgutachtens, sondern auch für die stete Diskussionsbereitschaft und die konstruktiven Impulse in der Endphase. Darüber hinaus danke ich ihm für die Gewährung großzügiger Arbeitsfreiräume während der Fertigstellung dieser Arbeit.

Für den Vorsitz der Disputation bedanke ich mich herzlich bei Herrn Prof. Dr. Bernhard Pellens.

Bei meinen ehemaligen Lehrstuhlkollegen Dr. Jens Hackenberger und Dr. Thomas Lenz möchte ich mich für die schöne Zeit und den freundschaftlichen Umgang am Lehrstuhl von Herrn Prof. Dr. Hannes Streim bedanken. Ich danke ihnen dafür, dass sie stets ein offenes Ohr für aufkommende Diskussionspunkte hatten. Bei Herrn Dr. Thomas Lenz darf ich mich zudem sehr für die große Mühe des äußerst präzisen und hilfreichen Korrekturlesens bedanken.

Für die ebenfalls freundschaftliche und überaus angenehme Arbeitsatmosphäre am Lehrstuhl von Herrn Prof. Dr. Jürgen Ernstberger danke ich meinen aktuellen Lehrstuhlkollegen Dr. Marcus Bieker, Sarah Blaszkowski, Khaled Kholmy, Stephanie Schmidt und Michael Stich.

Mein Dank gilt auch den studentischen Hilfskräften beider Lehrstühle für die Unterstützung bei der Literaturbeschaffung und der Durchsicht des Literaturverzeichnisses, insbesondere Martin Kluge und Branislav Trajkovic. Ilka Lappenküper danke ich darüber hinaus sehr für die freundschaftliche Unterstützung während meiner Promotionszeit.

Bei meinem Fakultätskollegen Adam Strzyz bedanke ich mich für die Hilfe bei der Recherche der Aktienkursdaten. Meiner Freundin Sarah Scholich danke ich für das Zuhören bei Höhen und Tiefen während der Promotionszeit sowie für die Ablenkung von allen Dissertationsbelangen.

Insbesondere für die Förderung auf meinem Bildungsweg bedanke ich mich bei meinen Eltern. Meiner Mutter Hildegard Lackmann danke ich zudem herzlich für das Korrekturlesen in letzter Minute vor der Abgabe dieser Arbeit.

Zutiefst bedanken möchte ich mich bei meinem Freund Christian Assig. Unser interdisziplinärer Diskurs, sein Fachwissen auf dem Gebiet statistischer Methodik und seine große Hilfestellung bei der Bewältigung der diversen technischen Hürden trugen maßgeblich zum Gelingen dieser Arbeit bei. Ohne seine uneingeschränkte Unterstützung wäre diese Arbeit niemals entstanden.

Größter Dank gebührt meiner Oma Ehrentrud Lackmann, die auf meinem gesamten Lebensweg stets selbstlos für mich da war. Ihr sei diese Arbeit gewidmet.

Julia Lackmann

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	xiii
Tabellenverzeichnis	xv
Abkürzungsverzeichnis	xvii
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Gang der Untersuchung	2
2 Theoretische Grundlagen der Nachhaltigkeitsberichterstattung	5
2.1 Das Konzept der Unternehmensnachhaltigkeit	5
2.2 Unternehmensführung nach dem Stakeholder-Ansatz	12
2.3 Vergleich mit dem Shareholder Value-Ansatz	18
2.4 Ethische Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt	19
2.5 Offenlegung unternehmensbezogener Daten	24
2.5.1 Freiwillige Veröffentlichung von Unternehmensdaten	24
2.5.2 Ausweisverhalten innerhalb einer Branche	31
2.6 Abgrenzung zum Lagebericht und zum Management Commentary	31
3 Leitlinien zur Nachhaltigkeitsberichterstattung	39
3.1 Standardisierung der Berichte	39
3.2 Nachhaltigkeitsberichterstattung nach den Leitlinien der Global Reporting Initiative	40
3.3 Teil 1 der GRI-Leitlinien – Inhalt, Qualität und Berichtsgrenzen	46
3.3.1 Prinzipien zur Bestimmung des Inhalts	47
3.3.1.1 Das Prinzip der Wesentlichkeit	47
3.3.1.2 Das Prinzip der Einbeziehung von Stakeholdern	49
3.3.1.3 Das Prinzip des Nachhaltigkeitskontexts	50
3.3.1.4 Das Prinzip der Vollständigkeit	51
3.3.2 Prinzipien zur Bestimmung der Berichtsqualität	52
3.3.2.1 Das Prinzip der Ausgewogenheit	53
3.3.2.2 Das Prinzip der Vergleichbarkeit	53
3.3.2.3 Das Prinzip der Genauigkeit	54
3.3.2.4 Das Prinzip der Aktualität	55
3.3.2.5 Das Prinzip der Klarheit	55
3.3.2.6 Das Prinzip der Zuverlässigkeit	55
3.3.3 Bestimmung der Berichtsgrenzen	56
3.4 Teil 2 der GRI-Leitlinien – Standardangaben	58
3.4.1 Die Kategorie „Profil“	60
3.4.1.1 Strategie & Analyse	60
3.4.1.2 Unternehmensprofil	62

