

**Die Wirkung der Unternehmensreputation
auf Anlageentscheidungen**

Munich Business School Working Paper

2005-15

Tobias Schütze

LMU München

Carsten Rennhak

Munich Business School

Elsenheimerstraße 61

D-80687 München

E-Mail: Carsten.Rennhak@munich-business-school.de

Im Kampf um Marktanteile und die Sicherung von Deckungsbeiträgen suchen sowohl Dienstleister als auch Produzenten tangibler und intangibler Güter den Ausweg aus dem Patt zunehmend homogener Produkte (vgl. *Gardberg/Fombrun* 2002a, S. 303 und *Nakra* 2000, S. 36) in der Etablierung und Pflege starker Marken (vgl. *Schmidt/Eißer* 1992, S. 51f.). Eine wenig beachtete Möglichkeit der Ergänzung zur aufwändigen und hauptsächlich auf den Konsumenten abzielenden Markenpflege bietet das aktive Management der Unternehmensreputation. Bis zum heutigen Zeitpunkt erhält das Reputationsmanagement von der Geschäftsleitung aber nur selten ein ähnliches Maß an Aufmerksamkeit wie die Marken des Unternehmens. Warum die Unternehmensreputation als Möglichkeit zur Differenzierung von der Konkurrenz bisher vergleichsweise wenig aktiv genutzt wird, ist besonders vor dem Hintergrund der ihr in der Literatur zugesprochenen Fähigkeiten in Bezug auf sämtliche Stakeholder fraglich.

So verweisen *Goldberg/Hartwig* (1990, S. 173f.) auf die deutlich höhere Akzeptanz von Werbebotschaften durch Konsumenten, wenn diese Botschaften von Unternehmen mit guter Reputation ausgesendet werden. Bei *Fombrun/van Riel* (1998, S. 6) oder *Lafferty/Goldsmith* (1999, S. 109ff.) finden sich Hinweise darauf, dass eine gute Unternehmensreputation das Vertrauen der Konsumenten in ihre Kaufentscheidung und die Produkte und Dienstleistungen des Unternehmens stärkt und somit zu einer nachhaltigen Kundenbindung und verbesserten Absatzmöglichkeiten führt. Nach *Caminiti* (1992, S. 49), *Eidson/Master* (2000, S. 17) oder auch *Nakra* (2000, S. 35) ermöglicht eine gute Reputation zudem die Gewinnung und Absicherung eines qualifizierten Mitarbeiterstammes. Ebenso soll eine überdurchschnittliche Reputation den Unternehmen die Attraktion von Investoren erleichtern (vgl. *Milgrom/Roberts* 1986), den Zugang zu Kapitalmärkten verbessern (vgl. *Beatty/Ritter* 1986, S. 216f.) und gesteigerte Emissionsmengen und -preise (vgl. *Sobol et al.* 1992, S. 116) ermöglichen. Ziel des vorliegenden Beitrags ist die theoretische Fundierung der Reputationswirkung auf Entscheidungen nicht-institutioneller Anleger¹.

Da reale Anleger über begrenzte kognitive Fähigkeiten verfügen, versuchen sie, ihre Entscheidungen durch die systematische Vereinfachung der Realität und die Verwendung von Heuristiken zu optimieren (vgl. *Simon* 1955, S. 99).² Das Reputationsbild, das sich ein Entscheider über einen längeren Zeitraum von einem Unternehmen gemacht hat, stellt eine solche systematische Vereinfachung zahlreicher Unternehmenscharakteristika dar und wird als Ersatzkriterium für andere, aufwändig zu bewertende Charakteristika verwendet. Für den Aktienmarkt bedeutet

¹ Nicht-institutionelle Anleger sollen für die Zwecke dieses Beitrags als Akteure, die Gelder für eigene Rechnung anlegen, definiert werden. Im Gegensatz dazu sind institutionelle Anleger oder Investoren juristische Personen (wie z.B. Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften oder andere Unternehmen), die ihre Pensionskassen in Wertpapieren anlegen oder ihre Fremdwährungsbestände absichern und Gelder für fremde Rechnung anlegen.

² Diese Form der Optimierung stellt keine Suche nach der bestmöglichen Lösung im Sinne eines mathematischen Vorgehens dar, sondern besteht in der Anwendung von Faustregeln, die das Produkt eines „Trial-and-Error“-Verfahrens des Individuums aus der Vergangenheit sind (vgl. *Payne* 1976, S. 384).

dies, dass das Reputationsbild als Bewertungssubstitut für einen Teil der fundamentalen Daten verwendet wird.³ Dieses Vorgehen ist als suboptimal, nicht jedoch als völlig irrational einzustufen, da ein positiver Zusammenhang zwischen der Reputation und dem wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens besteht. Es gibt Hinweise darauf, dass dies nicht das Ergebnis einer eindeutigen Kausalrichtung, sondern das einer dynamischen Wechselbeziehung ist. Dies führt dazu, dass die Unternehmensreputation nicht der optimale, aber auch kein gänzlich nutzloser Schätzer für den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens ist.

Stand der Reputationsforschung

Bisherige Veröffentlichungen zum Thema Unternehmensreputation weisen eine bemerkenswerte Zweiteilung in Bezug auf die behandelte Thematik auf. Zum einen gibt es eine Reihe von Artikeln zur Operationalisierung von Unternehmensreputation, die vornehmlich populärwissenschaftlichen Charakter haben und deren Autoren großteils kommerzielle Interessen verfolgen. Zum anderen finden sich mehrere wissenschaftliche Publikationen, welche die Wirkung von Unternehmensreputation und deren Wichtigkeit und Gestaltungsmöglichkeiten thematisieren, die Operationalisierung des Konstruktes aber entweder vollständig vermeiden oder aber auf eines der vorhandenen, oftmals inhaltlich fragwürdigen Messkonzepte aufsetzen. Ein zentrales Problem der Reputationsforschung liegt somit in der Tatsache begründet, dass die bisherigen Ergebnisse der Wirkungsmessung auf unterschiedlichen und/oder ungültigen Konzeptualisierungen beruhen und somit gar nicht oder nur eingeschränkt zu vergleichen sind.

