

Lehrstuhl für Controlling – Vezetés és Kontroll Tanszék

THESENHEFT

zur Dissertation

**Value Reporting-Praxis der an der Budapester Börse
notierten Gesellschaften**

vorgelegt von

Tirnitz Tamás József

Doktorvater:

Prof. Dr. Dobák Miklós, CSc

© Tirnitz Tamás József

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	3
Tabellenverzeichnis	3
1. Einführung	4
1. Einführung	4
2. Erläuterung von Value Reporting und Ableitung der Forschungshypothesen	5
2.1 Inhaltliche Elemente des Value Reporting	5
2.2 Ableitung und Operationalisierung der Forschungshypothesen	9
3. Datensammlung und Forschungsmethode	13
4. Auswertung der Forschungshypothesen	18
4.1 Hypothese H1: Darstellung der wertorientierten Kennzahl und ihrer Verwendung	18
4.2 Hypothese H2: Angaben zu den immateriellen Werten	19
4.3 Hypothese H3: Darstellung der weiteren Elemente des Strategic Advantage Reporting	20
5. Zusammenfassung und Skizzierung weiterer Forschungsinteressen	22
Quellenverzeichnis	24
Anhang: Abschließende Beurteilung der Forschungshypothesen	27
Relevante Publikationen des Verfassers	28

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Inhaltliche Elemente des Value Reporting (Empfehlung)	7
Tabelle 2: Häufigkeit der Anwendung verschiedener Rechnungslegungsstandards in den untersuchten Börsenberichten	16
Tabelle 3: Häufigkeit der Nennung verschiedener Elemente von immateriellen Werten	19
Tabelle 4: Häufigkeit des Reporting über verschiedene Anzahl von Elementen der immateriellen Werte	20
Tabelle 5: Strategierelevante Informationen im Rahmen von Value Reporting	21

1. Einführung

Im Rahmen der hier vorzustellenden Forschung wurde die Value Reporting-Praxis aller an der Budapester Börse notierten Gesellschaften aus dem Blickwinkel des Controllers untersucht. Das Value Reporting stellt einen Teilbereich der wertorientierten Unternehmensführung dar.

Im Falle der börsennotierten Unternehmen haben die Eigentümer eine besondere Stellung und spielen eine spezifische Rolle unter den Stakeholdern. Die Berücksichtigung ihrer Interessen wird durch die sog. wertorientierte Unternehmensführung sichergestellt, deren Fokus auf den Shareholder Value gerichtet ist. Dieser Führungsansatz wird nicht nur in der angelsächsischen Literatur propagiert, sondern auch die von mir recherchierten deutschsprachigen Beiträge plädieren mehrheitlich für diese Maxime¹. Eine Ausnahme bildet die Argumentation, wonach die Stakeholder (also nicht nur die Eigentümer) sog. implizite Ansprüche gegenüber den Gesellschaften haben, woraus ein Organizational Capital abzuleiten sei². Die Existenz der impliziten Ansprüche erhöhe die Risiken der Stakeholder, die sich auf dem Vertragswege dagegen nicht absichern können. Diese Ansprüche bleiben daher unberücksichtigt – mit der Folge, dass die Größen und Methoden der wertorientierten Unternehmensführung nicht anzuwenden seien. Eine alternative Empfehlung fehlt allerdings. Aus der Literaturübersicht folgt demnach nicht, dass im Falle der untersuchten Firmen nicht die Anwendung der wertorientierten Unternehmensführung zu untersuchen wäre.

Die wertorientierte Unternehmensführung fordert die wertorientierte Strategiefindung, die konsequente Durchführung dieser Strategien im Rahmen des operativen Geschäfts, sowie die Kopplung der variablen Vergütung an die Wertschöpfung (für die Eigentümer). Die Eigentümer und das Management sind bei den börsennotierten Gesellschaften meistens nicht identisch. Die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen ihnen verlangt nicht nur nach der wertorientierten Führung der Firmen, sondern auch nach einer Berichterstattung hierüber für die außerhalb des Unternehmens tätigen (aktuellen und potenziellen) Eigentümer. Es ist also ein Value Reporting im Sinne einer wertorien-

¹ Siehe u.A. WAGNER (1997), BÜHNER-TUSCHKE (1997), KÜRSTEN (2000) und ALBACH (2001).

