

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel

Michel Roes

# Corporate Social Responsibility und finanzielle Performance von börsennotierten Unternehmen



Verlag Wissenschaft & Praxis



Corporate Social Responsibility und finanzielle Performance  
von börsennotierten Unternehmen

# **SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN**

herausgegeben von  
Prof. Dr. Detlev Hummel

**Band 31**

Michel Roes

# **Corporate Social Responsibility und finanzielle Performance von börsennotierten Unternehmen**

Eine empirische Analyse des Zusammenhangs

Verlag Wissenschaft & Praxis



### **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.

ISBN 978-3-89673-748-9

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 2018

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. +49 7045 93 00 93 Fax +49 7045 93 00 94

[verlagwp@t-online.de](mailto:verlagwp@t-online.de) [www.verlagwp.de](http://www.verlagwp.de)

Alle Rechte vorbehalten

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

Druck und Bindung: Esser printSolutions GmbH, Bretten

## Geleitwort

Ein weiterer Band der Schriftenreihe befasst sich mit dem Zusammenhang von „Corporate Social Responsibility“ (CSR) und der finanziellen Performance börsennotierter Unternehmen. CSR wird in der Investmentpraxis bereits als zusätzliches Kriterium für die Auswahl von Investments berücksichtigt.

Ein Einfluss von CSR-Kriterien auf die finanzielle Performance von Wertpapierportfolios konnte empirisch bisher nicht eindeutig nachgewiesen werden. Bisherige Forschungsarbeiten versuchten entweder anhand von fundamentalen Kennzahlen oder mithilfe von Aktienportfolios entsprechende Wertveränderungen zu zeigen. Der Autor der vorliegenden Arbeit wendet in seiner Dissertation beide Methoden an und bezieht neben dem US-amerikanischen Markt auch wichtige Länder Europas in seine Analysen ein.

Es zeigt sich nun, dass Unternehmen mit besonders hohen oder sehr niedrigen CSR-Ratings weniger fundamentale, sondern überwiegend kapitalmarktbasiertere Unterschiede aufweisen. Offensichtlich hat der gesellschaftliche Trend hin zu größerer Unternehmensverantwortung - über engere betriebswirtschaftliche Ziele hinaus - einen Einfluss auf die Kapitalmarktperformance größerer Unternehmen. Zumindest konnte nachgewiesen werden, dass Investoren nicht auf Performance verzichten müssen, wenn sie auf Basis von CSR-Ratings und speziellen Screeningstrategien nachhaltige Portfolios bilden.

Herr Roes stellt damit andere Forschungsarbeiten in Frage, welche auf isolierten Untersuchungszusammenhängen basierten. Die vorliegende Forschungsarbeit an der Universität Potsdam stellt damit einen erweiterten Ansatz in der Erforschung des Zusammenhangs von CSR und finanzieller Performance von Unternehmen zur Diskussion.

Der Herausgeber wünscht dem geeigneten Leser aus Wissenschaft und Praxis interessante Anregungen bei der Lektüre und ist dankbar sowohl für kritische Hinweise als auch für neue Vorschläge zur Finanzmarktforschung.

Prof. Dr. Detlev Hummel

Potsdam, im Juni 2018



## Vorwort des Verfassers

Die hier vorliegende Arbeit ist während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam entstanden. Ich möchte hier die Gelegenheit nutzen um mich bei den Menschen zu bedanken, ohne die die vorliegende Arbeit nicht möglich gewesen wäre.

Zuerst möchte ich meinem Doktorvater Prof. Dr. Detlev Hummel für den großen Freiraum bei der Themenwahl und für die fachlichen als auch strukturellen Bedingungen am Lehrstuhl bedanken. Dem Hypovereinsbank-UniCredit Group-Stiftungsfonds danke ich für die Unterstützung der Doktorandenseminare in Berlin, Rostock, Riga und Potsdam, bei denen ich meine Arbeit vorgestellt habe. Dem Russian-German PhD Seminar danke ich dafür dass ich meine Arbeit in St. Petersburg vorstellen durfte. EURICSE danke ich für die Veröffentlichung meines wissenschaftlichen Artikels und die herausragende Konferenz in Trento, die meiner Arbeit den letzten Schliff gegeben hat. Prof. Dr. Christoph Rasche möchte ich für die Übernahme des Zweitgutachtens und seine hilfreichen Anmerkungen danken.