Obwohl sich in der jüngeren Vergangenheit eine zunehmende Zahl von Autoren mit der Reputation von Unternehmen und deren Wirkung beschäftigt, existiert in der Literatur bislang keine Einigkeit über die Verwendung des Reputationsbegriffes oder die Bestandteile des Reputationskonstruktes (vgl. *Gotsi/Wilson* 2001, S. 24). In ihrem interdisziplinären Arbeitspapier postulieren *Fombrun/Rindova* (1996), dass dieser Dissens in der Vielzahl der Disziplinen begründet ist, welche den Reputationsbegriff aus unterschiedlichen Blickwinkeln abzustecken versuchen. Die Autoren zeigen, wie sehr die disziplinäre Perspektive die Bestimmung des Reputationsbegriffes durch Autoren aus den Bereichen Soziologie (vgl. *Abrahamson/Fombrun* 1992, *DiMaggio/Powell* 1983, *Shaphiro* 1987), Ökonomie (*Myers/Majluf* 1984, *Ross* 1977, *Stigler* 1962, *Stiglitz* 1989, *Weigelt/Camerer* 1998), Rechnungslegung (*Dufrene et al.* 1998, *Sveiby* 1997) oder Strategisches Management (*Caves/Porter* 1977, *Freeman* 1984, *Dutton/Dukerich* 1991) dominiert und weisen auf die Notwendigkeit einer integrativen Sichtweise hin. Andere Autoren, wie z.B. *Paul* (1999, S. 661), betrachten den Reputationsbegriff lediglich als neue Vokabel für Standing, Ruf oder Image. Wie die folgende Diskussion des Begriffs und die Darstellung verschiede-

³ Dieses Vorgehen ist als suboptimal, nicht jedoch als völlig irrational einzustufen, da ein positiver Zusammenhang zwischen der Reputation und dem wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens besteht. Es gibt Hinweise darauf, dass dies nicht das Ergebnis einer eindeutigen Kausalrichtung, sondern das einer dynamischen Wechselbeziehung ist. Dies führt da-

dener Messmodelle zeigen, wird die vollständige Subsumierung des Reputationsbegriffs unter eine der oben genannten Vokabeln der Komplexität des Konstruktes aber nicht gerecht.

Nach *Gray/Balmer* (1998, S. 697) ist die Unternehmensreputation ein Werturteil über die Eigenschaften eines Unternehmens, welches sich typischerweise durch langfristiges, konsistentes Verhalten entwickelt und durch Kommunikation verstärkt werden kann. Leider geben *Gray/Balmer* jedoch keinen Hinweis darauf, um wessen Werturteil es sich hierbei handeln soll. Bei *Schwalbach* (2000, S. 285) ist ein solcher Hinweis zu finden. Demgemäß ist Reputation „[...] das von Außenstehenden wahrgenommene Ansehen eines Unternehmens“. Als Voraussetzungen für eine gute Reputation nennt er: Vertrauenswürdigkeit, Glaubwürdigkeit, Berechenbarkeit und Verlässlichkeit. Die zentrale Erkenntnis dieser Definition ist, dass die Reputation eines Unternehmens nicht durch Tatsachen oder Fakten, sondern vielmehr durch die – nicht notwendigerweise realitätsgetreue – Wahrnehmung der Fakten durch einen bestimmten Personenkreis bestimmt wird (vgl. hierzu auch *Sobol et al.* 1992, S. 116).⁴ Nach *Nakra* (2000, S. 35). Ist Unternehmensreputation die kollektive Meinung sämtlicher Stakeholder über ein Unternehmen, welche maßgeblich von dessen Vergangenheit bestimmt ist. Da *Nakras* Definition aber sehr weit gefasst ist, ist sie als Begriffsbestimmung und zur Abgrenzung von den Begriffen Image, Standing oder Ruf für den konkreten Kontext zu ungenau. In Anlehnung an *Spence* (1974) interpretieren *Fombrun/Shanley* (1990, S. 234) Reputation als das Ergebnis eines Wettbewerbsprozesses, in dem Unternehmen ihre Kerneigenschaften einer Gruppe von Geschäftsinteressenten signalisieren, um so ihren sozialen Status zu maximieren. Anders als *Nakra* unterstellen sie somit explizit eine aktive Einflussnahme des Unternehmens auf den Reputationsbildungsprozess. So bilde sich die Unternehmensreputation bei den verschiedenen Interessensgruppen auf Basis von drei unterschiedlichen Typen von Signalen⁵: Markt- und Bilanzsignale, die die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Unternehmens repräsentieren, institutionelle Signale, die das Unternehmen als mehr oder weniger sichtbar, attraktiv oder sozial verantwortungsvoll darstellen, und Strategiesignale, die die unternehmerische Haltung definieren. Für den vorliegenden Beitrag soll Unternehmensreputation in Anlehnung an *Schwaiger* (2004) als einstellungsnahes Konstrukt definiert werden, das durch die Verarbeitung von unternehmensspezifischer Information und persönlicher Erfahrungen zu Stande kommt:⁶ Unter Unternehmensreputation wird die Summe der Reputationsbilder sämtlicher Stakeholder des Unternehmens verstanden. Unter Reputationsbild wird die Summe der denotativen, affektiven und kognitiven

zu, dass die Unternehmensreputation nicht der optimale, aber auch kein gänzlich nutzloser Schätzer für den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens ist.

⁴ Bemerkenswert ist, dass *Schwalbach* nur die Wahrnehmung Außenstehender in seine Definition aufnimmt und ein Reputationsbild bei Mitarbeitern somit ausschließt.

⁵ „Signale“ werden hierbei in Anlehnung an *Spence* (1974, S. 100) als veränderbare und beobachtbare Merkmale definiert.

