

DER EINFLUSS NACHHALTIGER FAKTOREN AUF DIE UNTERNEHMENSPERFORMANCE.

von Dipl.-Vw. Stefan Roithmeier, Prof. Dr. Klaus Röder, Prof. Dr. Winfried Schwarzmann und Prof. Dr. Wolfgang Singer

- *Nachhaltiges Management bietet Unternehmen die Chance, sich gegenüber der Konkurrenz zu positionieren, strategische Wettbewerbsvorteile zu sichern, neue Geschäftsfelder zu erschließen und Risiken zu minimieren.*
- *Nachhaltige Faktoren wie soziale Aspekte, Ökologie und Corporate Governance beinhalten wichtige Informationen. Eine ganzheitliche Unternehmensanalyse, die auch nachhaltige Faktoren beinhaltet, ermöglicht Renditevorteile für Anleger, da hierbei besonders nachhaltige und gleichzeitig wirtschaftlich erfolgreiche Unternehmen herausgestellt werden können.*
- *Nachhaltigkeit sollte von der Unternehmensführung stets berücksichtigt werden, da sie einen vielfältigen Einfluss auf den Unternehmenserfolg hat.*

Dem Thema Nachhaltigkeit gelang es in den vergangenen Jahren immer weiter, seinem Nischendasein zu entwachsen und einen wichtigen Platz in der Unternehmensführung einzunehmen. Gleichzeitig steigt der Anteil nachhaltiger Anlagen in den Portfolios institutioneller und privater Investoren kontinuierlich. Um diesem wachsenden Interesse an Nachhaltigkeit zu begegnen ist es Ziel dieser Arbeit, die Wirkungszusammenhänge zwischen einer nachhaltigen Positionierung und dem Unternehmenswert genauer zu erforschen. Die Abbildung der Nachhaltigkeit erfolgt durch eine Beurteilung der nachhaltigen Aktivitäten eines Unternehmens anhand von Kriterien wie Emissionen, Energieverbrauch, Mitarbeiterqualifikation, Gesundheitsschutz, Soziale Investitionen oder Unabhängigkeit des Aufsichtsrates.

1. Einleitung

Unternehmen sehen Nachhaltigkeit nicht mehr nur als Kostenfaktor, sondern auch als Chance. Um den Herausforderungen der Nachhaltigkeit entgegenzutreten und den langfristigen ökonomischen Erfolg zu sichern, wurden von den Unternehmen bereits zahlreiche Aspekte umgesetzt.

Hierzu gehören Maßnahmen wie das verantwortliche unternehmerische Handeln in der eigentlichen Geschäftstätigkeit (Corporate Governance), die Berücksichtigung ökologisch relevanter Gesichtspunkte sowie ein erhöhter Austausch mit den relevanten Anspruchs- bzw. Interessengruppen (Stakeholder). Aber nicht nur Seitens der Unternehmen steigt das Interesse an Nachhaltigkeit. Auch die Anle-

ger betonen die zunehmende Bedeutung von Nachhaltigkeitskriterien bzw. ESG Faktoren („Environmental, Social und Corporate Governance“) hinsichtlich der Auswirkungen auf die finanzielle Performance der Unternehmen. Um diesen wachsenden Bedarf zu decken, wurden zahlreiche Investitionsmöglichkeiten mit Fokus auf Nachhaltigkeit geschaffen. Ausgangspunkt bei diesen Anlagen ist die Annahme, dass durch nachhaltiges Wirtschaften stabile Renditen erzielt werden können. Die zugrundeliegende Idee ist einfach: Wird eine Firma gemäß nachhaltigen Gesichtspunkten geführt, sollte dies sowohl die Kosten und die Finanzstruktur als auch die Wahrnehmung durch den Markt positiv beeinflussen. Ziel dieser Arbeit ist es, mittels einer Gesamterhebung aller als nachhaltig angesehenen Faktoren und der Entwicklung einer integrativen Ratingsystematik die Wirkungszusammenhänge zwischen der Nachhaltigkeit und dem Unternehmenswert aufzuzeigen. Im Rahmen einer ökonometrischen Analyse werden hierbei die Effekte verschiedener nachhaltiger Kennzahlen auf die ökonomische Performance Europäischer Firmen betrachtet.

2. Begriffsdefinition

Die ursprüngliche Definition des Begriffes Nachhaltigkeit stammt aus der Forstwirt-

schaft. Laut Ott et al. (1999) beschreibt Nachhaltigkeit den Ansatz, dass regenerierbare lebende Ressourcen nur in dem Maße genutzt werden dürfen, wie Bestände natürlich nachwachsen. In der Wissenschaft wird Nachhaltigkeit vielfach als Überbegriff für nachhaltige Entwicklung, soziale Verantwortung, Umweltschutz, Generationengerechtigkeit, Lebensqualität, sozialen Zusammenhalt oder internationale Verantwortung verwendet und auf unterschiedliche Art und Weise definiert. Im betriebswirtschaftlichen Bereich beschreibt Nachhaltigkeit den Ansatz des Nachhaltigkeitsmanagements, der unternehmerischen Erfolg mit der Berücksichtigung sozialer und ökologischer Aspekte verbindet. Der Theorie folgend sind Unternehmen durch nachhaltiges Handeln in der Lage, sich einen Wettbewerbsvorteil vor der Konkurrenz zu verschaffen [vgl. Schaltegger 2011].