Die umfangreiche Datenbeschaffung wurde mir durch meinen Aufenthalt als Gastforscher an der Finanzuniversität der Regierung der Russischen Föderation in Moskau ermöglicht. Erst durch die Möglichkeit der Nutzung der hervorragenden Ressourcen der Universität ist die empirische Analyse in der jetzigen Form ermöglicht worden. Dafür, und auch für die hervorragende Betreuung danke ich Prof. Dr. Inna Lukaschenko und Prof. Dr. Boris Rubstov.

Meinen Lehrstuhlkollegen Dr. Tim Wazynski, Dr. Heiko Ströbele und Maja Rackow danke ich für den wissenschaftlichen Austausch am Lehrstuhl und den großen kollegialen Zusammenhalt. Besonderer Dank gilt meinem Kollegen Dr. Martin Schneider, der nicht nur mit vollster Unterstützung meine Manuskripte gelesen und wichtige Anmerkungen gegeben hat, sondern in dem ich auch einen guten Freund gefunden habe.

Der größte Dank gilt meiner Eltern Elke Brauner-Roes und Frank Roes. Sie haben mich in meiner gesamten studentischen und wissenschaftlichen Laufbahn bedingungslos unterstützt und gefördert. Meiner Mutter möchte ich auch dafür danken, dass Sie mir immer ein Rückhalt war und mir stets mit vollstem Einsatz zur Seite stand. Ohne Sie wäre diese Arbeit nicht möglich gewesen. Abschließend möchte ich meiner Frau Teymina Saak dafür danken, dass Sie nie einen Zweifel an meiner Arbeit hatte und mich auch in anstrengenden Tagen ertragen hat.

Michel Roes

Berlin, im Juni 2018



Für Teymina und Anna,  
die hellsten Sterne auf meinem Weg.

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	IX
Abbildungsverzeichnis.....	XIII
Tabellenverzeichnis .....	XIV
Abkürzungsverzeichnis.....	XVI
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Motivation.....	2
1.2 Gang der Untersuchung .....	6
2 Theoretische Grundlagen.....	8
2.1 Begriffsabgrenzungen .....	8
2.1.1 Nachhaltigkeit.....	8
2.1.2 Corporate Social Responsibility .....	13
2.1.3 Socially Responsible Investing.....	16
2.1.4 Kritische Würdigung der Begriffsdefinitionen.....	19
2.2 Neoklassische Kapitalmarkttheorie und ihre Implikationen für Corporate Social Responsibility.....	21
2.2.1 Rational handelnde Marktteilnehmer – der Homo oeconomicus .....	22
2.2.2 Informationseffizienter Kapitalmarkt .....	25
2.2.3 Kritische Würdigung der neoklassischen Kapitalmarkttheorie und ihrer Annahmen im Hinblick auf Corporate Social Responsibility.....	29
2.3 Stakeholdertheorie und ihre Implikationen für Corporate Social Responsibility.....	30
2.3.1 Entstehung und Definition des Stakeholderbegriffs.....	30
2.3.2 Stakeholdergruppen in der Stakeholdertheorie.....	31
2.3.3 Kritische Würdigung der Stakeholdertheorie im Hinblick auf Corporate Social Responsibility .....	34