Werturteile eines Individuums über ein Unternehmen verstanden, welche sowohl positive, als auch negative Ausprägungen annehmen können. Das Reputationsbild wird durch die Handlungen und Kommunikation des Unternehmens, sowie durch die persönlichen Erfahrungen des Individuums mit dem Unternehmen über einen längeren Zeitraum geprägt.

Unternehmensreputation und wirtschaftlicher Erfolg

Die Beziehung zwischen Unternehmensreputation und wirtschaftlichem Erfolg wird in der Literatur zur Reputationsforschung auffallend häufig und kontrovers diskutiert. Dabei erregt besonders die Kausalrichtung der Beziehung das Interesse vieler Autoren (z.B. *Dunbar/Schwalbach* 2000, *Fombrun/Shanley* 1990, *Fuente Sabate/ Quevedo Punte* 2003, *McGuire et al.* 1988, *Milgrom/Roberts* 1986).

Wie oben angeführt, schreiben verschiedene Autoren der Unternehmensreputation eine Ausstrahlungswirkung auf Mitarbeitergewinnung, Kundentreue, Glaubhaftigkeit der Werbebotschaften oder die Gewinnung von Investoren zu. Da diese Faktoren wiederum zu einer Steigerung des wirtschaftlichen Erfolgs von Unternehmen beitragen können, wird implizit eine Kausalwirkung von der Reputation auf den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens suggeriert. Da aber bis dato keine empirische Untersuchung vorliegt, die eindeutig bestätigt, dass eine gute Unternehmensreputation tatsächlich zu den oben genannten positiven Aspekten führt und nicht etwa durch diese konstituiert wird, kann auch die ad hoc eingängige, ursächliche und positive Wirkung von Unternehmensreputation auf den wirtschaftlichen Erfolg nicht unreflektiert hingenommen werden. Darum beschränkt sich die folgende Darstellung auf Beiträge, die eine theoretisch hergeleitete Kausalhypothese anhand von empirischen Daten überprüfen.

Zwei von vier Voraussetzungen für die Messung von kausalen Beziehungen sind das zeitliche Vorangehen der Ursache vor der Wirkung und die Korrelation zwischen Ursache und Wirkung (vgl. *Schnell et al.* 1999, S. 51ff.)⁷. Im Falle von Unternehmensreputation und wirtschaftlichem Erfolg ist die zweite Voraussetzung in der Literatur kaum umstritten.⁸ Es gibt Hinweise darauf, dass die Unternehmensreputation in Deutschland weitaus weniger von finanziellen Erfolgsdaten dominiert wird als in den USA. So argumentiert *Schwalbach* (2000, S. 289f.), dass in Deutschland vor allem die Branchenzugehörigkeit einen Einfluss auf den Wert der Gesamtreputation des jeweiligen Unternehmens habe. *Hildebrandt/Schwalbach* (2000) kommen zum Schluss,

⁶ *Schwaiger* widerspricht sowohl einer rein kognitiven oder affektiven Modellierung von Reputation, als auch der eingangs erwähnten Gleichsetzung von Unternehmensreputation mit Image durch *Paul* (1999).

⁷ Als weitere Voraussetzungen nennen *Schnell et al.* die Abwesenheit von systematischen Messfehlern und die Elimination von Störfaktoren.

⁸ So schreibt *Fombrun* (2001, S. 25) zu diesem Thema: „At the first Corporate Reputation conference held in January 1997, among the 70 papers presented, a subset examined the

dass der Reputations-Halo zumindest in Deutschland kein rein finanzielles Phänomen ist, dennoch sind die Hinweise auf einen Zusammenhang zwischen guter Reputation und hohem wirtschaftlichen Erfolg nicht von der Hand zu weisen. Zusätzlich zum Nachweis der Korrelation die Studie von *McGuire et al.* (1988, S. 854ff.) mit dem bereits genannten zeitlichen Vorangehen der Ursache vor der Wirkung auch die zweite Voraussetzung für die Messung einer kausalen Beziehung. Die Autoren ermitteln einen signifikanten Zusammenhang zwischen dem wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens und dessen Reputation für soziales Verantwortungsbewusstsein zu einem späteren Zeitpunkt, bemerken aber, dass die Voraussetzungen für eine kausale Interpretation der Daten noch immer nicht erfüllt sind.⁹

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass in der Literatur widersprüchliche, aber jeweils empirisch bestätigte Hypothesen bezüglich der kausalen Wirkungsrichtung zwischen Unternehmensreputation und wirtschaftlichem Erfolg zu finden sind. Für beide Richtungen können theoretisch fundierte Veröffentlichungen angeführt werden. Zudem ist zu bemerken, dass die Kausalhypothese nicht losgelöst von dem verwendeten Messmodell formuliert werden kann. Wird der finanzielle Erfolg eines Unternehmens oder dessen Bewertung durch Stakeholder in ein formativ modelliertes Reputationskonstrukt aufgenommen, so wird bereits hier eine Beeinflussung der Reputation durch Finanzdaten unterstellt. Der anschließende Nachweis einer positiven Wirkung von Reputation auf finanziellen Erfolg bedeutet einen Zirkelschluss. Gleiches gilt umgekehrt für reflektive Konstrukte.

Der Widerspruch über die kausale Wirkungsrichtung kann aufgelöst werden, wenn von einer wechselseitigen Beeinflussung zwischen Reputation und finanziellem Erfolg ausgegangen wird (vgl. *Roberts/Dowling* 2002, S. 1077 f. oder *Sobol et al.* 1992, S. 115). Unter gleichzeitiger Akzeptanz der positiven Ausstrahlungswirkung von Unternehmensreputation und des finanziellen Halo-Effektes (vgl. *Fryxell/Wang* 1994) ist dies sogar der nahe liegende Fall. Obwohl nahezu alle bis dato vorliegenden Studien kritisch zu betrachten sind, geben sie deutliche Hinweise darauf, dass eine gute Unternehmensreputation einer Verbesserung der Gewinnsituation des Unternehmens zuträglich ist. Die Tatsache, dass auch der umgekehrte Zusammenhang gilt, ist unschädlich für die damit gelieferte Begründung für die Sinnhaftigkeit von Investitionen zur Reputationssteigerung. Allerdings führt die Akzeptanz der wechselseitigen Beeinflussung zu Problemen bei der Modellierung des Reputationskonstruktes, da der gleichzeitige formative und reflektive Einfluss einer Variablen auf ein Konstrukt nicht möglich ist.

problematic link between reputation and financial performance. The empirical evidence [...] suggests that a strong link does indeed exist [...].”