3. Theoretischer Hintergrund

In den letzten Jahren kristallisierte sich eine zentrale Frage in der theoretischen Forschung zum Thema Nachhaltigkeit heraus: Ist ein finanzielles Opfer nötig, um nachhaltigen Gesichtspunkten gerecht zu werden? Zusammengefasst ist die gegenwärtige Theorie zu diesem Thema noch mehrdeutig [vgl. Waddock & Graves 1997, Guenster et al. 2006]. Argu-

mente für einen negativen Effekt basieren meist auf der neoklassischen Mikroökonomie. Diese legt nahe, dass die Folgekosten sozial verantwortlicher Aktivitäten die wirtschaftlichen Vorteile aufheben und so das Prinzip der Vermögensmaximierung für Aktionäre verletzt wird [vgl. Telle 2006]. Eine nachhaltige Unternehmensausrichtung führt demzufolge zu sofortigen Kosten, die Einsparungen ergeben sich jedoch erst in der Zukunft in ungewissem Umfang. Studien wie bereits Friedman (1970) folgern deshalb, dass Nachhaltigkeit zu geringeren Gewinnen, niedrigeren Unternehmenswerten, Wettbewerbsnachteilen und einer niedrigeren Aktienrentabilität führt. Diese Argumentation wird von der Corporate Governance Theorie weitergeführt [vgl. Shleifer & Vishny 1997]. Dementsprechend erweitert eine Berücksichtigung der Interessen aller Stakeholder die Handlungsspielräume der Manager. Diese können von den Managern für ihren eigenen Nutzen missbraucht werden, indem sie beispielsweise als großzügige Spender auftreten und so der Steigerung des Unternehmenswertes kontraproduktive Maßnahmen ergreifen [vgl. Beltratti 2005]. Seitens einiger Forscher werden aber auch positiv wirkende Einflüsse einer nachhaltigen Unternehmensausrichtung vermutet. Im Gegensatz zu Friedmann

argumentiert Heal (2005), dass eine nachhaltige Ausrichtung in der Lage ist, Kosten zu reduzieren. Da Wettbewerbsmärkte nicht vollständig effizient sind, können durch einen nachhaltigen Umgang mit Stakeholdergruppen wie dem Staat, Wettbewerbern, Kunden oder den Mitarbeitern Konflikte verringert und so die Unternehmensgewinne langfristig gesteigert werden. Dieser Ansatz findet vor allem im strategischen Management viel Beachtung. Die Stakeholdertheorie in diesem Bereich sagt aus, dass die Unternehmensführung verschiedenen Gruppen, die einen Anspruch („stake“) an das Unternehmen haben, gerecht werden muss [vgl. McWilliams et al. 2006]. Deshalb kann ein verantwortliches Engagement sinnvoll sein, da die Stakeholder ihre bisherige Unterstützung wieder entziehen könnten. Genießt eine Firma zum Beispiel ein hohes Ansehen bei den Mitarbeitern, ist es einfacher, hochqualifizierte Mitarbeiter zu rekrutieren bzw. die Anzahl der Abgänge gering zu halten. An diese These anknüpfend liefert die Ressourcentheorie Argumente für mögliche positive Effekte der Nachhaltigkeit auf die Unternehmensperformance [vgl. Wernerfelt 1984]. Sie führt den Erfolg eines Unternehmens auf die Qualität interner Ressourcen zurück und beschreibt, wie sich Wettbewerbsvorteile

aus Ressourcen ergeben, die wertvoll, selten, schwer zu imitieren oder substituieren sind [vgl. Russo & Fouts 1997]. Barney (1991) argumentiert, dass auch das Stakeholder Management eine wichtige Ressource darstellt. Als Beispiel führt er die Umweltaktivitäten einer Firma an. Diese können bei Kunden, die bezüglich der Umweltthematik sehr feinfühlig sind, zu höheren Verkaufszahlen führen. Des Weiteren stellen umweltschonende Technologien eine Ressource dar, die patentiert werden kann und so nur schwer von den Wettbewerbern nachahmbar ist.