2.4	Neue Institutionenökonomik und ihre Implikationen für Corporate Social Responsibility.....	35
2.4.1	Grundlagen der Neuen Institutionenökonomik .....	36
2.4.2	Prinzipal-Agenten-Theorie und ihre Implikationen für Corporate Social Responsibility .....	37
2.4.2.1	Ausprägungen der asymmetrischen Informationsverteilung .....	38
2.4.2.2	Minderung des Agency-Konfliktes mithilfe von Nachhaltigkeitsratings .....	41
2.4.2.3	Kritische Würdigung der Prinzipal-Agenten-Theorie im Hinblick auf Corporate Social Responsibility .....	45
2.4.3	Property-Rights-Theorie und ihre Implikationen für Corporate Social Responsibility .....	46
2.4.3.1	Externe Effekte in der Property-Rights-Theorie.....	48
2.4.3.2	Minderung von negativen externen Effekten durch CSR.....	50
2.4.3.3	Kritische Würdigung der Property-Rights-Theorie im Hinblick auf Corporate Social Responsibility .....	52
3	Nachhaltigkeitsbewertung .....	53
3.1	Bereiche der Nachhaltigkeitsbewertung .....	53
3.1.1	Bewertungsbereich „Environment“ .....	53
3.1.2	Bewertungsbereich „Social“ .....	54
3.1.3	Bewertungsbereich „Governance“.....	55
3.2	Vom Bonitätsrating zum Nachhaltigkeitsrating.....	59
3.2.1	Historische Entwicklung.....	59
3.2.2	Systematisierung des Ratings .....	63
3.2.3	Nachhaltigkeitsrating .....	67
3.2.4	Kritische Würdigung der Nachhaltigkeitsratings .....	69
3.3	Nachhaltigkeitsratingagenturen .....	72
3.3.1	ECPI.....	72
3.3.2	Sustainalytics .....	76
3.3.3	Morgan Stanley Capital International.....	79
3.3.4	Kritische Würdigung des ECPI-Ratings.....	82

4	Empirische Analyse.....	84
4.1	Überblick über Datenquellen und Ergebnisse bestehender Forschung ...	84
4.2	Forschungsstand, Forschungslücke und Forschungsdesiderate.....	92
4.3	Ziel und Fragestellungen der Untersuchung.....	99
4.4	Datenbasis .....	103
4.5	Statistische Methodik der Querschnittsanalyse .....	109
4.6	Querschnittsanalyse der Jahresabschlusskennzahlen.....	115
4.6.1	Mittelwertanalyse der Jahresabschlusskennzahlen.....	117
4.6.2	Korrelationsanalyse der Jahresabschlusskennzahlen.....	121
4.6.3	Regionale Korrelationsanalyse der Jahresabschlusskennzahlen.....	123
4.6.4	Regressionsanalyse der Jahresabschlusskennzahlen .....	126
4.6.5	Zusammenfassung der Ergebnisse der Querschnittsanalyse der Jahresabschlusskennzahlen.....	131
4.7	Querschnittsanalyse der Kapitalmarktkennzahlen.....	133
4.7.1	Rendite.....	133
4.7.2	Risiko.....	134
4.7.2.1	Standardabweichung als Risikomaß .....	135
4.7.2.2	Semistandardabweichung als Risikomaß .....	136
4.7.3	Mehrdimensionale Kapitalmarktkennzahlen.....	139
4.7.4	Mittelwertanalyse der Kapitalmarktkennzahlen.....	140
4.7.5	Korrelationsanalyse der Kapitalmarktkennzahlen.....	143
4.7.6	Regionale Korrelationsanalyse der Kapitalmarktkennzahlen.....	145
4.7.7	Regressionsanalyse der Kapitalmarktkennzahlen .....	148
4.7.8	Kapitalmarktkennzahlen – Zusammenfassung der Ergebnisse der Querschnittsanalyse der Kapitalmarktkennzahlen .....	150
4.8	Portfolioanalyse.....	151
4.8.1	Portfoliobildung im Socially Responsible Investing.....	151
4.8.1.1	Positivverfahren.....	151
4.8.1.2	Best-in-Class-Ansatz .....	152

4.8.2	Portfoliokonstruktion .....	154
4.8.3	Performancemessung .....	155
4.8.3.1	Eindimensionale Performancemaße .....	156
4.8.3.2	Multidimensionale Performancemaße .....	157
4.8.3.3	Faktormodelle .....	160
4.8.3.4	Kritische Würdigung der Performancemessung .....	163
4.8.4	Ergebnisse Portfolioanalyse – USA .....	165
4.8.4.1	Deskriptive Ergebnisse – Kennzahlen .....	165
4.8.4.2	Ergebnisse – Multivariate Regression der Portfolios in den USA .....	171
4.8.5	Ergebnisse Portfolioanalyse – Kontinentaleuropa .....	173
4.8.5.1	Deskriptive Ergebnisse – Kennzahlen .....	174
4.8.5.2	Ergebnisse – Multivariate Regression der Portfolios in Kontinentaleuropa .....	180
4.8.6	Zusammenfassung der Ergebnisse der Portfolioanalyse .....	182
4.9	Diskussion der Ergebnisse .....	184
5	Fazit .....	199
5.1	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	199
5.2	Relevanz der Ergebnisse für Forschung und Praxis .....	205
5.3	Limitierungen der Untersuchung und Forschungsausblick .....	207
Anhang	.....	209
Literaturverzeichnis	.....	263
Eidesstattliche Erklärung	.....	286