⁹ So ist nicht eindeutig bestimmbar, ob der wirtschaftliche Erfolg direkt zu einer verbesserten Wahrnehmung des sozialen Verantwortungsbewusstseins durch Manager anderer Unternehmen geführt hat oder ob ein gesteigertes soziales Engagement ein Artefakt von Unternehmensaktivitäten in Zeiten des wirtschaftlichen Erfolges darstellt.

Die Relevanz der Unternehmensreputation bei Anlageentscheidungen

Der traditionelle Ansatz zur Analyse von Aktienkursbewegungen geht davon aus, dass Preisschwankungen stets durch Veränderungen der Fundamentaldaten hervorgerufen werden. Es existieren umfangreiche Hinweise darauf, dass Aktienpreise auf die Veröffentlichung von Informationen über Verfügungsrechte, makroökonomische Bedingungen oder die Ordnungspolitik des Unternehmens reagieren (vgl. *Cutler et al.* 1989, S. 4). Es soll hier nicht bestritten werden, dass die Kursentwicklung zu einem großen Teil von Fundamentaldaten bestimmt wird.

Die Annahmen der traditionellen Finanzmarkttheorie (effizienter Markt, rationales Entscheidungsverhalten der Anleger, homogene Erwartungen) sind jedoch nicht mit der hypothetischen Wirkung des Reputationskonstruktes vereinbar. Im Kontext der Unternehmensreputation stellt sich nicht die Frage, ob Kursschwankungen von Fundamentaldaten beeinflusst werden, sondern ob sie ausschließlich von ihnen beeinflusst werden und, wenn nein, ob die Unternehmensreputation einen Teil der verbleibenden Varianz erklären kann. Für das normative Management ist dies von besonderer Bedeutung, da die Unternehmensreputation von Unternehmensseite beeinflusst werden kann¹⁰ und damit ein in der Einleitung geforderter Nachweis für die Sinnhaftigkeit von Investitionen in die Reputationsbildung gegeben wäre.

Eine Reihe von Veröffentlichungen legt nahe, dass Aktienkurse nicht ausschließlich durch Fundamentaldaten beeinflusst werden. Mehrere Autoren versuchen, hier systematische Effekten zuzuweisen (vgl. *De Bondt* 1991, *Roll* 1984 sowie *Shiller* 1981 und 1990). Die meisten dieser Arbeiten wurden durch *Kahneman/Tversky* (1979) und *Tversky/Kahneman* (1974) motiviert und werden zur Forschungsrichtung Behavioral Finance zusammengefasst. In der Literatur wird unter dem Begriff Behavioral Finance generell die Erweiterung der rein rationalen Aspekte der klassischen Finanzierungstheorie um verhaltenswissenschaftliche und psychologische Erkenntnisse verstanden (vgl. *Shefrin* 2000, S. 3). *Kiehling* (2001, S. 97) verweist auf den gemeinsamen Hintergrund von Behavioral Finance und Börsenpsychologie. Er sieht deren Ziel in der Anwendung allgemein-psychologischer Zusammenhänge auf ökonomische Fragestellungen, um ökonomische Heuristiken und Gesetze zu entwickeln. *Lütje* (2004, S. 35) gibt an, dass im Rahmen des Behavioral Finance die Kursbewegungen am Aktienmarkt mit dem Verhalten der Finanzmarktakteure erklärt werden und unterstellt somit implizit eine mangelnde Erklärungskraft der neoklassischen Ansätze. Bei *Unser* (1999, S. 1f.) ist diese Unterstellung in expliziter Form zu finden. Er beschreibt das Behavioral Finance als eine Reihe interdisziplinärer, neuer Ansätze, „[...] die empirische Phänomene besser erklären können und damit eine höhere Prognosegüte aufweisen als die Ansätze der neoklassischen Finanzierungstheorie“. Er weist zudem darauf hin, dass dabei in der Forschung nicht ausschließlich auf aggregierte Daten zurückgegriffen wird, sondern Analysen auf individueller Ebene erfolgen. Ein Ziel des Behavioral Finance ist

also die Identifizierung und Begründung der vom rational-normativen Ideal abweichenden Verhaltensmuster von Akteuren auf Finanzmärkten. Im Mittelpunkt stehen dabei die Informationswahrnehmungs- und -verarbeitungsprozesse der Wirtschaftssubjekte am Kapitalmarkt. Eine allgemeingültige und umfassende Definition für Behavioral Finance existiert in der Literatur nicht. Darum wird im Rahmen dieser Arbeit folgende Definition verwendet, welche sich den Ausführungen von *Unser* (1999) anschließt, diese aber um die Verweise auf die begrenzte Rationalität der Akteure und die Verwendung von Erkenntnissen der Psychologie (vgl. *Kiehling* 2001) ergänzt: Unter Behavioral Finance versteht man Ansätze zur Erklärung von Kursen und Wertpapierrenditen, welche unter Einbeziehung psychologischer Erkenntnisse die Entscheidungen begrenzt rationaler Finanzmarktakteure auf individueller Ebene analysieren und prognostizieren.