4. Nachhaltigkeit in der empirischen Kapitalmarktforschung

Die Performance von nachhaltigem Investment wird seit den 70er Jahren des letzten Jahrhunderts wissenschaftlich untersucht. Die Grundlagen hierfür legte Moskowitz, der in seinem 1972 erschienenen Artikel die Rolle sozialer Aspekte in der Portfoliozusammensetzung untersucht [vgl. Moskowitz 1972]. Ausgangspunkt seiner Forschung war die These des Capital Asset Pricing Models (CAPM), dass bei einem nach nachhaltigen Gesichtspunkten selektierten Portfolio Kosten durch die geringere Diversifikation entstehen. Dem Modell entsprechend müsste das nachhaltige Portfolio eine im

Vergleich zum Marktportfolio unterdurchschnittliche Rendite aufweisen. Moskowitz jedoch zeigt auf, dass ein durch nachhaltige Selektion verkleinertes Portfolio ebenso effizient sein kann wie das Marktportfolio und ebenso gut oder sogar besser performen kann.

Die Methodik zur Messung der Auswirkungen der Nachhaltigkeitsperformance ist untergliedert in drei Vorgehensweisen. Portfolioanalysen vergleichen zumeist die risikoadjustierten Aktienrenditen von Portfolios von Firmen mit höherer und geringerer Nachhaltigkeitsperformance [vgl. White 1995, Diltz 1995, Statman 2000]. Kempf und Osthoff (2007) gelingt es auf diese Weise nachzuweisen, dass Unternehmen mit hoher Sozialperformance signifikante risikoadjustierte Überrenditen erzielen können. Ein weiterer Ansatz sind Ereignisstudien. Diese betrachten die kurzfristigen Auswirkungen der Veröffentlichung eines spezifischen Ereignisses (z.B. der Bekanntgabe einer Umweltkatastrophe) auf den Unternehmenswert [vgl. Jones & Rubin 2001; Kothari & Warner 2006]. Da Nachhaltigkeit sich vor allem auf langfristige Maßnahmen bezieht, findet der langfristige ökonometrische Ansatz eine zunehmende Beachtung. Diese meist auf Regressionsanalysen basierende Methode verwendet ein weites Spektrum

an Indikatoren sowohl zur Messung der Nachhaltigkeit als auch der finanziellen Performance [vgl. Hart & Ahuja 1996, Konar & Cohen 2001, Beccetti et al. 2008]. Diesen Ansatz aufgreifend zeigen Hong und Kacperczyk (2009), dass sozial gefilterte Aktienfonds Rendite-Nachteile durch den Ausschluss von Unternehmen erleiden, die in „unsozialen“ Branchen wie Tabak, Alkohol, Militär oder Glücksspiel tätig sind. Schröder (2007) wiederum belegt anhand einer umfangreichen Regressionsanalyse, dass keine signifikanten Unterschiede bezüglich der risikoadjustierten Renditen von nachhaltigen und konventionellen Aktienfonds festzustellen sind. Statman und Glushkov (2009) folgend scheint der positive Effekt der Auswahl nachhaltiger Aktien den negativen Effekt des „Filterns“ unsozialer Unternehmen mindestens auszugleichen. Trotz dieser vielfältigen akademischen Anstrengungen gibt es bisher jedoch noch keinen allgemeingültigen Beweis, der eine kausale Verbindung zwischen Nachhaltigkeit und Unternehmenserfolg nachweisen kann [vgl. Hoepner & McMillan 2009]. Die Mehrzahl der Studien lässt aber darauf schließen, dass Anleger, die sich für nachhaltiges Investment entscheiden, keine systematischen Nachteile bezüglich risikoadjustierten Kennzahlen in Kauf nehmen müssen.

5. Analyse des Einflusses nachhaltiger Faktoren auf die Aktienkursperformance

Der Überblick über die bisherige Forschung zum Einfluss der Nachhaltigkeit zeigt ein eher uneinheitliches Bild. Nachteilig ist bei den bisherigen Studien, dass die Daten, auf die sich die Forscher beziehen, zumeist intransparent sind, da sie von externen Datenprovidern stammen. Ziel dieser Arbeit ist es, mit Hilfe einer eigenen Datenbank und einer integrativen Ratingsystematik die Wirkungszusammenhänge so objektiv wie möglich zu erforschen.

5.1. Bewertung der Nachhaltigkeit

Die Abbildung der Nachhaltigkeit erfolgt durch eine Beurteilung der nachhaltigen Aktivitäten eines Unternehmens anhand einer umfangreichen Datenbank nachhaltiger Kriterien. Das Research-Universum umfasst die größten Firmen der Länder der Eurozone. Als Datenbasis dienen alle Firmen, die innerhalb des Untersuchungszeitraums 2000 bis 2011 Mitglied des Dow Jones Euro Stoxx 50 waren. Von diesen wurden 67 in die Untersuchung aufgenommen, da für vier Unternehmen nicht in ausreichendem Maße Daten zur Verfügung standen. Um eine allgemeingültige Aussage treffen zu können, wurden in einem ersten Schritt aus

den Nachhaltigkeitsberichten der Unternehmen alle angegebenen quantitativen nicht-finanziellen Rohdaten erfasst und in einer Datenbank zusammengefasst. Aus dem Set an Daten ergaben sich insgesamt 847 verschiedene nachhaltige Faktoren, die im Folgenden mit Daten aus den Geschäfts-, Jahres-, Form 20-F- und Corporate Governance-Berichten der Unternehmen ergänzt wurden. Faktoren, die