3.4.1.3	Berichtsparameter	62
3.4.1.4	Governance, Verpflichtungen und Engagement	64
3.4.2	Die Kategorie „Managementansatz und Leistungsindikatoren“	67
3.4.2.1	Ökonomische Leistungsindikatoren	70
3.4.2.2	Ökologische Leistungsindikatoren	72
3.4.2.3	Gesellschaftliche / soziale Leistungsindikatoren	74
3.4.3	Indikatorprotokollsatz	80
3.4.4	Anwendungsebenen für GRI-Nachhaltigkeitsberichte	85
4	Zwecke der Normierung der Nachhaltigkeitsberichterstattung	91
4.1	Zwecke der GRI-Leitlinien zur Nachhaltigkeitsberichterstattung	92
4.2	Berichterstattung aus Effizienzgründen	95
4.3	Effizienz aus wohlfahrtsökonomischer Sicht	96
4.4	Die Agency-Theorie im Kontext der Nachhaltigkeitsberichterstattung	97
4.4.1	Das Problem des Auftraghandelns	98
4.4.2	Auftragsverhältnisse im Rahmen der Nachhaltigkeitsberichterstattung und potentielle Wohlfahrtseinbußen	100
4.4.3	Agency-induzierte Kapitalgeberrisiken	101
4.4.4	Nachhaltigkeitsberichterstattung zur Reduzierung von Agency-theoretischen Kapitalgeberrisiken	103
4.4.5	Implikationen der Agency-Theorie für die Nachhaltigkeitsberichterstattung	107
4.5	Nachhaltigkeitsberichterstattung aus Gerechtigkeitsgründen	108
4.6	Reduzierung informationsbedingter Kapitalgeberrisiken	110
4.6.1	Informationsbedarf der Kapitalgeber	112
4.6.2	Kriterien entscheidungsnützlicher Informationen	112
4.6.2.1	Das Kriterium der Relevanz	115
4.6.2.2	Das Kriterium der Verlässlichkeit	116
4.6.2.3	Das Spannungsverhältnis zwischen Relevanz und Verlässlichkeit	116
4.7	Kapitalgeberschutz durch sonstige Informationsvermittlung	119
5	Nachhaltigkeitsberichterstattung nach GRI im HDAX	121
5.1	Entwicklung der Bedeutung der GRI-Leitlinien für die Unternehmen des HDAX	121
5.2	Vergleich des Anteils der Berichterstattung im DAX und im MDAX	128
6	Kurzfristige Ereignisstudie	133
6.1	Ergebnisse bisheriger empirischer Studien	133
6.2	Fragestellung der Ereignisstudie	135
6.3	Durchführung der Ereignisstudie	137
6.4	Interpretation der Ergebnisse	149
6.4.1	Erklärung der Ergebnisse der Ereignisstudie	149
6.4.2	Zusammenhang zwischen dem DJSI STOXX und den GRI-Leitlinien	151

7	Langfristige Ereignisstudie	155
7.1	Fragestellung der Ereignisstudie	155
7.2	Durchführung der Ereignisstudie	156
7.2.1	Ermittlung tatsächlicher Renditen	157
7.2.2	Ermittlung erwarteter Renditen	159
7.2.3	Test auf Signifikanz	160
7.3	Interpretation der Ergebnisse	164
8	Kritische Würdigung der Ergebnisse und Reformvorschläge	169
8.1	Entscheidungsnützlichkeit der Informationen zur Nachhaltigkeit	169
8.2	Reformvorschläge	175
9	Schlussbetrachtung und Ausblick	185
	Literaturverzeichnis	191
	Rechtsquellenverzeichnis	213
	Anhang	215
A.1	GRI Content Index	215
A.2	Daten zu Kapitel 5	217
A.3	Daten zu Kapitel 6	220
A.4	Daten zu Kapitel 7	223

Abbildungsverzeichnis

2.1 Die Ausrichtungen der Nachhaltigkeit	7
2.2 Potentielle Stakeholder eines Unternehmens	13
2.3 Übersicht über die Dow Jones Sustainability Indizes	21
3.1 Struktur der GRI-Leitlinien	45
3.2 Aufbau des ersten Teils der GRI-Leitlinien nach der aktuellen Version 3.0 (G3)	46
3.3 Stakeholder der Daimler AG	50
3.4 Anleitung der GRI zur Bestimmung der Berichtsgrenzen	57
3.5 Aufbau der GRI G3 Teil 2 – Die Standardangaben	59
3.6 Häufigkeit der GRI-Anwendungsebenen in Nachhaltigkeitsberichten der HDAX- Unternehmen (2006)	89
3.7 Häufigkeit der GRI-Anwendungsebenen in Nachhaltigkeitsberichten der HDAX- Unternehmen (2007)	89
4.1 Kapitalgeberrisiken	104
5.1 Anzahl der HDAX-Unternehmen, die GRI-Nachhaltigkeitsberichte veröffent- lichten	123
6.1 Regressionsgerade	142
6.2 Zeitachse von Ereignisstudien	143
6.3 Durchschnittliche kumulierte abnormale Renditen	147
7.1 Durchschnittliche abnormale Renditen mit und ohne Einbeziehung von Volks- wagen	163
7.2 Verteilungsfunktion inklusive Volkswagen	165
7.3 Verteilungsfunktion ohne Volkswagen	165
A.1 Beispiel für einen GRI Content Index	216