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Das Nachhaltigkeitskonzept .....	11
Abb. 2: Die drei Dimensionen der Nachhaltigkeit .....	12
Abb. 3: Stakeholder eines Unternehmens.....	32
Abb. 4: Informationsasymmetrie in den Vertragsphasen.....	40
Abb. 5: Kreditwürdigkeitsstufen nach Moody's .....	60
Abb. 6: Untergliederung der ESG-Dimensionen nach Sustainalytics.....	77
Abb. 7: Wirkungsdiagramm der Forschungsfragen .....	99
Abb. 8: Anzahl der Unternehmen in der Stichprobe nach Ländern .....	103
Abb. 9: Anzahl der Unternehmen der Stichprobe nach Branchen .....	104
Abb. 10: Bereinigte Anzahl der Unternehmen nach Ländern .....	106
Abb. 11: Risikodarstellung .....	134
Abb. 12: Shortfall-Risiko nach Roy .....	137
Abb. 13: Lower Partial Moments .....	138

## Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Historische Begriffsentwicklung der CSR .....	15
Tab. 2:	Ratingarten.....	64
Tab. 3:	Aufbau des ECPI-ESG-Ratings.....	74
Tab. 4:	ECPI-ESG-Risikobereiche .....	75
Tab. 5:	ECPI-ESG-Ereignisbewertung.....	76
Tab. 6:	MSCI-ESG-Hierarchie der Schlüsselthematiken .....	81
Tab. 7:	Bisherige wissenschaftliche Studien .....	88
Tab. 8:	Metastudien zum Zusammenhang von CSR und CFP .....	89
Tab. 9:	Stichprobenübersicht .....	107
Tab. 10:	Panelzeiträume.....	111
Tab. 11:	Interpretationsmöglichkeiten des Korrelationskoeffizienten.....	112
Tab. 12:	In der Untersuchung verwendete Jahresabschlusskennzahlen .....	116
Tab. 13:	Mittelwertanalyse der Jahresabschlusskennzahlen.....	118
Tab. 14:	Korrelationsanalyse der Jahresabschlusskennzahlen .....	122
Tab. 15:	Korrelationsanalyse der Jahresabschlusskennzahlen – Region Amerika.....	124
Tab. 16:	Korrelationsanalyse der Jahresabschlusskennzahlen – Region Europa .....	125
Tab. 17:	Regressionsanalyse der Regionen – Eigenkapitalrendite.....	127
Tab. 18:	Regressionsanalyse der Regionen – Verschuldungsgrad .....	128
Tab. 19:	Regressionsanalyse der Regionen – Kurs-Umsatz-Verhältnis.....	130
Tab. 20:	Mittelwertanalyse der Kapitalmarktkennzahlen.....	141
Tab. 21:	Korrelationsanalyse der Kapitalmarktkennzahlen.....	143
Tab. 22:	Korrelationsanalyse der Kapitalmarktkennzahlen – Region Amerika.....	145