² WENTGES (2000)

tierten Zusatzberichterstattung zu praktizieren, das die Wertorientierung des Managements fundiert und zuverlässig bezeugt.

2. Erläuterung von Value Reporting und Ableitung der Forschungshypothesen

2.1 Inhaltliche Elemente des Value Reporting

Das Value Reporting soll – als Teilbereich der wertorientierten Unternehmensführung – den aktuellen und potenziellen Eigentümern Rechenschaft darüber ablegen, dass der Fokus der Managementaktivitäten auf den Shareholder Value gerichtet ist. Laut Literatur umfasst das Value Reporting die Preisgabe sämtlicher vergangenheits- und zukunftsorientierten, monetären und nichtmonetären, ein- oder mehrwertigen Informationen, die Anleger benötigen, um Wert schaffende Investitionsmöglichkeiten ex-ante identifizieren und die erreichte Wertschaffung ex-post kontrollieren zu können³. (Diese Definition wurde in den letzten zehn Jahren nicht unbedeutend geändert. Seine Aufgabe ist es, die wertschaffungsbezogene asymmetrische Informationsverteilung zwischen Management und Eigentümer(n) zu mildern⁴.

Ein weiteres wichtiges Charakteristikum für das Value Reporting ist seine Freiwilligkeit. D.h. diese Informationsgestaltung wird weder von Rechtsnormen noch durch andere Pflichten verlangt. Die freiwillige Information im Falle der börsennotierten Gesellschaften bedeutet, dass ihre Veröffentlichung weder von Rechnungslegungsvorschriften noch von Börsenregeln vorgeschrieben wird. Die HAS⁵ verlangen (im Gegensatz zur deutschen Regelung) die Publizierung von sehr wenigen wertorientierten Informationen. Deswegen war für meine Forschung lediglich eine Art der „Freiwilligkeitsbeschränkung“ von Relevanz, nämlich die nach den Veröffentlichungsregeln der Budapester Börse.

³ FISCHER-KLÖPFER (2006) S. 4. Dieselbe Definition steht auch bei RUHWEDEL-SCHULTZE (2004) S. 491, die die Gemeinsamkeiten der verschiedenen Auffassungen in der Literatur summiert. Andere Autoren gehen einen Schritt weiter. So fordern z.B. BAETGE-SOLMECKE (2006) S. 17 und HEUMANN (2006) S. 259, dass Value Reporting auch regelmäßig und strukturiert sein soll.

⁴ FISCHER-KLÖPFER (2006) S. 4. BAETGE-SOLMECKE (2006) S. 17 ergänzt dies mit einer weiteren Aufgabe, nämlich der Erleichterung der Ermittlung des Unternehmenswertes für den Investor.

⁵ Hungarian Accounting Standards – gesetzlich geregelte Rechnungslegungsvorschriften in Ungarn

Das Schrifttum nennt – ausgehend aus der betrieblichen Praxis⁶ – eine breit gefächerte Palette jener Informationen, die beim Value Reporting nicht fehlen dürfen. Diese Zusatzinformationen lassen sich in Kategorien einteilen. Folgende Abbildung zeigt die bei den empirischen Untersuchungen in Deutschland meistens angewendete Klassifizierung, die ich als zweckmäßigen Ausgangspunkt für meine Forschung ansah.