Nachhaltigkeit zusammengefasst und den Nachhaltigkeitsdimensionen Umwelt, Soziales, Corporate Governance und langfristige Rentabilität zugeteilt (siehe Abbildung 1). Die Dimension langfristige Rentabilität wird nur für die Berechnung des globalen Ratings erhoben und dient als Sammelbecken für nicht-finanzielle Kategorien der Nachhaltigkeit, die nicht den klassischen ESG-Faktoren zuzuordnen

Umwelt	Corporate Governance	Soziales	Langfristige Rentabilität
Abfall	Abschlussprüferunabhängigkeit	Altersstruktur	Forschung und Entwicklung
CO ₂ Emissionen	Aktienbesitz des Vorstands	Arbeitnehmer-Arbeitgeberbeziehungen	Kundenbindung
Energieverbrauch	Aktionärsrechte	Arbeitnehmersicherheit und Gesundheit	Marktpräsenz
Luftschadstoffemissionen	Aktionärsstruktur	Art des Arbeitsvertrages	Pensionsvermögen
Transport	Aufsichtsratszusammensetzung	Aufstiegsmöglichkeiten	Staat
Umweltmanagement	Ausschusssitzungen	Diversität	Wertschöpfung
Umweltschutz	Großaktionäre	Entwicklung der Mitarbeiter	Zuliefererbeziehungen
	Vergütung der Direktoren	Gleichberechtigung	
		Minderheitenschutz	
		Mitarbeiterqualifikation	
		Mitarbeitervergütung	
		Mitarbeiterzufriedenheit	
		Personalfuktuation	
		Schulung und Weiterentwicklung	
		Soziale Investitionen	

Abbildung 1: Kategorien der Nachhaltigkeit

mindestens 50 Datenpunkte aufweisen oder in einer Branche breite Verwendung finden, wurden daraufhin in Relation zu unternehmerischen Fundamentaldaten wie Umsatz oder Gewinn gesetzt. Die auf diese Weise gebildeten Kennzahlen wurden im nächsten Schritt, anlehnend an die Leitfäden der Global Reporting Initiative (2002) und der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2010), in 38 Kategorien der

sind. Um eine Aufteilung von nachhaltigen und nicht-nachhaltigen Firmen zu ermöglichen, wird für jedes Jahr sowohl für jede Dimension ein Rating gebildet als auch ein zusammenfassendes globales Rating bestehend aus allen Kennzahlen erstellt. Hierbei wird den Unternehmen, dem Ansatz von Graves & Waddock (1994) entsprechend, für jede Kennzahl der Wert 1 zugewiesen, sobald der Wert der Kennzahl über dem Bran-

chendurchschnitt liegt. Ein Unternehmen bekommt den Wert -1, wenn es unter dem Durchschnitt liegt. Ansonsten erhält es den Wert 0. Durch die Auswahl der Sektor-Besten bzw. -Schlechtesten wird gewährleistet, dass die Performance nicht durch die Branchenzugehörigkeit verzerrt wird. Für einige Faktoren, wie beispielsweise CO² Emissionen, bei denen ein geringerer Wert auf höhere Nachhaltigkeit schließen lässt, wird bei der Bewertung entgegengesetzt vorgegangen. Das Globale Rating berechnet sich dementsprechend wie folgt:

$$\text{Globales Rating} = \sum_{i=1}^7 \text{Umwelt}_i + \sum_{i=1}^8 \text{Corporate Governance}_i + \sum_{i=1}^{15} \text{Soziales}_i + \sum_{i=1}^7 \text{Langfr. Rentabilität}_i$$

Empirisch liegt die Verteilung der Ratings zwischen +12 und -15 und neigt zu einer bei null zentrierten Normalverteilung. Bedingt durch die teilweise fehlende Standardisierung einiger Kennzahlen ist bei der Beurteilung der Nachhaltigkeit ein gewisser Freiraum für Subjektivität gegeben. Lohndiskrepanzen beispielsweise können zum einen als motivationszerstörend und unsozial angesehen werden, zum anderen können sie jedoch

wachstumsfördernd wirken und somit als erwünscht betrachtet werden. Um diesem Problem zu begegnen, wurde für diese Fälle auf die Ansätze von im Bereich der Nachhaltigkeit tätigen Research- und Rating-Agenturen zurückgegriffen.