Tab. 23:	Korrelationsanalyse der Kapitalmarktkennzahlen – Region Europa ...	147
Tab. 24:	Regressionsanalyse der Regionen – Performance.....	149
Tab. 25:	Eindimensionale Performancemaße – USA .....	165
Tab. 26:	Multidimensionale Performancemaße – USA.....	167
Tab. 27:	Vergleich hoch und niedrig bewerteter im Positivverfahren konstruierter Portfolios – USA .....	169
Tab. 28:	Vergleich hoch und niedrig bewerteter im BIC-Verfahren konstruierter Portfolios – USA .....	170
Tab. 29:	Carhart-Four-Factor-Regression, hoch bewertet, niedrig bewertet und Long-Short Portfolios – USA.....	172
Tab. 30:	Eindimensionale Performancemaße – Kontinentaleuropa .....	174
Tab. 31:	Mehrdimensionale Performancemaße – Kontinentaleuropa .....	176
Tab. 32:	Vergleich hoch und niedrig bewerteter im Positivverfahren konstruierter Portfolios – Kontinentaleuropa .....	178
Tab. 33:	Vergleich hoch und niedrig bewerteter im BIC-Verfahren konstruierter Portfolios – USA .....	179
Tab. 34:	Carhart-Four-Factor-Regression, hoch bewertet, niedrig bewertet und Long-Short Portfolios – Kontinentaleuropa .....	181
Tab. 35:	Ergebnisse der Jahresabschlusskennzahlen in Nordamerika und Europa.....	186
Tab. 36:	Ergebnisse der Kapitalmarktkennzahlen in Nordamerika.....	188
Tab. 37:	Ergebnisse der Kapitalmarktkennzahlen in Europa .....	189
Tab. 38:	Ergebnisse der multidimensionalen Kennzahlen in den USA und Kontinentaleuropa.....	192
Tab. 39:	Ergebnisse des Carhart-Four-Factor Models in den USA und Kontinentaleuropa .....	194



## Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
ACCA	Association of Chartered Certified Accountants
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMU	Bundesministerium für Umwelt, Reaktorsicherheit und Naturschutz
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CC	Corporate Citizenship
CDS	Credit Default Swap
CFP	Corporate Financial Performance
CG	Corporate Governance
CSP	Corporate Social Performance
CSR	Corporate Social Responsibility
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
DYN-VER	Dynamischer Verschuldungsgrad
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EIRIS	Ethical Investment Research Service
EK	Eigenkapital
ESG	Environment, Social and Governance
EUROSIF	European Sustainable Investment Forum
FK	Fremdkapital
FK/EK	Fremdkapital-Eigenkapital-Verhältnis
FK/GK	Fremdkapital-Gesamtkapital-Verhältnis
FSSS	Financial Services Sector Supplement
GRI	Global Reporting Initiative
ICCR	Interfaith Center on Corporate Responsibility
INES	International Nuclear and Radiological Event
IVA	Intangible Value Assessment
IWF	Internationaler Währungsfonds
KBV	Kurs-Buchwert-Verhältnis

KCF	Kurs-Cashflow-Verhältnis
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KUV	Kurs-Umsatz-Verhältnis
LPM	Lower Partial Moments
LPM0	Lower Partial Moments nullter Ordnung
LPM1	Lower Partial Moments erster Ordnung
LPM2	Lower Partial Moments zweiter Ordnung
MAR	Minimum acceptable return
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MVP	Minimum Varianz Portfolio
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NGO	Nongovernmental Organization
NI	Neue Institutionenökonomik
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PAT	Prinzipal-Agenten-Theorie
PD	Probability of Default
PSF	Professionnel du Secteur Financier
QQ	Quantil-Quantil
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROS	Return on Sales
SEC	Securities and Exchange Commission
SPV	Special Purpose Vehicle
SRI	Socially Responsible Investing
UN	United Nations
UNEP	United Nations Environment Programme
USA	United States of America



# 1 Einleitung

Corporate Social Responsibility<sup>1</sup> (CSR) hat in den letzten Jahren in der Wirtschaft grundlegend an Bedeutung gewonnen. CSR wird neben ökonomischen Faktoren als Kriterium in der Auswahl von Socially Responsible Investments (SRI) berücksichtigt. SRI besitzen mittlerweile einen erheblichen Anteil an den weltweiten Investitionen. Im Jahr 2016 waren 4,7 Billionen US-Dollar von 40,3 Billionen US-Dollar<sup>2</sup> der unter Verwaltung stehenden Wertpapiere in den USA SRI von institutionellen Investoren. In Europa machen SRI mit mehr als 10 Billionen Euro sogar bereits mehr als 48 % des professionell verwalteten Vermögens aus.<sup>3</sup> Zudem sind die Investitionsvolumen in den letzten Jahren mit hohen zweistelligen oder sogar dreistelligen Prozentsätzen gewachsen.<sup>4</sup>