<p>Total Return Reporting</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Aktienkursentwicklung • Volatilität des Kurses • Aktueller Börsenkurs • Höchst- und Tiefststand des Börsenkurses in der Periode • Schlusskurse • Indexstand • Aktienrendite • Dividendenausschüttung • Dividendenzeitreihen • Dividendenrendite • Vergleich der Dividendenrendite mit Wettbewerbern • Entwicklung des langfristigen Musterdepots • Vergleich des Aktienkurses mit einem aggregierten Benchmark • Vergleich der Kursentwicklung mit der Zeitreihe des Branchenindex • Earnings per Share (EPS) • Methode der Berechnung von EPS • EPS-Zeitreihenvergleich • Cash Flow per Share (CFPS) • CFPS- Zeitreihenvergleich • Kurs-Gewinn-Verhältnis • Kurs-Buchwert-Verhältnis • Kurs-Cash Flow-Verhältnis • Rating-Informationen • Value-at-risk 	
<p>Value Added Reporting</p>	<p>Anwendung von wertorientierten Steuerungsinstrumenten</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nennung der Spitzenkennzahl zur Bezifferung des Shareholder Value • Erläuterung der Spitzenkennzahl • Kennzahlenwert (Gesamtunternehmen) • Zeitvergleich der Kennzahlenwerte (Gesamtunternehmen) • Kennzahlenwert (Geschäftsbereiche) • Zeitvergleich der Kennzahlenwerte (Geschäftsbereiche) • Angabe des Kapitalkostensatzes (Gesamtunternehmen) • Angabe der Kapitalkostensätze (Geschäftsbereiche) • Methode zur Errechnung der Kapitalkostensätze • Angabe des β-Faktors • Ermittlung des β-Faktors
	<p>Jahresabschluss- or. Instrument</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Wertschöpfungsrechnung

⁶ In der letzten Zeit wurden zahlreiche empirische Untersuchungen über Value Reporting – größtenteils bezogen auf börsennotierte Gesellschaften – durchgeführt. Als Beispiele seien hier (ohne Anspruch auf Vollständigkeit) folgende genannt: FISCHER (2002), FISCHER-BECKER-WENZEL (2001), FISCHER-BECKER-WENZEL (2002), FISCHER-RÖDL (2005), FISCHER-VIELMEYER (2004), FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001), GLEIBNER-BERGER-RINNE-SCHMIDT (2005), GÜNTHER-BEYER (2001), GÜNTHER-BEYER-MENNINGER (2003), KAJÜTER-ESSER (2007), KRENSEL-SIEMES-AFRA (2002), QUICK-KAYADELEN-FLASHAAR-BLOEDORN (2008), RUHWEDEL-SCHULTZE (2002)

Strategic Advantage Reporting	Zukunftsorientierte Informationen	<ul style="list-style-type: none"> • Kernkompetenzen der Unternehmung • Strategische Zielsetzungen der Gesellschaft • Prognose über die zukünftige Unternehmensentwicklung • Konkrete Planwerte für die Unternehmensziele • Risikomanagementsystem
	Informationen zum Unternehmenshintergrund	<ul style="list-style-type: none"> • Beschreibung der Unternehmung • Sitz der Gesellschaft • Angabe der Vorstands- und AR-Mitglieder (mit Lebensläufen) • Darstellung der Anteilseignerstruktur • Namentliche Nennung der (bekannten) Eigentümer
	Stakeholderbezogene Informationen	<ul style="list-style-type: none"> • Innovation Capital (z.B. Patente und Lizenzen, F+E-Ergebnisse, Umsatzanteil der neuen Produkte) • Human Capital (z.B. Wissensmanagement, Aus- und Weiterbildung, Mitarbeiterprofil) • Customer Capital (z.B. Kundenprofil, Kundenzufriedenheit, Brancheninformationen) • Supplier Capital (z.B. Zuliefererstruktur, Einsparungen im Einkauf) • Process Capital (z.B. Informations- und Kommunikationsnetze) • Location Capital (z.B. Standortvorteile)
	Zusatzinformationen	<ul style="list-style-type: none"> • Ad-hoc-Mitteilungen • Pressemitteilungen • Aktuelle Mitteilungen • Analystenbewertungen • Analystenprognosen über die Unternehmensentwicklung • EPS-Schätzungen der Analysten