Tabellenverzeichnis

3.1	Das System der Rechnungslegungsgrundsätze des IASB als Ergebnis des Informationszwecks eines Abschlusses	48
3.2	Kern- und Zusatzindikatoren in den GRI-Leitlinien	68
3.3	GRI-Anwendungsebenen für Nachhaltigkeitsberichte	86
5.1	Daten und Ergebnisse der durchgeführten Tests zur Entwicklung der Nachhaltigkeitsberichterstattung	126
A.1	Daten zu den Untersuchungen aus Kapitel 5	218
A.2	Daten zur Untersuchung aus Kapitel 6	221
A.3	Renditen zur Untersuchung aus Kapitel 7	224
A.4	Differenzen der abnormalen Renditen zur Untersuchung aus Kapitel 7	226

Abkürzungsverzeichnis

Abs. Absatz

ABl. Amtsblatt

AR Abnormal Return

Art. Artikel

Aufl. Auflage

BGBI. Bundesgesetzblatt

BilKoG Gesetz zur Kontrolle von Unternehmensabschlüssen, auch Bilanzkontrollgesetz

BilReG Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung, auch Bilanzrechtsreformgesetz

BSD Business Sustainability Development

bzw. beziehungsweise

CAPM Capital Asset Pricing Model

CAR Cumulative Abnormal Return

CERES Coalition for Environmentally Responsible Economies

CPA Certified Public Accountant

CR Corporate Responsibility

CSR Corporate Social Responsibility

d.h. das heißt

dass. dasselbe

DAX Deutscher Aktienindex

DCF Discounted Cash Flow

ders. derselbe

dies. dieselbe(n)

Diss. Dissertation

DJSI STOXX Dow Jones STOXX Sustainability Index

DJSI Dow Jones Sustainability Indexes

Dr. Doktor

DRS Deutscher Rechnungslegungs Standard

DRSC Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee

EABR European Applied Business Research

ebd. ebenda

EG Europäische Gemeinschaft

EIRIS Ethical Investment Research Services

EMAS Eco-Management and Audit Scheme

et al. et alii bzw. et aliae

EU Europäische Union

f. und folgende Seite

FCF Free Cash Flow

ff. und folgende Seiten

FK Fremdkapital

FN Finanznachrichten

FTSE Financial Times Stock Exchange

F&E Forschung und Entwicklung

G3 GRI Reporting Guidelines Version 3.0

gem. gemäß

GoB Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung

GRI Global Reporting Initiative

h.c. honoris causa

Habil.-Schrift Habilitationsschrift

HFA Hauptfachausschuss

HGB Handelsgesetzbuch

hrsg. v. herausgegeben von

IAS International Accounting Standard(s)

IASB International Accounting Standards Board

- IASC** International Accounting Standards Committee
- IDW** Institut der Wirtschaftsprüfer
- IFRIC** International Financial Reporting Interpretations Committee
- IFRS** International Financial Reporting Standard(s)
- ILO** International Labour Organization
- IPCC** Intergovernmental Panel on Climate Change
- ISAE** International Standard on Assurance Engagements
- k.A.** keine Angabe
- MC** Management Commentary
- NGOs** Non-Governmental Organisations
- OECD** Organisation for Economic Co-operation and Development
- OLS** Ordinary Least Squares
- PS** Prüfungsstandard
- PwC** Pricewaterhouse Coopers
- RG** Reporting Guidelines
- RGBl.** Reichsgesetzblatt
- RIC** Rechnungslegungs Interpretations Committee
- RWTH** Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule
- S.** Seite
- SAM** Sustainable Asset Management
- sog.** sogenannt(e)
- TLC** College Teaching & Learning
- u.a.** und andere bzw. unter anderem
- UN** United Nations
- UNEP** United Nations Environment Programme
- Univ.** Universität
- vgl.** vergleiche
- WCED** World Commission on Environment and Development

z.B. zum Beispiel

zugl. zugleich

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Im Zusammenhang mit den Aktivitäten von Unternehmen tauchen die Begriffe der Nachhaltigkeit und des nachhaltigen Handelns inzwischen immer öfter auf. Ein Unternehmen handelt nachhaltig, wenn seine Aktivitäten nicht ausschließlich auf ökonomische Ziele ausgerichtet sind, sondern sich auch an ökologischen und sozialen Zielen orientieren. Bezogen auf die ökonomische Ausrichtung eines Unternehmens bedeutet nachhaltiges Handeln, dass das Unternehmen sich mehr an langfristigen als an kurzfristigen Zielen orientiert.