Folglich besitzen SRI einen großen ökonomischen Einfluss auf die Ressourcenallokation von verwaltetem Investmentvermögen. CSR hat damit eine große praktische Bedeutung sowohl für Investoren als auch für Unternehmer. Es ist jedoch festzustellen, dass trotz der großen praktischen Bedeutung, die CSR mittlerweile zukommt, der Zusammenhang zwischen CSR und der finanziellen Performance von Unternehmen nicht eindeutig geklärt ist.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Eine der am weitesten verbreiteten Definitionen von CSR ist die der Kommission der Europäischen Gemeinschaft (2001), S. 7: „CSR ist ein Konzept, das den Unternehmen als Grundlage dient, auf freiwilliger Basis soziale Belange und Umweltbelange in ihre Unternehmenstätigkeit und in die Wechselbeziehung mit den Stakeholdern zu integrieren“.

<sup>2</sup> Vgl. The Forum for Sustainable and Responsible Investment in the US (2016), S. 1.

<sup>3</sup> Vgl. EUROSIF (2016), S. 7.

<sup>4</sup> Vgl. EUROSIF (2016), S. 7.

<sup>5</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen in den Kapitel 4.1 bis 4.3.

## 1.1 Problemstellung und Motivation

Seit den 1970er Jahren versucht die Forschung den Zusammenhang von CSR und finanzieller Performance von Unternehmen theoretisch zu erklären.<sup>6</sup> Dabei sind zwei theoretische Sichtweisen entstanden, die hinsichtlich des Einflusses von CSR auf die Unternehmensperformance im Widerspruch zueinander stehen: die Sichtweise der neoklassischen Theorie und die der Stakeholdertheorie in Verbindung mit der Neuen Institutionenökonomik. Allerdings hat sowohl die Annahme eines negativen Einflusses von CSR nach der neoklassischen Theorie als auch die eines positiven Einflusses nach der Stakeholdertheorie und der Neuen Institutionenökonomik mit den Theorien der Property-Rights-Theorie und der Prinzipal-Agenten-Theorie eine Vielzahl von Befürwortern.<sup>7</sup>

Milton Friedman, der Gewinner des Alfred-Nobel-Gedächtnispreises für Wirtschaftswissenschaften im Jahre 1976, gilt als einer der berühmtesten neoklassischen Vertreter des negativen Zusammenhangs von CSR und Unternehmensperformance. Nach seiner Ansicht reduziert CSR die Freiheit von Unternehmern und hält sie von Aktivitäten ab, die zur Steigerung der Unternehmensgewinne führen können.<sup>8</sup> Aus der entgegengesetzten theoretischen Sichtweise argumentiert Freeman (1984), dass CSR zu einer Erhöhung der finanziellen Performance von Unternehmen führen kann, indem sie es ermöglicht, die Bedürfnisse der Stakeholder<sup>9</sup> zu berücksichtigen, und damit zu einer Reduktion von negativen externen Effekten für die Stakeholder beiträgt.<sup>10</sup> Negative externe Effekte sind gemäß der Property-Rights-Theorie solche, die aus der Unternehmenstätigkeit resultieren und andere Individuen oder Gruppen in negativer Weise beeinflussen. Damit bewahrt CSR Unternehmen vor finanziellem Schaden, der beispielsweise aus Streiks, Kundenboykotten, Klagen oder Strafzahlungen für Umweltvergehen entstehen kann.<sup>11</sup> Wesentlich problematischer als die theoretische Begründung ökonomischer Zusammenhänge zwischen CSR und Unternehmensperformance stellt sich jedoch deren empirische Überprüfung dar. Es gibt zwar bereits eine Vielzahl von Forschungsarbeiten zu dieser Problematik, es war bis jetzt jedoch nicht möglich, theoretisch begründete Zusammenhänge empirisch umfassend und eindeutig zu belegen.<sup>12</sup>

---

<sup>6</sup> Vgl. hierzu die Arbeit von Moskowitz (1972) und Bragdon/Marlin (1972).

<sup>7</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen in Kapitel 2.2 bis 2.4.

<sup>8</sup> Vgl. Friedman (1970), S. 1 ff.