Tabelle 1: Inhaltliche Elemente des Value Reporting (Empfehlung)⁷

Die zusätzlich zum Jahresbericht zu veröffentlichenden Informationen lassen sich in drei Gruppen einteilen⁸. Die erste Gruppe beschreibt den für die Eigentümer erwirtschafteten Ertrag, ihre Elemente sind also vergangenheitsorientiert (Total Return Reporting). Die zweite beschreibt – durch die Darstellung der Bausteine der etablierten wertorientierten Unternehmensführung – den Weg der Wertschaffung und die wichtigsten Werttreiber (Value Added Reporting). Dies wird oft in Verbindung mit der variablen Vergütung erläutert. Schließlich gehören in die letzte Gruppe Zusatzinformationen, die einerseits angeben, wie früher die sich angebotenen Chancen genutzt werden konnten und andererseits zusammen mit den strategischen Zielen und Kernkompetenzen der Gesellschaft darlegen, welche zukünftige Wertschaffung auf dieser Basis zu erwarten ist (Strategic Advantage Reporting).

⁷ FISCHER-WENZEL (2002) S. 329 und FISCHER-KLÖPFER (2006) S. 8ff. Letztere Quelle ergänzt das Strategic Advance Reporting um ökologische und soziale Angaben. Etwas andere Akzente setzen BAETGE-SOLMECKE (2006) S. 23f. und BAETGE-HEUMANN (2006) S. 345ff.

⁸ WOLF (2003) S. 1090 und RUHWEDEL-SCHULTZE (2002) S. 604. Der gleiche Inhalt aber etwas anders unterteilt findet man bei ARBEITSKREIS (2002)

Vergleicht man diese Liste mit den Publizitätsvorschriften der ungarischen Wertpapierbörse⁹, so ergeben sich deutliche Parallelen zwischen den o.g. Anforderungen und den Elementen der regulären und außerordentlichen Informationspflichten an die Börse. Die Unterschiede betreffen vor allem die Darstellung der Wertschaffung und der strategischen Wettbewerbsvorteile.

Einer der Unterschiede soll hier erwähnt werden, da die Ausformulierung meiner Hypothesen dadurch maßgeblich beeinflusst wird. Die sog. immateriellen Werte (auch Intangibles genannt), die für die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen immer wichtiger werden, in den Börsenvorschriften nirgendwo explizit genannt oder gar reguliert werden – es sei denn, sie werden als immaterielle Vermögensgegenstände aktiviert und im Jahresabschluss ausgewiesen (weil das Gesetz dies entweder vorschreibt oder „lediglich“ erlaubt und das Unternehmen aber dafür optiert); obwohl die Generalklausel der Börsenregelung, wonach sämtliche entscheidungsrelevante Angaben zu berichten sind, auch dahin gehend ausgelegt werden kann, dass die Intangibles mit darunter fallen. Value Reporting hingegen verlangt ausdrücklich die Erschließung und Vorstellung dieser Ressourcen. Der Arbeitskreis „Immaterielle Werte in Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. erarbeitete eine Kategorisierung der immateriellen Werte und verfasste Ratschläge darüber, welche Daten und in welcher Form bzgl. der einzelnen Kategorien freiwillig zu veröffentlichen sind. Demnach wurde das Strategic Advantage Reporting (als eine der Anforderungen im Rahmen des Value Reporting) für meine Forschung dahin gehend ergänzt, dass in seinem Rahmen auch über folgende immaterielle Ressourcen zu berichten war¹⁰:

- Innovation Capital: Produkt-, Dienstleistungs- und Verfahrensinnovationen
- Human Capital: Wissen und Kompetenzen, Betriebsklima, Wissensdatenbank
- Customer Capital: Kundenstock und -Potenziale, Markennamen
- Supplier Capital: Bezug knapper Ressourcen
- Investor Capital: gute Konditionen für die Eigen-/Fremdkapitalbeschaffung

⁹ BÉT (2003) S. 41ff., sowie Anhang 1 und 2 dieses Regelwerks.