Ökologische Sachverhalte gewinnen in der Gesellschaft zunehmend an Bedeutung, seitdem sich die Anzeichen dafür verdichten, dass der Klimawandel maßgeblich vom Menschen verursacht wird. Zusätzlich trägt die aktuelle globale Wirtschaftskrise dazu bei, dass die Gesellschaft mehr Wert darauf legt, dass Unternehmen langfristig ökonomisch erfolgreich sind, statt sich an kurzfristigen Zielen zu orientieren. Gesellschaftliche Zustimmung finden dabei Maßnahmen, die zum Erreichen der veränderten ökologischen und ökonomischen Ziele führen, ohne dabei soziale Belange zu vernachlässigen. Durch verschiedene Ereignisse verursacht, traten damit ökonomische, ökologische und soziale Aspekte in das Bewusstsein der Gesellschaft, und damit genau jene Aspekte, die zusammengenommen als Nachhaltigkeit bezeichnet werden. Diese Entwicklung in der Gesellschaft wirkt sich auch auf Unternehmen aus. Die Unternehmen werden in der Verantwortung gesehen, durch nachhaltiges Handeln einen Beitrag zum Erreichen der Ziele zu leisten.¹

Diese Verantwortung versucht eine steigende Anzahl von Unternehmen wahrzunehmen, indem sie ethische Grundsätze in ihre Unternehmensstrategien integrieren. Damit zeigen die Unternehmen, dass sie bereit sind, sich freiwillig der Verantwortung zu stellen, also ohne dass gesetzliche Anforderungen bestehen. Das gebräuchlichste Instrument zur Veröffentlichung von Informationen dazu, wie ein Unternehmen seiner Verantwortung im Bereich der Nachhaltigkeit nachkommt, ist der Nachhaltigkeitsbericht. Mit dem Nachhaltigkeitsbericht veröffentlicht eine stetig steigende Anzahl der Unternehmen einen Bericht, in dem sie Bezug zu Themen nehmen, die über rein finanzielle Sachverhalte hinausgehen. Diese Entwicklung stellt auf den ersten Blick eine grundlegende Änderung in der ökonomischen Ausrichtung der Unternehmen dar, die sich zuvor auf den Shareholder Value fokussierte.² Dabei stellt sich die Frage, ob sich die Einbeziehung nichtfinanzieller Sachverhalte in die Strategie eines Unternehmens auch als positiv für die Aktionäre erweisen kann.

¹ Vgl. Robinson et al.: The Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence, S. 16.

² Zur Verbreitung des Shareholder Value-Konzepts, vgl. exemplarisch Horváth/Minning: Wertorientierte Managementkonzepte in Deutschland, Großbritannien, Italien und Frankreich sowie Pellens et al.: Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland – Eine empirische Untersuchung der DAX 100-Unternehmen.

Daher besteht das Ziel dieser wirtschaftswissenschaftlichen Arbeit darin, einen Beitrag zur Beantwortung der Frage zu leisten, ob und inwiefern die Aktionäre den Informationen zur Nachhaltigkeit Entscheidungsnützlichkeits beimessen, indem sie diese Informationen in ihre Entscheidungen einfließen lassen. Dazu wird das Konzept der Nachhaltigkeit betrachtet und die Berichterstattung insbesondere aus Sicht der Aktionäre hinterfragt. Die Beantwortung dieser zentralen Frage dieser Arbeit basiert auf empirischen Untersuchungen des Kapitalmarkts, die analysieren, ob bzw. welche Reaktionen auf die Informationen zur Nachhaltigkeit dort messbar sind. Zu den Zielen dieser Arbeit gehört es dagegen nicht, die global operierenden Unternehmen auf ihre ethischen Werte hin zu überprüfen und ggf. bestehende Missstände aufzudecken.³

1.2 Gang der Untersuchung

Um die Frage zu beantworten, ob die Informationen zur Nachhaltigkeit aus Sicht der Aktionäre entscheidungsnützlich sind, und damit das Ziel dieser Arbeit zu erreichen, weist die vorliegende Arbeit folgende Struktur auf:

Das zweite Kapitel definiert zunächst den Begriff der Nachhaltigkeit. Darauf aufbauend wird das Konzept der Nachhaltigkeit und der sich daraus ableitende Stakeholder-Ansatz mit dem in der Unternehmensführung etablierten Shareholder Value-Ansatz verglichen. Dabei wird untersucht, ob Parallelen zwischen den Ansätzen bestehen. Die gestiegene Bedeutung der Nachhaltigkeit wird anschließend mit einer Bestandsaufnahme der aktuellen Entwicklungen am Kapitalmarkt in Bezug auf nachhaltige Investitionsmöglichkeiten geschildert. Weiterhin beschäftigt sich dieses Kapitel mit Ansätzen, die Erklärungen dafür liefern können, was Unternehmen dazu motiviert, freiwillig Informationen zu veröffentlichen. Den Abschluss des Kapitels bildet die Betrachtung der aktuell bestehenden gesetzlichen Vorschriften zur Veröffentlichung von Informationen, die potentiell einen Nachhaltigkeitscharakter aufweisen.