5.2. Portfoliokonstruktion

Aus den erstellten Ratings werden Portfolio-Paare, bestehend aus einem nachhaltigen und einem nicht-nachhaltigen Portfolio gebildet: ein globales Portfolio-Duo bezüglich aller nachhaltiger Kriterien und jeweils ein Portfolio-Paar bezüglich der Nachhaltigkeitsdimensionen Umwelt, Soziales und Corporate Governance. Für die Portfolios werden jedes Jahr die Firmen mit positiven bzw. negativen Ratingwerten ausgewählt und mit gleicher Gewichtung in das entsprechende Portfolio aufgenommen. Zum Stichtag 1. Juli jeden Jahres werden die Portfolios den jahresspezifischen Ratings entsprechend umgeschichtet. Theoretisch werden dementsprechend zur Jahresmitte die Portfolios verkauft und die freigewordenen Mittel gleichgewichtet in Aktien mit positiven bzw. negativen Ratings investiert.

5.3. Empirische Ergebnisse

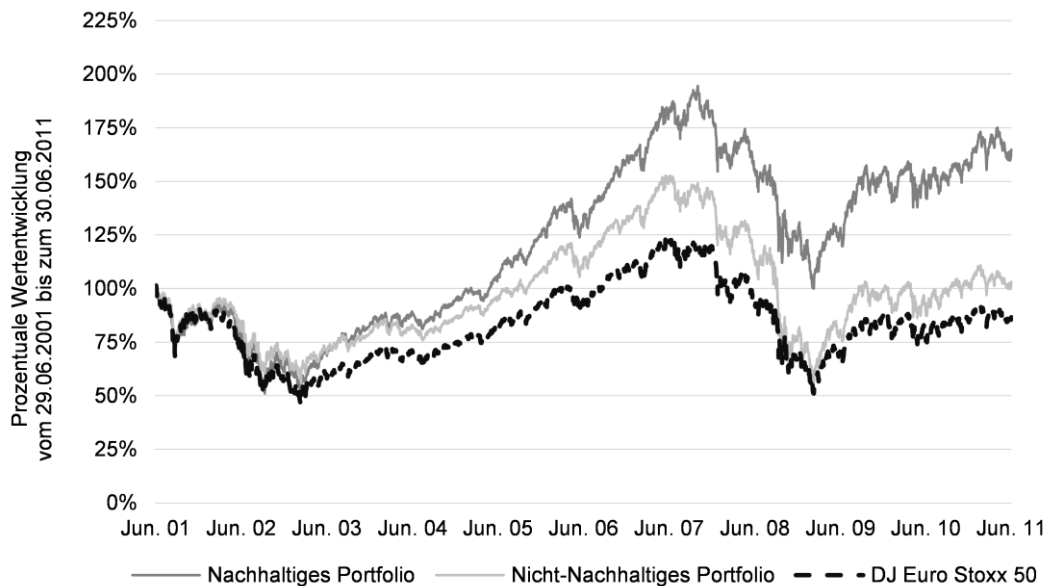


Abbildung 2: Performance der Nachhaltigkeitsportfolios

Um den Einfluss auf die zukünftige Aktienkursperformance zu messen, wird die Performance mit einer Verzögerung von sechs Monaten betrachtet. Das Rating des Jahres 2009 wird so mit der Aktienkursentwicklung vom 1. Juli 2010 bis 30. Juni 2011 verglichen, da es auf den Daten der Berichte des Jahres 2009 aufbaut, die aber erst im Laufe des Folgejahres 2010 publiziert werden. Der zugrunde gelegte Zeitraum ist der 29.06.2001 bis 30.06.2011. Vergleichsindex für die Portfolios ist der Dow Jones Euro Stoxx 50. Um einen Überblick über die Wertentwicklung der Portfolios zu bekommen, bildet Abbildung 2 eine auf 1 normierte Kursentwicklung ab. Das nachhaltige Portfolio erwirtschaftet über den Untersuchungszeitraum eine Rendite von 66,72%. Dies entspricht einer Überrendite von 62,05 Prozentpunkten im Vergleich zum nicht-nachhaltigen Portfolio und 78,67 Prozentpunkten im Vergleich zur Benchmark (-11,95%). Mit der nicht-nachhaltigen Anlagestrategie hätte man den DJ Euro Stoxx 50 um 16,62 Prozentpunkte übertroffen. Beide gleichgewichtet konstruierten Portfolios entwickeln

sich vor allem in wirtschaftlichen Aufschwungphasen besser als der marktgewichtete Vergleichsindex. Ein Argument für die gute Performance der gleichgewichteten Portfolios ist, dass sie eine stärkere Ausrichtung auf kleinere und mittelgroße Unternehmen bieten, die im Untersuchungszeitraum der Zeit besser abschneiden als größere Unternehmen. In Abschwungphasen scheinen die Anleger einen sicheren Hafen in der breiter diversifizierten Benchmark zu suchen. Auf der anderen Seite gelingt es dem nachhaltigen Portfolio sehr schnell, die Verluste wieder auszugleichen. Die Performancedifferenz sinkt nach dem Höhepunkt der Finanzkrise Ende 2008 nicht auf das Vorkrisenniveau ab, sondern entwickelt sich weiter nach oben. Dies deutet auf einen Trend hin, da keine Regression zur Mitte festzustellen ist.