¹⁰ Nach ARBEITSKREIS (2001) S. 990f. und ARBEITSKREIS (2003) S. 1236f. mit geringfügigen Veränderungen. Die meisten Autoren stellen auf diese Kategorisierung ab, so z.B. FISCHER-KLÖPPER (2006) S. 10 oder führen nur kleinere Veränderungen durch – das Location Capital fehlt bei BAETGE-SOLMECKE (2006) S. 24, während BAETGE-HEUMANN (2006) S. 349 auch das Innovation Capital weglassen.

- Process Capital: operative und Kommunikationsprozesse
- Location Capital: Standortvorteile (Verkehrslage, Steuervorteile)

2.2 Ableitung und Operationalisierung der Forschungshypothesen

Die börsennotierten Gesellschaften haben demnach – im Vergleich zu ihren Offenlegungspflichten lt. HAS und den weiter gefassten Publizitätspflichten lt. Börsenvorschriften – Zusatzinformationen bereitzustellen um den Erfordernissen des Value Reporting genügen zu können. Berücksichtigt man, dass die obigen Informationszusammenstellungen lediglich theoretische Empfehlungen und/oder empirische Muster sind, so konnten die oben erwähnten Kennzahlen für die empirische Forschung lediglich als Leitfaden und nicht als starr zu erfüllender Erwartungskatalog dienen.

Die Gesellschaften ermitteln und auch veröffentlichen den Return für die Eigentümer bereits seit Längerem. Zudem sind diese Zahlen auch anderen Quellen (primär den Börsenberichten) zu entnehmen, sowie ein großer Teil dieser Größen lässt sich aus Daten des Jahresabschlusses errechnen. Die Informationen über den Total Return (der Eigentümer) stehen demnach stets und allen zur Verfügung, so dass deren Veröffentlichung nicht freiwilliger Natur ist.¹¹ Somit war für diesen Teil des Value Reporting keine Hypothese aufzustellen¹².

Den immateriellen Vermögensgegenständen wird laut Forschungen immer mehr Gewicht beigemessen und Aufmerksamkeit geschenkt¹³. Während das der Literatur entnommene Modell diese Ressourcen in das Strategic Advantage Reporting einreicht, habe ich denen in meiner Forschung eine selbstständige Hypothese „gewidmet“:

- Total Return Reporting (ohne Hypothese)

Ein konkurrierender Ansatz hierzu ist die sog. Wissensbilanz, die die Intangibles in Human-, Struktur- und Beziehungskapital einteilt (und diese drei Kategorien dann weiter differenziert). S. z.B. KIVIKAS-WULF (2006) S. 45.

¹¹ Die Freiwilligkeit könnte in diesem Falle bedeuten, dass die Daten über den Total Return durch die Firmen für ihre Eigentümer (und für andere Stakeholder) gesammelt und geballt zur Verfügung gestellt werden. Dies wäre jedoch eher als Geste und nicht als inhaltlich relevante Information (s. Veröffentlichung) anzusehen.

¹² Bei der Datenerfassung und –Analyse habe ich das Total Return Reporting doch nicht außer Acht gelassen (s. Anhang). Dies diente einerseits der Vervollständigung des Querschnittsbildes über das Value Reporting und ermöglichte andererseits den Vergleich meiner Forschungsergebnisse mit Erkenntnissen aus anderen Untersuchungen (aus dem Ausland), die das gleiche Value Reporting-Modell zur Basis gewählt haben.

¹³ Für Ungarn siehe z.B. zwei Dissertationen: LÁZÁR (2002) und JUHÁSZ (2004)

- Value Added Reporting (Hypothese H1)
- Strategic Advantage Reporting (Hypothesen H2 und H3)
- Zusammenfassende Auswertung von Value Reporting (Hypothese Hges).