Sowohl institutionelle als auch private Anleger treffen ihre Entscheidungen bei der Aktienselektion in einem Umfeld schnell aufeinander folgender Informationen. *Nakra* (2000, S. 36) kommt zu dem Ergebnis: „As the liberalization of the world markets continues, [...] people are being confronted with more information and more choices than they can possibly handle [...]“. Nicht nur Analysten und institutionellen Investoren, sondern auch Privatanlegern stehen immer mehr Informationen zur Verfügung, die gesammelt und umgesetzt werden müssen. Die Akteure am Kapitalmarkt müssen sich auf Basis dieser Informationen, welche trotz fortschreitender technologischer Hilfen nicht den Anspruch auf Vollständigkeit oder Richtigkeit erheben können, eine Erwartung über die möglichen Renditen, Wachstumsraten, Varianzen und Korrelationen bilden (vgl. *Slovic* 1972, S. 780). In der Praxis geschieht dies im Optimalfall in Form von Fundamentalanalysen, in deren Rahmen versucht wird, auf Basis von Global-, Branchen- und Unternehmensanalysen den inneren Wert einer Aktie zu bestimmen und zu erwartende Überschüsse zu berechnen (vgl. *Steiner/Bruns* 2000, S. 220). Die Handlungsempfehlung der Fundamentalanalyse beruht auf der Basishypothese, dass der Kurs einer Aktie um seinen inneren Wert schwankt (vgl. *Steiner/Bruns* 2000, S. 209).

Es ist jedoch fraglich, ob die Akteure mit den aus der Fundamentalanalyse resultierenden Daten die Wirklichkeit adäquat abbilden können. Die Kritik gilt hierbei nicht dem Instrumentarium der Fundamentalanalyse, sondern den begrenzten Fähigkeiten der Akteure. Besonders kritisch ist die Menge und Vielfalt der verfügbaren Informationen einzustufen. *Oskamp* (1965) kommt in einem Experiment zu dem Schluss, dass sich eine zunehmende Menge an Informationen in komplexen Bewertungssituationen nicht positiv auf die Qualität des Urteils auswirkt, wohl aber das Vertrauen der Probanden in die getroffene Entscheidung kräftigt. Führt nun die aus einer vermeintlich fundierten Bewertung resultierende Handlung, im vorliegenden Fall der Kauf- oder Verkauf einer Aktie, empirisch wiederholt zu enttäuschenden Ergebnissen, so kann dies zu

¹⁰ Vgl. hierzu *Sobol et al.* (1992, S. 117): „A lot of happenings in the market may be beyond the control an individual company; but the public needs to be convinced that management has the ability and confidence to cope with whatever risks are thrown in its direction“.

einer Abwendung von den bisher als erstrebenswert eingestuften Informationsverarbeitungsprozessen führen. Das Individuum kapituliert vor der Komplexität, reduziert die Menge der als notwendig wahrgenommenen Information und sucht nach einer Möglichkeit der vereinfachten Informationsverarbeitung durch Entscheidungsheuristiken (vgl. *Payne* 1976, S. 384). Das Verhalten der Probanden in den Experimenten der Prospect-Theorie (vgl. *Kahneman/Tversky* 1979) demonstriert, dass Vereinfachungen der Entscheidungssituation aber auch ohne vorherige Frustrationserfahrungen auftreten können. Die Akteure konstruieren ein komplexitätsreduziertes Modell der Wirklichkeit und richten ihr eigenes Verhalten an diesem Modell aus. Die führt dazu, dass nur ein Teil der verfügbaren Informationen zu Entscheidungsunterstützung herangezogen wird (vgl. *Höser* 1998, S. 57). Dabei steigt die Tendenz zur Vereinfachung Entscheidungsaufgabe umso mehr an, je größer die Komplexität der zu bewältigenden Aufgabe ist (vgl. *Wright* 1975, S. 61). Die Berücksichtigung möglichst einfacher und zum Teil nicht fundierter Entscheidungskriterien unter gleichzeitiger systematischer Vernachlässigung der zur Bewertung der Entscheidungssituation unbestreitbar relevanten Information mag im ersten Zugriff irrational erscheinen. Bei Betrachtung der möglichen Unsicherheitsfaktoren, welchen die Akteure am Aktienmarkt ausgesetzt sind, kann es für Individuen mit begrenzten kognitiven Fähigkeiten jedoch sinnvoll sein, eine Reduktion der Entscheidungsdimensionen anzustreben (vgl. *Kirchler* 1995, S. 36).

Sobol et al. (1992, S. 116) sehen im aktiven Management der zugänglichen Information eine zentrale Aufgabe der Finanzexperten eines Unternehmens. Sie schreiben: „Finance professionals within the firm have a dual task: keeping the firm financially sound and convincing the investing public that the firm is financially sound“. Da die Erreichung des ersten Ziels keine notwendige Voraussetzung für die Erreichung des zweiten Ziels darstellt, sind Investoren oftmals der persuasiven Informationsdarstellung Seitens der Unternehmen ausgesetzt. Dies kann genau dann zu einer zunehmenden Vernachlässigung dieser Informationsquellen führen, wenn Akteure nicht in der Lage sind, die Finanzdaten eigenständig zu interpretieren um den Inhalt von der Darstellungsform zu abstrahieren. *Sobol et al.* gehen davon aus, dass der angesprochene Mangel an analytischer Kompetenz nicht nur bei Privatanlegern, sondern auch bei vielen professionellen Finanzmarktakteuren anzutreffen ist. Da Privatanlegern gemeinhin weniger Know-how in Bezug auf den Kapitalmarkt und die Analyse von Finanzdaten zugesprochen wird als Finanzexperten oder institutionellen Investoren, ist anzunehmen, dass sich Privatanleger regelmäßig außer Stande sehen, die erhaltenen Informationen objektiv zu beurteilen. Es stellt sich daher die Frage, wie der Entscheidungsprozess bei nicht-institutionellen Investoren in der Realität aussieht. *Smith* (1968, S. 20) merkt zum Thema Aktienhandel an: “[...] this is no science. It is an art. Now we have computers and all sorts of statistics, but the market is still the same and understanding the market is still no easier. It is personal intuition [and] sensing patterns of behavior [...]“. Da die angesprochene Intuition von Privatanlegern auch deren Reputationsurteile umfassen könnte liegt es nahe, der Unternehmensreputation einen gewissen Einfluss auf die Anlegerentscheidungen zuzusprechen. Da das Reputationskonstrukt sowohl von einer affektiven als auch von einer kognitiven Komponente bestimmt wird und somit auch die vom

Akteur subjektiv wahrgenommenen und beurteilten Finanzdaten enthält, wird diese Annahme noch plausibler. Der Wert der kognitiven Komponente „Kompetenz“ kann gleichsam als Näherungswert für die rationalen Anlageargumente interpretiert werden, während die affektive Komponente „Sympathie“ die Emotionen des Anlegers gegenüber dem Unternehmen repräsentiert. Da Privatanleger nicht in der Lage sein müssen, ihre Investitionsentscheidung vor anderen Parteien auf Basis rationaler Argumente zu rechtfertigen, wird die Relevanz des intuitiven Elements Reputation auch nicht durch äußere Zwänge eingeschränkt.