Das dritte Kapitel widmet sich den aktuell bedeutendsten Normen zur Erstellung eines Nachhaltigkeitsberichts, den Leitlinien der Global Reporting Initiative (GRI).⁴ Vor dem Hintergrund der später erfolgenden empirischen Betrachtung der GRI-Nachhaltigkeitsberichte werden die GRI-Leitlinien zunächst ausführlich dargestellt. Besonderes Interesse wird hier dem Ziel der GRI-Leitlinien zuteil, da die GRI durch ihre Anforderungen an einen Nachhaltigkeitsbericht ausschließlich Informationen vermitteln möchte. An geeigneter Stelle werden hierbei Parallelen zur ebenfalls informationsorientierten IFRS-Rechnungslegung gezogen. Dabei werden die teilweise bestehenden Verknüpfungen dieser Normen-Systeme aufgezeigt.

³ Zur Vertiefung dieser Aspekte sei exemplarisch auf Breuer et al.: Wirtschaftsethik als kritische Sozialwissenschaft sowie auf Homann/Blome-Drees: Wirtschafts- und Unternehmensethik verwiesen.

⁴ Diese Arbeit weicht von der offiziellen deutschen Übersetzung für den Begriff GRI Guidelines ab. Die deutsche Version bezeichnet die GRI Guidelines als GRI-Leitfaden. In der Praxis, insbesondere in den Nachhaltigkeitsberichten, hat sich jedoch die Bezeichnung als GRI-Leitlinien durchgesetzt. Daher wird in dieser Arbeit von der Bezeichnung in der offiziellen Übersetzung abgewichen.

Im Rahmen des vierten Kapitels wird ein Maßstab zur Analyse der GRI-Leitlinien hergeleitet. In diesem Kapitel wird gezeigt, dass die Zwecke dieser Normen zur Nachhaltigkeitsberichterstattung darin liegen, am Kapitalmarkt die Effizienz und die Gerechtigkeit zu erhöhen. Das Ziel dieses Kapitels besteht darin, die Informationsbedürfnisse der Kapitalgeber zu identifizieren, die sich aus den Zwecken ableiten lassen. Anders als bei der Analyse von Rechnungslegungssystemen mit dem Ziel der Informationsvermittlung kann hier nicht auf das Konzept eines informativen Gewinns zurückgegriffen werden. Vielmehr besteht die Aufgabe dieses Kapitels darin, einen Maßstab zur Beurteilung der Entscheidungsnützlichkeit von Informationen für die Kapitalgeber aufzustellen.

Alle Untersuchungen dieser Arbeit beziehen sich auf die Sicht der Kapitalgebergruppe der Eigenkapitalgeber. Da ausschließlich börsennotierte Unternehmen untersucht werden, erfolgt die Betrachtung der Nachhaltigkeitsberichterstattung aus der Perspektive der Aktionäre.

Da in dieser Arbeit hauptsächlich Nachhaltigkeitsberichte analysiert werden, die sich an den GRI-Leitlinien orientieren, wird in Kapitel fünf zunächst die Relevanz dieser Leitlinien für die Unternehmen des HDAX überprüft. Im Rahmen dieser ersten empirischen Untersuchung wird zunächst die Entwicklung der Nachhaltigkeitsberichterstattung in den letzten Jahren betrachtet. Wird ein signifikanter Anstieg in der Anzahl der Unternehmen nachgewiesen, die Nachhaltigkeitsberichte veröffentlichen, spräche dies für eine hohe Relevanz der Thematik der Nachhaltigkeitsberichterstattung in der Praxis.

In einer weiteren Untersuchung dieses Kapitels wird analysiert, ob ein Zusammenhang zwischen der Größe des Unternehmens und seinem Verhalten bezüglich der Nachhaltigkeitsberichterstattung besteht. Dazu wurde das Berichtsverhalten der Unternehmen des HDAX, der sich aus dem DAX, dem MDAX und dem TecDAX zusammensetzt, für jeden Index einzeln betrachtet.

Nachdem das Verhalten der Unternehmen des HDAX bezüglich der Nachhaltigkeitsberichterstattung untersucht worden ist, beginnen mit dem sechsten Kapitel die Untersuchungen, mit denen analysiert wird, ob die Informationen eines Nachhaltigkeitsberichts für die Aktionäre entscheidungsnützlich sind.

Vor diesem Hintergrund wird in einer kurzfristigen Ereignisstudie überprüft, ob die Aufnahme eines Unternehmens in einen Nachhaltigkeitsindex zu positiven Auswirkungen auf den Aktienkurs des Unternehmens führt, und ob die Herausnahme sich negativ auswirkt. Dabei wird davon ausgegangen, dass Unternehmen, die in dem Nachhaltigkeitsindex gelistet sind, hervorragende Leistungen im Bereich der Nachhaltigkeit erzielten. Eine deutlich messbare positive Reaktion am Kapitalmarkt auf die Information, dass ein Unternehmen zu diesem Kreis zählt, ermöglicht Rückschlüsse auf die Entscheidungsnützlichkeit der Informationen zur Nachhaltigkeit für die Aktionäre.

Neben der Betrachtung der kurzfristigen Auswirkungen am Kapitalmarkt auf die Informationen zur Nachhaltigkeit werden in einer weiteren empirischen Untersuchung die langfristigen Auswirkungen analysiert. Dazu wird eine langfristige Ereignisstudie durchgeführt.