H1: Die börsennotierten Gesellschaften veröffentlichen mehrheitlich jene wertorientierte(n) Kennzahl(en), die vom Management auf Gesamtunternehmensebene benutzt wird (werden), und geben auch die zu ihrer Errechnung benötigten Zusatzinformationen preis. Diesbezüglich wird auch angegeben, wie diese wertorientierte(n) Größe(n) zur Motivation der Mitarbeiter benutzt wird (werden).

Im Fokus von Hypothese H1 stehen die Shareholder Value-Kennzahlen. Solche Größen basieren auf einer mehrperiodigen Berechnung und die Literatur nennt dementsprechend die diskontierten Cash Flows, den Cash Value Added und den Economic Value Added¹⁴. Jede wertorientierte Unternehmung sollte mindestens eine dieser Größen benutzen. Die freiwillige Information über diese Größe bedeutet entweder die Angabe und die Begründung des aktuellen Kennzahlenwertes, d.h. die Darlegung der Ausgangsdaten sowie des Rechenalgorithmus. Oder aber es werden neben dem Jahresabschluss all jene Zusatzinformationen publiziert, die dem (aktuellen oder potenziellen) Eigentümer ermöglichen, den Kennzahlenwert selber auszurechnen.

Es soll darüber ebenfalls berichtet werden, wie diese konkrete Kennzahl in der Unternehmensführung verwendet wird¹⁵. Die für die Eigentümer wichtigste Information ist wohl ihre (Nicht-)Verknüpfung mit der variablen Vergütung. Die freiwillige Veröffentlichung hierüber umfasst auch die Tatsache, welche Teile der Mitarbeiter variabel entlohnt werden und wie hoch der Anteil der variablen Vergütung in der gesamten Entlohnung ist.

¹⁴ Im Schrifttum wird ein breiterer Kreis sog. wertorientierten Kennzahlen diskutiert, wobei verschiedene Autoren unterschiedliche Größen als wertorientiert einstufen. Für meine Forschung sollen nur langfristige Kennzahlen als wertorientiert gelten. Es können jedoch die bestehenden Größen verfeinert werden (s. die Modifizierung des CFROI-Inhaltes bei CRASSETT-SCHREMPER (2001)), oder sogar neue Kennzahlen entwickelt werden (s. das RAVE™-System bei STRACK-VILLIS (2001) und die Kennzahl ERIC bzw. ERIC™ bei KESTEN (2006) und KUNZ-PFEIFFER-SCHNEIDER (2007)).

¹⁵ FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) S. 1210

Die Zusammenfassung der wertorientierten Kennzahl und ihrer Verwendung bei der Entlohnung zu einer gemeinsamen Hypothese liegt darin begründet, dass die Kennzahl sehr oft in Verbindung mit der Entlohnung (des Managements) vorgestellt wird.

H2: Die börsennotierten Gesellschaften publizieren mehrheitlich Daten über ihre immateriellen Werte.

Die Auswertung der Hypothese soll auf die umfassendste Liste von immateriellen Werten aus der Literatur gestützt werden (s. Punkt 2.1). Das freiwillige Reporting hierüber kann bestehen entweder in der (verbalen oder zahlenmäßigen) Darlegung dieser Ressourcen oder aber in der Aussage, dass die Gesellschaft über immaterielle Werte der einen oder anderen Art nicht verfügt.

H3: Strategic Advantage Reporting wird in den meisten untersuchten Gesellschaften nicht auf die Angabe der immateriellen Werte beschränkt.

Diese Hypothese umfasst jene Elemente des Strategic Advantage Reporting, die bei Hypothese H2 nicht untersucht wurden. Im gewählten Forschungsmodell des Value Reporting sind dies die zukunftsorientierten Informationen, die Angaben zum Unternehmenshintergrund sowie die sog. Zusatzinformationen. Bei der Operationalisierung dieser Hypothese musste berücksichtigt werden, dass die Publizitätspflicht der notierten Gesellschaften den Unternehmenshintergrund zum Teil abdeckt, und dass die Zusatzinformationen auch anderen Quellen entnommen werden können. So umfasst die freiwillige Information seitens der untersuchten Gesellschaften einen bedeutend engeren Datenkreis, als im Literaturmodell abgebildet:

- Die Angaben zum Unternehmenshintergrund sind Pflichtbestandteile der Börsenberichte. Eine Ausnahme bildet die Veröffentlichung der professionellen Lebensläufe von Mitgliedern des Vorstandes und des Aufsichtsrats. Lediglich diese Ausnahme war für meine Forschung relevant.