5.4. Risikoadjustierte Betrachtung

Die systematische Erklärung von Aktienrenditen ist seit langem eine der zentralen Herausforderungen der empirischen Kapitalmarktforschung. Hierbei ist das von Sharpe (1964) und Lintner (1965)

entwickelte Capital Asset Pricing Model (CAPM) der verbreitetste Ansatz. Dem Modell entsprechend hängt die erwartete Rendite einer Aktie vom risikolosen Zins und der entsprechenden erwarteten Risikoprämie des Marktes ab. Das traditionelle CAPM nutzt eine aktienspezifische Variable, das Beta, um die Rendite der Aktie mit der Marktrendite zu erklären. Als Performancemaß dient im Folgenden zum einen die Treynor Ratio:

$$Treynor\ Ratio = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\beta_p}$$

\bar{r}_p beschreibt hierbei die durchschnittliche Portfoliorendite, \bar{r}_f die durchschnittliche risikolose Rendite und β_p das Portfolio-

gung findet, entschädigt. Die Sharpe Ratio gibt die Überschussrendite über die risikolose Verzinsung pro Einheit Risiko, gemessen in Form der Standardabweichung der Renditen, an:

$$Sharpe\ Ratio = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\delta_p}$$

δ_p beschreibt die Standardabweichung des Portfolios. Das Maß zeigt an, ob eine Unter- oder Überperformance erzielt wurde. Das in der Literatur am häufigsten eingesetzte Performancemaß ist das 1968 von Michael Jensen entwickelte Jensen Alpha. Das Alpha beschreibt die Differenz zwischen der tatsächlich realisierten und der erwarteten Rendite, die

	Rendite (p.a.)	Volatilität (p.a.)	Beta	Sharpe-Ratio	Treynor-Ratio	Jensen Alpha
Dow Jones Euro Stoxx 50	0,019	0,250	1,000	-0,078	-0,019	0,000
Nachhaltiges Portfolio	0,075	0,228	0,859	0,161	0,043	0,053
Nicht-Nachhaltiges Portfolio	0,034	0,243	0,948	-0,018	-0,005	0,014
Governance Portfolio	0,058	0,230	0,886	0,086	0,022	0,037
Nicht-Governance Portfolio	0,051	0,242	0,927	0,051	0,013	0,030
Soziales Portfolio	0,067	0,232	0,897	0,126	0,033	0,047
Nicht-Soziales Portfolio	0,032	0,234	0,901	-0,028	-0,007	0,011
Ökologisches Portfolio	0,091	0,243	0,899	0,215	0,058	0,070
Nicht-Ökologisches Portfolio	0,052	0,231	0,895	0,057	0,015	0,031

Tabelle 1: Rendite, Risiko- und Performancemaße

beta. Gemäß der Kapitalmarkttheorie wird nur das systematische Risiko, welches als Beta der Treynor-Ratio Berücksichti-

sich bei gleichem Risiko dem CAPM folgend hätte ergeben müssen:

$$Jensen\ Alpha = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p * (\bar{r}_m - \bar{r}_f)]$$

\bar{r}_m steht in dieser Gleichung für die durchschnittliche Rendite des Vergleichsindex. Zur Risikobereinigung verwendet das Maß das Marktrisiko, wobei das Beta als konstant angenommen wird. Ein Alpha größer als Null zeigt eine höhere risikoadjustierte Rendite als die erwartete Rendite der Benchmark. Zur Berechnung der Performance werden diskrete Tagesrenditen herangezogen. Als risikoloser Zins (r_f) dient der Zinssatz zehnjähriger Bundesanleihen. Der durchschnittliche risikolose Zins beträgt 3,8% (p.a.). Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich vom 29.06.2001 bis zum 30.06.2011. Der Portfoliotheorie entsprechend weisen Aktienportfolios mit höheren erwarteten Renditen auch ein höheres nicht-diversifizierbares Risiko auf. Die Renditeberechnungen könnten darauf hinweisen, dass das nachhaltige Portfolio die höheren Renditen nur aufgrund eines höheren Risikos erzielt. Die Ergebnisse der Performancerechnung zeigen jedoch ein anderes Bild (siehe Tabelle 1). Mit Ausnahme der Ökologie-Portfolios haben alle nachhaltigen Portfolios innerhalb des Untersuchungszeitraums neben einer höheren Rendite ebenso ein geringeres Risiko, gemessen an der Standardabweichung. Die risikonormierten Erfolgskennzahlen unterstreichen diese Erkenntnis. Bei allen Performancemaßen weisen die