Im siebten Kapitel wird analysiert, ob Aktionäre mit Aktien von Unternehmen, die GRI-Nachhaltigkeitsberichte veröffentlichen, langfristig höhere Renditen erzielen als mit den Aktien anderer Unternehmen. Wie auch die empirische Untersuchung des sechsten Kapitels dient diese Untersuchung der Beantwortung der zentralen Frage dieser Arbeit nach der Entscheidungsnützlichkeit der Informationen zur Nachhaltigkeit aus Sicht der Aktionäre.

Vor dem Hintergrund der im vierten Kapitel erörterten Zwecke der GRI-Leitlinien, wird im Rahmen des achten Kapitels diskutiert, ob die GRI-Leitlinien so konzipiert sind, dass sie einen Beitrag zum Schutz der Kapitalgeber leisten können. Im Mittelpunkt steht hierbei die Beantwortung der Frage nach der Entscheidungsnützlichkeit der Informationen aus Sicht der Aktionäre unter Bezugnahme auf die Ergebnisse empirischer Untersuchungen dieser Arbeit. Zudem zeigt dieses Kapitel Wege auf, wie die Entscheidungsnützlichkeit der Informationen zur Nachhaltigkeit aus Sicht der Aktionäre verbessert werden kann.

Das neunte Kapitel bildet den Abschluss dieser Arbeit, indem es die wesentlichen Ergebnisse der empirischen Untersuchungen hinsichtlich des Ziels dieser Arbeit – der Beantwortung der Frage, ob die Informationen zur Nachhaltigkeit aus Sicht der Aktionäre entscheidungsnützlich sind – zusammenfasst. Für weitere Studien zur Nachhaltigkeitsberichterstattung werden Forschungsfragen vorgeschlagen, und auf mögliche zukünftige Entwicklungen in der Nachhaltigkeitsberichterstattung wird ein Ausblick gegeben.

2 Theoretische Grundlagen der Nachhaltigkeitsberichterstattung

Kapitel 2 gibt einen Überblick über die Grundlagen der Nachhaltigkeit. Zunächst wird das Konzept der Nachhaltigkeit definiert. Auf die Definition folgt eine Darstellung der historischen Entwicklung dieses Konzeptes. Das heutige Konzept der Nachhaltigkeit im Unternehmen basiert darauf, die verschiedenen Stakeholder und ihre Interessen in die strategische Ausrichtung eines Unternehmens einzubeziehen. Bei einem Vergleich des Stakeholder-Konzeptes mit dem Shareholder Value-Ansatz zeigt sich, dass diese beiden Ausrichtungen durchaus ähnlich sein können. Dies gilt vor allem für börsennotierte Unternehmen mit Konzentration auf den Kapitalgeber als Stakeholder.

Dieses Kapitel betrachtet ebenfalls den Kapitalmarkt, denn auch dort ist die Nachhaltigkeit in Form von ethischen Anlageformen sichtbar geworden. Da die Nachhaltigkeitsberichterstattung durch die Unternehmen in den meisten Ländern freiwillig erfolgt, geht dieses Kapitel auch der Frage nach, welche Gründe aus Sicht der Unternehmen zur Veröffentlichung von Nachhaltigkeitsberichten ohne gesetzliche Verpflichtung bestehen. Den Abschluss dieses Kapitels bildet eine Bestandsaufnahme zu der Frage, inwieweit Informationen zur Nachhaltigkeit bereits im Lagebericht und im Management Commentary veröffentlicht werden.

2.1 Das Konzept der Unternehmensnachhaltigkeit

Die Forderung nach einem nachhaltigen und verantwortungsbewussten Handeln von Unternehmen ist zu einem präsenten Thema des öffentlichen Interesses geworden.¹ Bevor darauf eingegangen wird, auf welche Weise nachhaltige Ansätze Anwendung in Unternehmen finden, wird zunächst betrachtet, was sich allgemein hinter dem Begriff der Nachhaltigkeit verbirgt.

Eine prägnante Definition, die den Begriff der Nachhaltigkeit genau abgrenzt, hat sich noch nicht durchgesetzt. Die geläufigste Definition umreißt nur grob, was unter Nachhaltigkeit zu verstehen ist. Sie entstammt dem Bericht „Our common Future“ der Weltkommission für Umwelt und Entwicklung (World Commission on Environment and Development, abgekürzt WCED) der Vereinten Nationen (United Nations, abgekürzt UN) aus dem Jahr 1987. Die WCED definiert in diesem Bericht, der ebenfalls unter dem Namen „Brundtland Report“ bekannt ist, eine nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development) wie folgt:

„Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.“²

¹ Einige Fragestellungen, die aktuell öffentlich diskutiert werden, wurden bereits im Einleitungskapitel zu dieser Arbeit angeschnitten.

² United Nations World Commission on Environment and Development: Our Common Future (The Brundtland Report), S. 43.