Unter der Annahme, dass Privatanleger eine positiv-dynamische Beziehung zwischen der guten Reputation eines Unternehmens und dessen Fähigkeit, Überrenditen am Aktienmarkt zu erwirtschaften unterstellen und von der Reputation auf die zukünftigen Renditen schließen, ist davon auszugehen, dass die Unternehmensreputation eines dieser Kriterien darstellt. Diese Annahme wird durch die empirisch belegte, positive Wechselbeziehung zwischen Unternehmensreputation und wirtschaftlichem Erfolg gestützt.¹¹

Der Schluss von der Reputation auf die Aktienperformanz ist ein elementarer, wenngleich auch nicht exklusiver Grund für die Handlungsrelevanz des Reputationskonstruktes. Neben den teilweise von Finanzdaten determinierten kognitiven Treibern wird das Konstrukt auch von einer Reihe von Items bestimmt, welche vornehmlich auf die affektive Komponente des Modells laden. Da Privatanleger in Ihrem Entscheidungsverhalten nicht durch den Zwang nachträglicher Rechtfertigung der Anlageentscheidung gegenüber Dritten eingeschränkt sind und, wie bereits festgestellt wurde, nicht aus eigenem Antrieb dem rationalen Ideal der neoklassischen Theorie folgen, wird ihr Verhalten mit großer Wahrscheinlichkeit auch durch die affektiven Parameter beeinflusst. Eine Unterstützung dieser Sichtweise liefert die empirische Untersuchung von *Nagy/Obenberger* (1994). Sie untersuchen die relative Wichtigkeit von 34 vorgegebenen Entscheidungsvariablen im Anlageprozess, welche zum Teil kognitiven und zum Teil affektiven Charakter aufweisen. 36,1% der Probanden an, die Reputation der Unternehmen bei Anlageentscheidungen zu berücksichtigen. Da die Unternehmensreputation jedoch von *Nagy/Obenberger* weder definiert noch operationalisiert wurde, ist nicht anzunehmen, dass die ad-hoc-Definition der Probanden der Konstruktdefinition dieser Arbeit entspricht. So ist zwar von einer hohen Korrelation, nicht aber von einer Übereinstimmung der Reputationsbegriffe auszugehen. Letztlich existieren weitere Variablen in der Studie, welche direkt von dem Reputationskonstrukt als Ganzes beeinflusst werden. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass ein beträchtlicher Teil der von *Nagy/Obenberger* identifizierten, entscheidungsrelevanten Größen von der Unternehmensreputation beeinflusst wird, diese beeinflusst oder deren Be-

¹¹ Unter Berücksichtigung des von *Tversky/Kahneman* (1974) festgestellten Repräsentativitätseffektes ist es unerheblich, ob der Schluss logisch gerechtfertigt ist oder ob Individuen eine gute Unternehmensreputation lediglich mit erfolgreicher Aktienmarktperformanz verknüpfen um die Realität zu vereinfachen.

standteile darstellt. Ändert ein Privatanleger sein subjektives Reputationsbild von einem Unternehmen, so sollte er folglich ebenfalls sein Entscheidungsverhalten im Anlageprozess ändern.

In den bisherigen Ausführungen wurde davon ausgegangen, dass der Anleger seine Entscheidungen in einem Umfeld trifft, welches nicht durch ein für den Aktienmarkt ungewöhnlich hohes Maß an Zeitdruck oder Stress geprägt ist. Es wurde festgestellt, dass nicht-institutionelle Anleger unter diesen Bedingungen danach streben, Entscheidungsprozesse zu verkürzen und die Entscheidungssituation, im Vergleich zum rational-normativen Ideal des neoklassischen Ansatzes, zu vereinfachen. Stehen Finanzmarktakteure unter einem hohen Maß an psychischem Druck, so entsprechen die situativen Bedingungen – nämlich Zeitdruck, gesteigertes individuelles Stressempfinden, die Konfliktvermeidung bei der Entscheidung und eine starke Aktivierung – denen eines Impulskaufes (vgl. *Kroeber-Riel/Weinberg* 2003, S. 410-414), welcher durch ein verstärktes Streben des Individuums nach der Vermeidung kognitiver Verarbeitungsprozesse gekennzeichnet ist. Zeigen Anleger also bereits im entspannten Zustand eine Tendenz zur Verkürzung von Entscheidungsprozessen, so sollte sich diese Tendenz unter Stress verstärken. Wird die Stresssituation durch unvorhergesehene Ereignisse hervorgerufen, so kann dies zusätzlich dazu führen, dass dem Akteur die Unzulässigkeit seiner vereinfachenden Annahmen bewusst wird. Im Besonderen ist dabei die Annahme über die Identität von Ereignissen in der nahen Vergangenheit mit denen der nahen Zukunft betroffen. Der Eintritt unerwarteter exogener Ereignisse¹² kann nun dazu führen, dass die Illusion der Kontrolle über die nahe Zukunft zerstört wird. Der Anleger wird dem wahrgenommenen Mangel an Kontrolle begegnen, indem er versucht, das von ihm subjektiv empfundene Risiko zu minimieren, wobei das subjektiv empfundene Risiko vom objektiven, systematischen Risiko abweichen kann. *Srivastava et al.* (1997) konnten in ihrer Studie zeigen, dass Investitionen in Unternehmen mit einem hohen Reputationswert von den Anlegern als risikoärmer eingestuft werden, als Investitionen in andere Unternehmen, auch wenn diese ein identisches systematisches Risiko aufweisen. Wenn also Anleger Investitionen in Unternehmen mit hohem Reputationswert als eine geeignete Risikovermeidungsstrategie einstufen, so sollte die Strategie vor dem Hintergrund negativer Ereignisse verstärkt zu beobachten sein.