- Bzgl. der Zusatzinformationen sind die Ad-hoc- und Presseberichte, sowie die Analystenbewertungen, ihre Prognosen und Einschätzungen ebenfalls öffentlich zugänglich. Deswegen kann sich eine freiwillige Publikation in diesem Bereich auf zwei Elemente beziehen: auf die Mitteilung aktueller Informationen (z.B. Ereignisse nach dem Abschlussstichtag) und auf die Nennung der auf die jeweilige Gesellschaft spezialisierten Analysten. (Hier können eventuell auch die Analysen selber zur Verfügung gestellt werden).
- Schließlich gilt jeder Unterpunkt der zukunftsorientierten Informationen als freiwillig veröffentlicht.

Bezogen auf die strategischen Zielsetzungen wurde – entsprechend der Explorationsmotivation der Forschung – auf einen weit gefassten Strategiebegriff abgestellt, der neben den strategischen Zielen und Aktionen auch die hierarchisch darüber stehenden Elemente, d.h. die Mission und die Vision umfasste. Zu der Vision und den strategischen Zielen gehören auch die Kernkompetenzen unzertrennlich hinzu, deswegen wurden sie mit berücksichtigt.

Die Veröffentlichung der eigenen Prognosen, Erwartungen und Zielwerte ist immer freiwilliger Natur. Die aktuellen Mitteilungen (s. Zusatzinformationen) stehen hierzu in einem engen Verhältnis, weil letztere die Zielwerte für das nächste Jahr – idealerweise – plausibel machen können. Deswegen waren die Prognosen und die aktuellen Mitteilungen als zusammengehörendes Reportingelement zu betrachten.

Das Risikomanagement wurde als eigenständiger Reportingbestandteil gewertet – trotz seiner Anknüpfung an Strategie und Prognosen. Der Grund hierfür liegt in der zunehmenden Bedeutung der Risiken und ihrer Handhabung.

Aus diesen Ausführungen folgt, dass für die Beurteilung von Hypothese H3 folgende fünf Reportingelemente zu betrachten waren:

- Vorstellung der Strategie (inkl. Mission, Vision und Kernkompetenzen),
- Lebenslauf von leitenden Angestellten,
- Angabe von unternehmensinternen Prognosen und Zielwerten (zusammen mit der Veröffentlichung von aktuellen Informationen),

- Beschreibung des Risikomanagementsystems,
- Liste der Analysten, die die Gesellschaft beobachten.

Die Hypothese H_{ges} fasst die drei Detailhypothesen (H1-H3) zusammen und gibt dadurch eine abschließende Beurteilung von Value Reporting:

H_{ges}: Die meisten der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften erfüllen die Anforderungen des Value Reporting.

Diese Gesamthypothese summiert die Ergebnisse der Hypothesen H1, H2 und H3. Meine empirische Untersuchung des Value Reporting war daher auf das Value Added Reporting und das Strategic Advantage Reporting begrenzt. In der Gesamthypothese werden die Vorstellung der Wertschöpfung, die Information über die immateriellen Werte und die Beschreibung der strategischen Vorteile gleich gewichtet.

3. Datensammlung und Forschungsmethode

Die empirische Forschung bezweckte – entsprechend meiner Explorationsmotivation – ein Querschnittsbild über die Value Reporting-Praxis der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften zu erstellen. Der gewählte Zeitpunkt für die Querschnittsanalyse war August 2005, weil dann sowohl aktuelle Börsenjahresberichte und/oder Jahresabschlüsse aus 2004, als auch frische Quartalsberichte von 2005 zur Verfügung standen und dieser Monatszeitraum gab mir genügend Zeit um alle Webseiten durchzuforschen.