Das Ziel der nachhaltigen Entwicklung besteht nach dem Brundtland-Bericht darin, Generationen-Gerechtigkeit herzustellen, indem die zukünftigen Generationen in ihrer Lebensqualität nicht schlechter gestellt werden als die heutigen Generationen.

Welche Inhalte die WCED in diesem Zitat anspricht bzw. welche Bereiche allgemein der Nachhaltigkeitsthematik zugeordnet werden können, erläutern das nachfolgend dargestellte Beispiel und die Skizzierung der Nachhaltigkeits-Historie. Anhand des Beispiels können zwei wesentliche Aspekte der Nachhaltigkeit verdeutlicht werden: Zum einen steckt hinter der Nachhaltigkeit eine ethische Ausrichtung, die auf philosophischen Normen- und moralischen Wertfindungsprozessen basiert.³ Hierzu zählt der Umweltschutz und die Beachtung von Menschenrechten. Zum anderen kann die Nachhaltigkeit für eine langfristige ökonomische Ausrichtung stehen.

Die Berücksichtigung der Nachhaltigkeit beim Umgang mit natürlichen Ressourcen ist nicht nur ein Phänomen der heutigen Zeit. So wurden z.B. in der Forstwirtschaft im 18. Jahrhundert nachhaltige Ansätze entwickelt. Durch den in dieser Zeit betriebenen Raubbau wurde der Baumbestand soweit verringert, dass die langfristige Nutzbarkeit der Ressource Holz gefährdet war. Aus volkswirtschaftlicher Sicht erschien es daher sinnvoll, nach Strategien zu suchen, mit denen das Betreiben einer ertragreichen Forstwirtschaft dauerhaft gesichert werden konnte. Fortan sollte insgesamt betrachtet nur noch die Menge Holz geschlagen werden, die auch wieder aufgeforstet werden kann. Ansätze wie dieser können als Ursprung des Nachhaltigkeits-Begriffs betrachtet werden.⁴

Im zuvor geschilderten Beispiel bestand das Ziel darin, mit der Begrenzung der Abholzung die Erträge langfristig zu maximieren. Gleichzeitig verdeutlicht das Beispiel, dass die Maximierung der Erträge mit der Umsetzung umweltschützender Maßnahmen einhergeht. Zwischen der ökonomischen und der ökologischen Ausrichtung besteht in diesem Fall folglich eine enge Verzahnung. Die nachfolgenden Generationen profitieren in ökonomischer Hinsicht, da auch sie einen Nutzen aus dem Bestand ziehen können. Gleichzeitig besteht für sie auch auf ökologischer Ebene der Vorteil, dass der Forstbestand erhalten bleibt.

Abbildung 2.1 verdeutlicht diesen Zusammenhang, der generell in Bezug auf nachhaltige Themen besteht: Eine langfristige Maximierungsstrategie als ökonomische Ausrichtung kann nur erfolgreich umgesetzt werden, wenn auch die ethische Ausrichtung mit ihren ökologischen und sozialen Aspekten in die Strategie aufgenommen wird. Die Ausrichtungen der Nachhaltigkeit können folglich nicht isoliert betrachtet werden, da jeweils der Erfolg der einen Ausrichtung vom Erfolg der anderen Ausrichtung abhängt.

Seit dem Beginn der Industrialisierung bis in die zweite Hälfte des 20. Jahrhunderts wurden die nachhaltigen Strategien jedoch weltweit kaum angewandt. Die Aussicht auf eine kurzfristige

³ Vgl. exemplarisch Dunfee: Corporate Governance in a Market with Morality.

⁴ Vgl. Loew et al.: Bedeutung der internationalen CSR-Diskussion für Nachhaltigkeit und die sich daraus ergebenden Anforderungen an Unternehmen mit Fokus Berichterstattung, S. 56 ff.

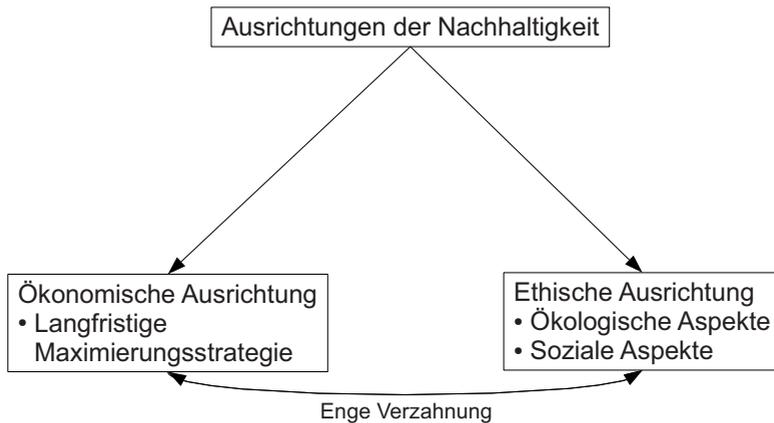


Abbildung 2.1: Die Ausrichtungen der Nachhaltigkeit,
Quelle: Eigene Darstellung

Ertragsmaximierung führte so lange zu einer Fortsetzung des Raubbaus an natürlichen Ressourcen, bis sich eine Zuspitzung der Ressourcenknappheit abzeichnete. Daraus resultierte eine Rückbesinnung auf nachhaltige Ausrichtungen, die sich zunächst auf ökologische Aspekte konzentrierte. Die zunehmende gesellschaftliche Bedeutung der ökologischen Aspekte der Nachhaltigkeit zeigte sich z.B. darin, dass in Deutschland vor allem seit den 1970er Jahren zunehmend Gesetze zum Umweltschutz verabschiedet wurden.⁵