Wird die Handlungsrelevanz von Unternehmensreputation als gegeben angenommen wird, dann muss sich ein Anleger, welcher bewusst über seine Entscheidungskriterien beim Kauf und Verkauf von Aktien reflektiert, ein Bild über das aggregierte Reputationsurteil sämtlicher anderer Anleger machen. Es ist für ihn weniger entscheidend, eine möglichst realitätsgetreue eigene Wahrnehmung der Unternehmenscharakteristika zu haben, als vielmehr abzuschätzen „...what average opinion expects average opinion to be“ (*Keynes* 1936, S. 156). Da die Unternehmensreputation zur Identifikation wirtschaftlich erfolgreicher Unternehmen beitragen kann, sollten Investoren zusätzlich eine Vorstellung von den kollektiven Urteilen sämtlicher Stakeholder be-

sitzen. Somit wird klar, dass für Investoren nicht das eigene Reputationsurteil, sondern die aggregierten Urteile aller Stakeholder im Allgemeinen und der anderen Investoren im Besonderen ausschlaggebend sind. Wie oben gefordert, sollte der Anleger also ein klares Bild von diesen Urteilen besitzen.

Literatur

Abrahamson, E./Fombrun, C. J. (1992): Forging the Iron Cage. In: Journal of Management Studies, Vol. 29, S. 175-194.

Beatty, R. P./Ritter, J. R. (1986): Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings. In: Journal of Financial Economics, Vol. 15, S. 213-232.

Caminiti, S. (1992): The Payoff from a Good Reputation. In: Fortune, Vol. 125, No. 3, S. 49-53.

Caves, R. E./Porter, M. E. (1977): From Entry Barriers to Mobility Barriers. In: Quarterly Journal of Economics, Vol. 91, No. 2, S. 241-261.

Cutler, D. M./Poterba, J. M./Summers, L. H. (1989): What moves Stock Prices? In: Journal of Portfolio Management, Vol. 15, No. 3, S. 4-12.

De Bondt, W. F. (1991): What do Economists Know about the Stock Market? In: Journal of Portfolio Management, Vol. 17, No. 4, S. 84-91.

Di Maggio, P. J./Powell, W. W. (1983): The Iron Cage Revisited – Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Field. In: American Sociological Review, Vol. 48, S. 147-160.

Dufrene, U./Wadsworth, F. H./Bjornson, C./Little, E. (1998): Evaluating Tangible Asset Investment: The Value of Cross Functional Teams, in: Management Research News, Vol. 21, No. 10, S. 1-13.

Dunbar, R. L./Schwalbach J. (2000): Corporate Reputation and Performance in Germany. In: Corporate Reputation Review, Vol. 3, No. 2, S. 115-123.

Dutton, J. E./Dukerich, J. M. (1991): Keeping an Eye on the Mirror: Image and Identity in Organizational Adaptation. In: Academy of Management Journal, Vol. 34, No. 3, S. 517-554.

Eidson, C./Master, M. (2000): Top Ten ... Most Admired ... Most Respected: Who Makes the Call? In: Across the Board, Vol. 37, No. 3, S. 16-22.

¹² Diese können z.B. in Form von Kursstürzen oder Meldungen über die Umwelt radikal verändernde Ereignisse, wie Kriege oder Terroranschläge auftreten.

Fombrun, C. J. (2001): Corporate Reputation – Its Measurement and Management. In: Thesis, Vol. 4, S. 23-26.

Fombrun, C. J./Rindova, V. (1996): Who's Tops and Who Decides? The Social Construction of Corporate Reputations, New York University, Stern School of Business, Working Paper.

Fombrun, C. J./Shanley, M. (1990): What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. In: Academy of Management Journal, Vol. 22, No. 2, S. 233-258.

Fombrun, C. J./van Riel, C. (1998): The Reputational Landscape. In: Corporate Reputation Review, Vol. 1, No. 1, S. 5-14.

Freeman, R. E. (1984): Strategic Management: A Stakeholder Approach, Boston 1984.

Fryxell, E. F./Wang, J. (1994): The Fortune Corporate 'Reputation' Index: Reputation for What? In: Journal of Management, Vol. 20, No. 1, S. 1-14.

Fuente Sabate, J. M./Quevedo Puente, E. (2003): Empirical Analysis of the Relationship Between Corporate Reputation and Financial Performance – A Survey of the Literature. In: Corporate Reputation Review, Vol. 6, No. 2, S. 161-177.

Gardberg, N. A./Fombrun, C. J. (2002a): The Global Reputation Quotient Project: First Steps towards a Cross-Nationally Valid Measure of Corporate Reputation. In: Corporate Reputation Review, Vol. 4, No. 4, S. 303-307.

Goldberg, M. E./Hartwig, J. (1990): The Effects of Advertiser Reputation and Extremity of Advertising Claim on Advertising Effectiveness. In: Journal of Consumer Research, Vol. 17, S. 172-179.

Gotsi, M./Wilson, A. M. (2001): Corporate Reputation: Seeking a Definition. In: Corporate Communications, Vol. 6, No. 1, S. 24-30.

Gray, E. R./Balmer, J. M. T. (1998): Managing Corporate Image and Corporate Reputation. In: Long Range Planning, Vol. 31, No. 5, S. 695-702.

Hildebrandt, L./Schwalbach, J. (2000): Financial Performance Halo in German Reputation Data, Forschungsbericht des Instituts für Management, Humboldt-Universität zu Berlin.

Höser, H. (1998): Kontextabhängige Präferenzen, Frankfurt am Main 1998.

Kahneman, D./Tversky, A. (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk. In: Econometrica, Vol. 47, S. 263-291.