nachhaltigen Portfolios höhere Werte als die nicht-nachhaltigen auf. Der Vergleich der Sharpe-Ratios untereinander zeigt eine generell bessere Wertentwicklung der nachhaltigen Anlagestrategie. Die nachhaltig starken Aktien erzielen auch unter Berücksichtigung des Gesamtrisikos (systematisches und unsystematisches Risiko) eine höhere risikobereinigte Überrendite als nachhaltig schwache Aktien. Verwendet man die Treynor-Ratio als Einordnungs-Kriterium sind auch hier die nachhaltig selektierten Portfolios vorzuziehen. Die Maßzahl zeigt, dass die Risikoprämie je Einheit des eingegangenen systematischen Risikos bei den nicht-nachhaltigen Anlageportefeuilles höher ist. Zu beachten ist, dass die Sharpe- und Treynor-Maße im negativen Bereich nicht aussagekräftig sind. Wie Tabelle 1 zeigt, weisen alle Portfolios ein positives Jensen Alpha und damit eine bessere Performance als der Vergleichsindex auf. Im Fall des globalen nachhaltigen Portfolios ist die Überrendite von 5,3 Prozentpunkten gegenüber dem Vergleichsindex sogar statistisch stark signifikant. Es ist also insgesamt festzustellen, dass durch eine auf Nachhaltigkeit fokussierte Anlagestrategie sowohl in Relation zum Vergleichsindex als auch zu den Gegenportfolios eine risikoadjustierte Überperformance erzielt werden kann.

6. Zusammenfassung

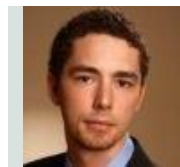
Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung zeigen, dass Nachhaltige Faktoren wie Soziales, Ökologie und Corporate Governance wichtige Informationen für die Anleger beinhalten. Es wurde gezeigt, dass aus einer nachhaltigen Anlagestrategie eine Überrendite resultiert, die auch nach Berücksichtigung des Risikos besteht. Die Ergebnisse stehen damit im Einklang mit bisherigen Studien wie Statman und Glushkov (2009), die einen positiven Einfluss der Nachhaltigkeit auf die Unternehmensperformance beschreiben. Nachhaltiges Management scheint für die Unternehmen eine Chance zu sein, sich Wettbewerbsvorteile zu sichern und Risiken zu minimieren.

Kontakt

- **Dipl.-Vw. Stefan Roithmeier**
Hochschule München
Lehrgebiet: Rechnungswesen und Controlling
Am Stadtpark 20
81243 München
E-mail: stefan.roithmeier@hm.edu
- **Prof. Dr. Klaus Röder**
Universität Regensburg
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzdienstleistungen

Universitätsstraße 31
93053 Regensburg
E-mail: klaus.roeder@wiwi.uni-regensburg.de

- **Prof. Dr. Winfried Schwarzmann**
Hochschule München
Lehrgebiet: Rechnungswesen und Controlling
Am Stadtpark 20
81243 München
E-mail: schwarzmann@hm.edu
- **Prof. Dr. Wolfgang Singer**
Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin
Lehrgebiet: Finanzierung & Investition.
Treskowallee 8
10318 Berlin
E-mail: wolfgang.singer@htw-berlin.de



Lebenslauf

Dipl.-Vw. Stefan Roithmeier ist seit 2010 Wissenschaftlicher Mitarbeiter des von BMBF geförderten Forschungsprojekts „Nachhaltige Unternehmensführung“ der Hochschule München. Er studierte Volkswirtschaftslehre an der Universität Regensburg

Professor Dr. Klaus Röder ist seit 2004 Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzdienstleistungen an der Universität Regensburg. Nach seinem Studium der Wirtschaftswissenschaften (BWL) promovierte und habilitierte er an der Universität Augsburg.

Professor Dr. Winfried Schwarzmann ist seit 2002 an der Fakultät für Betriebswirtschaft im Lehrgebiet Rechnungswesen und Controlling tätig. Er studierte und promovierte an der Universität Augsburg im Fach Betriebswirtschaftslehre.

Professor Dr. Wolfgang Singer erhielt im Jahre 1996 den Ruf an die HTW Berlin. Seine Lehrgebiete sind Finanzierung und Investition. Er studierte an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Fach Volkswirtschaftslehre und promovierte ebenda im Gebiet International Finance.

Quellenangaben

Barney, Jay B. (1991): Firm resources and sustained competitive advantage, in: Journal of Management, Vol. 17, S. 99-120.

Beccetti, Leonardo; Giacomo, Stefania; Pinnachio, Damiano (2008): Corporate Social Responsibility and Corporate Performance: Evidence from a panel of US listed companies, in: Applied Economics, Vol. 40, Nr. 5, S. 541-567.

Beltratti, Andrea (2005): Capital market equilibrium with externalities, production and heterogeneous agents, in: Journal of Banking & Finance; Vol. 29, Nr. 12, S. 3061-3073.

Diltz, J. David (1995): The Private Cost of Socially Responsible Investing, in: Applied Financial Economics, Vol. 5, Nr. 2, S. 69-77.

Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) (2010): KPIs for ESG Version 3.0, EFFAS DVFA September 2010, URL: http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/non_financials/application/pdf/KPIs_ESG_FINAL.pdf, Zugriff am 11.12.2011, 13:00 Uhr.