In den 1980er Jahren setzte sich die Erkenntnis durch, dass es nicht ausreicht, lediglich ökologische Aspekte zu berücksichtigen. Der Ursprung konkreter und umfassender Nachhaltigkeitskonzepte, deren ethische Ausrichtung sich nicht auf ökologische Aspekte beschränkt, liegt in dem eingangs erwähnten Brundtland-Bericht aus dem Jahr 1987. Er ergänzt die ethische Ausrichtung der Nachhaltigkeit um soziale Aspekte.⁶ Seither wird unter dem sog. Nachhaltigkeitsprinzip ein langfristiges, ganzheitliches Konzept im Sinne eines Optimierungsansatzes

⁵ Vgl. Kunhenn: Ökobilanzen – Ursachen, Ausprägungen und Auswirkungen von Freiräumen auf den Einsatz von Ökobilanzen durch Unternehmen, S. 47.

⁶ In der Theorie wurde ein dreigeteilter Ansatz schon 1979 von Carroll vorgeschlagen. Vgl. Carroll: A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance.

verstanden, das in die ökonomische Dimension, in die ökologische Dimension und in die soziale Dimension unterteilt ist.⁷

Eine enge Abhängigkeit besteht nicht nur zwischen der ökonomischen und der ökologischen Dimension, sondern jeweils auch zwischen der sozialen und der ökonomischen sowie zwischen der sozialen und der ökologischen Dimension. Das Drei-Dimensionen-Modell beschreibt den Prozess, der zu einem dynamischen Gleichgewicht der Dimensionen der nachhaltigen Entwicklung führt.

Die enge Verknüpfung der sozialen und der ökologischen Dimension kann anhand des globalen Ökosystems und der darin lebenden Weltbevölkerung demonstriert werden. Überschreitet die Weltbevölkerungszahl die maximale Aufnahmefähigkeit – die sog. Carrying Capacity⁸ – des globalen Ökosystems, führt dies zu einem Verbrauch der natürlichen Ressourcen über ihre Regenerationsfähigkeiten hinaus. Dadurch verschlimmert sich die Lebenssituation der aktuellen und zukünftigen Generationen, was meist zu instabilen sozialen Verhältnissen führt.

Ökonomisches Wachstum kann langfristig nur dann erreicht werden, wenn stabile soziale Verhältnisse bestehen, und die Umwelt nicht über ihre Regenerationsfähigkeit hinaus geschädigt wird. Analog verdeutlicht der Mangel an ökologischer Ausrichtung in Entwicklungsländern wiederum die Interdependenz, dass ökologische Maßnahmen nur dann ergriffen werden, wenn bereits ausreichende ökonomische und soziale Rahmenbedingungen geschaffen wurden.⁹

In den letzten Jahren fand das Drei-Dimensionen-Modell nicht nur auf der makroökonomischen Ebene, sondern auch auf der mikroökonomischen Ebene der Unternehmen Anwendung. Der dreigeteilte Ansatz hat sich als Erfolgsindikator innovativer Managementkonzepte zur langfristigen, ganzheitlichen Optimierung herauskristallisiert.¹⁰

Neben den traditionellen Finanzdaten publiziert aktuell eine stetig wachsende Anzahl von Unternehmen Informationen mit Nachhaltigkeitsbezug.¹¹ Veröffentlicht werden diese Informationen entweder im Rahmen des Geschäftsberichts,¹² oder die Unternehmen entscheiden sich, die

⁷ Vgl. Haller/Ernstberger: Global Reporting Initiative – Internationale Leitlinien zur Erstellung von Nachhaltigkeitsberichten, S. 2516.

⁸ Zur Vertiefung der theoretischen Grundlagen zur Carrying Capacity wird beispielsweise auf Meadows und Brown und Kane verwiesen. Vgl. Meadows: It Is Too Late To Achieve Sustainable Development, Now Let Us Strive for Survivable Development sowie Brown/Kane: Full House: Reassessing the Earth's Population Carrying Capacity.

⁹ Vgl. Schaltegger/Figge: Öko-Investment-Spagat zwischen Shareholder Value und Sustainable Development, S. 4.

¹⁰ Vgl. Crone/Hoch: Nachhaltigkeit und Nachhaltigkeitsreporting, S. 41.

¹¹ Diese Aussage bestätigt eine Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte. Vgl. Hesse: Langfristig mehr Wert – Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren mit Nachhaltigkeitsbezug auf dem Weg in die Geschäftsberichte deutscher Unternehmen.

¹² Insbesondere im Lagebericht werden einige Informationen aus dem Bereich der Nachhaltigkeit veröffentlicht, vgl. Abschnitt 2.6.