Keynes, J. (1936): The General Theory of Employment, Interest and Money, London 1936.

Kiehling, H. (2001): Börsenpsychologie und Behavioral Finance, München 2001.

Kirchler, E. M. (1995): *Wirtschaftspsychologie – Grundlagen und Anwendungsfelder der Ökonomischen Psychologie*, Göttingen 1995.

Kroeber-Riel, W./Weinberg, P. (2003): *Konsumentenverhalten*, 8., aktualisierte und ergänzte Aufl., München 2003.

Lafferty, B. A./Goldsmith, R. E. (1999): Corporate Credibility's Role in Consumers' Attitudes and Purchase Intentions When a High versus a Low Credibility Endorser is Used in the Ad. In: *Journal of Business Research*, Vol. 44, No. 2, S. 109-116.

Lütje, T. (2004): Erklärungsansätze für das Momentum in Aktienkursen. In: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 33, Heft 1, S. 33-37.

McGuire, J./Sundgren, A./Schneeweis, T. (1988): Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. In: *Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 4, S. 854-872.

Milgrom, P./Roberts, J. (1986): Relying on the Information of Interested Parties. In: *Rand Journal of Economics*, Vol. 17, S. 18-32.

Myers, S./Majluf, N. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information Investors do not have. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, S. 187-221.

Nagy, R. A./Oberberger, R. W. (1994): Factors Influencing Individual Investor Behavior. In: *Financial Analysts Journal*, Vol. 50, No. 4, S. 63-68.

Nakra, P. (2000): Corporate Reputation Management: „CRM“ with a Strategic Twist? In: *Public Relations Quarterly*, Vol. 45, No. 2, S. 35-42.

Oskamp, S. (1965): Overconfidence in Case-Study Judgements. In: *Journal of Consulting Psychology*, Vol. 29, S. 261-265.

Paul, S. (1999): Finanzintermediation: Theoretische Fundierung. In: *Cramer, J. et al.* (Hrsg.): *Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens*, 4. Aufl., Frankfurt am Main 1999, S. 649-667.

Payne, J. W. (1976): Task Complexity and Contingent Processing in Decision Making: An Information Search and Protocol Analysis. In: *Organizational Behavior and Human Performance*, Vol. 16, S. 366-387.

Roberts, P. W./Dowling, G. R. (2002): Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. In: *Strategic Management Journal*, Vol. 23, No. 12, S. 1077-1094.

Roll, R. (1984): Orange Juice and Weather. In: *American Economic Review*, Vol. 74, S. 861-880.

Ross, S. A. (1977): The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. In: Bell Journal of Economics, Vol. 8, S. 23-40.

Schmidt, I./Eißer, S. (1992): Die Rolle des Markenartikels im markt-wirtschaftlichen System. In: Dichtl, E./Eggers, W. (Hrsg.): Marke und Markenartikel als Instrumente des Wettbewerbs, München 1992.

Smith, A. (1968): The Money Game, New York 1968.

Schnell, R./Hill, P./Esser, E. (1999): Methoden der empirischen Sozialforschung, 6., völlig überarbeitete und erweiterte Aufl., München 1999.

Schwaiger, M. (2004): Components and Parameters of Corporate Reputation - an Empirical Study. In: Schmalenbach Business Review, Vol. 56, S. 46-71.

Schwalbach, J. (2000): Image, Reputation und Unternehmenswert. In: Baerns, B. (Hrsg.): Information und Kommunikation in Europa. Forschung und Praxis. Transnational Communication in Europe. Research and Practice, S. 285-297.

Shapiro, S. P. (1987): The Social Control of Impersonal Trust. In: American Journal of Sociology, Vol. 93, No. 3, S. 623-658.

Shefrin, H. (2000): Börsenerfolg mit Behavioral Finance – Investmentpsychologie für Profis, Stuttgart 2000.

Shiller, R. J. (1981): Do Stock Prices Move too much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? In: American Economic Review, Vol. 71, No. 3, S. 421-436.

Shiller, R. J. (1990): Market Volatility, Cambridge 1990.

Simon, H. (1955): A Behavioral Model of Rational Choice. In: Quarterly Journal of Economics, Vol. 69, No. 1, S. 99-118.

Slovic, P. (1972): Psychological Study of Human Judgement: Implications for Investment Decision Making. In: Journal of Finance, Vol. 27, No. 4, S. 779-799.

Sobol, M. G./Farely, G. E./Taper, J. S. (1992): Shaping the Corporate Image – An Analytical Guide for Executive Decision Makers, New York 1992.

Srivastava, R./McInish, T./Wood, R./Capraro, A. (1997): The Value of Corporate Reputation: Evidence from the Equity Markets. In: Corporate Reputation Review, Vol. 1, S. 62-67.

Steiner, M./Bruns, Ch. (2000): Wertpapiermanagement, 7., überarbeitete und erweiterte Aufl., Stuttgart, 2000.

Stigler, G. J. (1962): Information in the Labor Market. In: Journal of Political Economy, Vol. 70, No. 5, S. 49-73.

Stiglitz, J. E. (1989): Imperfect Information in the Product Market. In: *Schmalensee, R./Willig, R.* (Hrsg.): Handbook of Industrial Organization, Amsterdam 1989, S. 769-784.

Spence, M. (1974): Market Signaling: Information Transfer in Hiring and Related Screening Processes, Cambridge MA 1974.

Sveiby, K. E. (1997): The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge-Based Assets, San Francisco 1997.

Tversky, A. / Kahneman, D. (1974): Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science, Vol. 185, S. 1124-1131.

Unser, M. (1999): Behavioral Finance am Aktienmarkt – Empirische Analyse zum Risikoverhalten individueller Anleger, Bad Soden 1999.

Weigelt, K./Camerer, C. (1998): Reputation and Corporate Strategy – A Review of Recent Theories and Applications. In: Strategic Management Journal, Vol. 9, No. 5, S. 443-454.

Wright, P. (1975): Consumer Choice Strategies: Simplifying vs. Optimizing. In: Journal of Marketing Research, Vol. 12, S. 60-67.