<sup>9</sup> Freeman definiert Stakeholder als Individuen oder Gruppen, die ein Unternehmen beeinflussen können oder von diesem beeinflusst werden. Beispiele für Stakeholdergruppen sind Angestellte, Kunden, Zulieferer, Aktionäre, Banken, Umweltschützer und Regierungen. Vgl. Freeman (1984), S. 46.

<sup>10</sup> Vgl. Hahn (2012), S. 717.

<sup>11</sup> Vgl. Picot/Dietl (1993), S. 308.

<sup>12</sup> Siehe hierzu insbesondere die Ausführungen in Kapitel 4.1 bis 4.3.

Auffallend ist, dass sich alle bisherigen empirischen Forschungsarbeiten fundamental darin unterscheiden, wie CSR gemessen wird. Die Studien von Bauer et al. (2005) und Barnett und Salomon (2006) stehen beispielhaft für Arbeiten, in denen SRI-Fonds mit konventionellen Fonds verglichen werden. Ein Vergleich von SRI-Fonds mit konventionellen Fonds berücksichtigt jedoch keine Unterschiede in Fondsgröße, -alter, -region oder dem Investmentuniversum. Diese Faktoren können jedoch die Fondsp performance beeinflussen. Diese Problematik wird von Kreander et al. (2005) beseitigt, indem die Unterschiede in einem Matched-Pair Approach berücksichtigt werden. Dennoch können auch hier Performanceunterschiede nicht allein auf das zugrunde liegende Investment zurückgeführt werden, da sie von der Fähigkeit der Investmentauswahl der Fondsmanager beeinflusst werden. Deshalb sind Fondsvergleiche generell in ihrer Erklärungskraft limitiert.<sup>13</sup>

Interessant ist der Ansatz von Robinson et al. (2011), die in ihrer Arbeit SRI-Indices mit konventionellen Indices vergleichen. Damit werden die Probleme der Fondsvergleiche vermieden, da die Indices das gleiche Investmentuniversum besitzen und nicht von den Fähigkeiten der Fondsmanager abhängen. Sie besitzen jedoch die Einschränkung, dass sich die verwendeten Indices nur auf eine spezifische Region beschränken und damit nur limitierte Ergebnisse zulassen. Dies führt zur nächsten großen Problematik vorheriger Arbeiten. Die USA nehmen in den empirischen Arbeiten eine herausragende Stellung ein, da sich fast alle Arbeiten in ihren Stichproben auf den US-amerikanischen Markt fokussieren.<sup>14</sup> Infolgedessen existieren bisher keine belastbaren Ergebnisse für Europa. Eine weitere Problematik von Indexanalysen ist der intransparente Selektionsprozess der Indices. Denn für gewöhnlich entscheidet ein Expertengremium über die Aufnahme in Indices,<sup>15</sup> weshalb sich keine spezifischen Kriterien für die CSR erschließen und auch keine Möglichkeit besteht, Unternehmen aufgrund ihrer CSR individuell zu bewerten.

Angesichts dieser Einschränkungen haben beispielsweise Ayuso et al. (2014) sowie Chan und Walter (2014) in ihren Arbeiten auf CSR-Ratings zurückgegriffen. CSR-Ratings ermöglichen als einzige Methode eine individualisierte Bewertung der Unternehmen mittels eines Rating-Scores. Dadurch werden Einzelwertanalysen von Unternehmen ermöglicht, die mit Fonds- und Indexvergleichen nicht durchgeführt werden können. Zusätzlich ermöglicht die metrische Skalierung des CSR-Ratings methodisch detailliertere Untersuchungen, wie Querschnittsregressionsanalysen auf Einzelwertbasis. Fonds oder Indices ermöglichen hingegen nur Gruppenvergleiche, da keine individuellen Werte vorliegen. Doch bei den CSR-Ratings besteht das Problem,

---

<sup>13</sup> Vgl. Belghitar et al. (2014), S. 54.

<sup>14</sup> Weitere Arbeiten nur zum US-amerikanischen Markt sind Chan und Walter (2014) sowie Hong und Kacperczyk (2009).

<sup>15</sup> Vgl. Belghitar et al. (2014), S. 56.