Friedmann, Milton (1970): The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits, in: The New York Times Magazine, 13 September 1970.

Global Reporting Initiative (GRI) (2002): Sustainability Reporting Guidelines 2002,

- Boston, URL: http://www.globalreporting.org/AboutGRI/GRI_Brochure-July2000.pdf, Zugriff am 11.12.2011, 13:00 Uhr.
- Guenster, Nadja; Bauer, Rob; Derwall, Jeroen; Koedijk, Kees C.G. (2011): The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency, in: *European Financial Management*, Vol. 17, Nr. 4, S. 679-704.
- Graves, Samuel B.; Waddock, Sandra A (1994): Institutional Owners and Corporate Social Performance, in: *The Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 4 (Aug., 1994), S. 1034-1046.
- Hart, Stuart L.; Ahuja, Gautam (1996): Does it Pay to be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission reduction and Firm Performance, in: *Business strategy and the Environment*, Vol. 5, S. 30-37.
- Heal, Geoffrey (2005): Corporate social Responsibility: An economic and financial framework, in: *The Geneva Papers*, Vol. 30, No. 3, S. 387-409.
- Hoepner, Andreas G.F.; MCMillan, David G. (2009): Research on 'Responsible Investment': An Influential Literature Analysis Comprising a Rating, Characterisation, Categorisation and Investigation, URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1454793, Zugriff am 30.11.2011, 14:00 Uhr.
- Hong, Harrison; Kacperczyk, Marcin (2009): The price of sin: The effects of social norms on markets, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, S. 15-36.
- Jensen, Michael C. (1968): The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, in: *Journal of Finance*. Vol. 23, No. 2, S. 389-416.
- Jones, Kari; Rubin, Paul H. (2001): Effects of harmful environmental events on reputations of firms, in: *Advances in Financial Economics*, Vol. 6, S. 161-182.
- Kempf, Alexander; Osthoff, Peer (2007): The effect of socially responsible investing on portfolio performance, in: *European Financial Management* Vol. 13, S. 908-922.
- Konar, Shameek; Cohen, Mark A. (2001): Does the Market Value Environmental Performance?, in: *Review of Economics and Statistics* Vol. 83, S. 281-289.
- Kothari, S.; Warner, Jerold B. 2006: Econometrics of Event Studies, in: Espen Eckbo, Ed., *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Elsevier-North-Holland.
- Lintner, John (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47. S. 13-37.
- Ott, Konrad; Potthast, Thomas; Gorke, Martin; Nevers, Patricia (1999): Über die Anfänge des Naturschutzgedankens in Deutschland und den USA. In: Heyen, Erk Volkmar (Hrsg): *Jahrbuch für europäische*

- Verwaltungsgeschichte Bd.11. Baden-Baden: Nomos, S. 1-55.
- McWilliams, Abigail; Siegel, Donald; Wright, Patrick M. (2006): Corporate Social Responsibility: Strategic Implications, in: Journal of Management Studies, Vol. 43, Nr. 1, S. 1–18.
- Moskowitz, Milton (1972): Choosing Socially Responsible Stocks, in: Business and Society, Vol. 1 Spring, S.71-75.
- Russo, Michael V.; Fouts, Paul A. (1997): A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability, in: The Academy of Management Journal, Vol. 40, Heft 3.
- Schaltegger, Stefan (2011): Sustainability as a Driver for Corporate Economic Success. Consequences for the Development of Sustainability Management Control, Society and Economy, Vol. 33, No 1, S. 15-28.
- Schröder, Michael (2007): Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices, in: Journal of Business Finance and Accounting 34, No. 1 & 2, S. 331-348.
- Sharpe, William F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: The Journal of Finance, Vol. 19. S. 425-442.
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance, in: The Journal of Finance , Vol. 52, No. 2, S. 737-783.
- Statman, Meir (2000): Socially responsible Mutual Funds, in: Financial Analyst Journal Vol. 57, S. 30-39.
- Statman, Meir; Denys, Glushkov (2009): The Wages of Social Responsibility, in: Financial Analysts Journal, July/August 2009, Vol. 65, No. 4, S. 33-46.
- Telle, Kjetil (2006): It pays to be green" - a premature conclusion?, in: Environmental & Resource Economics, Vol. 35, S. 195-220.
- Waddock, Sandra A.; Graves, Samuel.B. (1997): The Corporate Social Performance - Financial Performance Link, in: Strategic Management Journal 18, S. 303-319.
- Wernerfelt, Birger (1984): A resource-based view of the firm, in: Strategic Management Journal, Vol. 5, S. 171–18.
- White, Mark A. (1995): The Performance of Environmental Mutual Funds in the United States and Germany: Is there Economic Hope for “Green” Investors?, in: Research in Corporate Social Performance and Policy, Supplement 1, S. 323- 344.