Es erfolgte eine primäre Datenaufnahme. Ein Merkmal von Value Reporting ist es, dass die freiwilligen Angaben allen aktuellen und potenziellen Investoren frei zugänglich sein müssen. Deswegen waren nur öffentlich zugängliche Informationskanäle auszuwerten. Ausgehend aus den Literaturempfehlungen waren in meiner Forschung folgende Kanäle zu erschließen: Jahresabschluss, Börsenjahres- und Börsenquartals-

berichte, sowie Informationsgehalt der Gesellschaftswebseiten¹⁶. Aufgrund der Untersuchung dieser öffentlichen Informationsquellen wurden die Hypothesen getestet.

Der Jahresabschluss enthält Value Reporting-relevante Kennzahlen und verbale Erläuterungen vor allem im Anhang. Veröffentlicht eine Gesellschaft auch den sog. Geschäftsbericht (dessen Erstellung zwar nach ungarischem Handelsrecht zwingend vorgeschrieben ist, die Veröffentlichung aber nicht), kann sie damit ebenfalls Informationen über die wertorientierte Unternehmensführung bekannt geben.

Der Jahresabschluss mit seinen drei publizitätspflichtigen Bestandteilen ist in Ungarn de facto Teil des Börsenjahresberichtes¹⁷. Letzterer muss aber darüber hinaus weitere Angaben beinhalten, wie dies im Börsenreglement¹⁸ vorgeschrieben ist. Der Quartalsbericht¹⁹ „bezweckt wichtige Informationen über die finanzielle Lage und die Leistung des Emittenten sowie deren Änderungen zu veröffentlichen, die die Marktaktoren zu Investitionsentscheidungen benötigen“²⁰. Diese Definition ist deckungsgleich mit dem Begriff des Value Reporting. Nach Schulz²¹ schätzen die Kapitalmarktteilnehmer den Informationsgehalt von Quartalsberichten höher als den von Jahresberichten ein. Deswegen waren die Quartalsberichte unbedingt in die empirische Untersuchung einzubeziehen.

Auf der Webseite können Gesellschaften sehr vielfältige Daten veröffentlichen. Meist findet man dort auch die Börsenjahres- und Börsenquartalsberichte sowie die

¹⁶ Manche Literaturquellen bieten eine breitere Liste an. So erwähnen z.B. FISCHER-KLÖPFER (2006) S. 10 noch die Jahresversammlung, Analystenkonferenzen sowie Investoren Road-Shows. Diese sind aber nicht für jedermann frei zugänglich und deswegen sollen sie aus meiner Forschung ausgeklammert werden. Eine im Vorfeld durchgeführte Analyse ergab, dass ein Verzicht auf die Auswertung der Ad-hoc-Publizität nicht zum Verlust von relevanten Informationen führen dürfte.

¹⁷ Punkt 19.2.2 in BÉT (2003) reguliert den Börsenjahresbericht. Die Beschreibung seiner zwingenden inhaltlichen Elementen findet sich aber in Anhang 1 des Reglements. Punkt d) dieses Anhangs fordert zum einen die Erstellung einer Analyse anhand des vom Abschlussprüfer gebilligten Datenmaterials; zum zweiten die Anwendung der Schemata von Bilanz und GuV; und zum dritten die Darstellung aller Informationen, die zur Beurteilung der Lage des Emittenten notwendig sind. Letztere Forderung ist vergleichbar mit dem Zweck der Erstellung des Anhangs (s. §18 des ungarischen HGB).

¹⁸ Für meine empirische Forschung war die Regulierung in BÉT (2003) maßgeblich, da im Erstellungszeitraum der untersuchten Berichte dies gültig war.

¹⁹ Die offizielle Bezeichnung für Quartalsbericht im ungarischen Börsenrecht heißt Schnellbericht. Die in Kategorie A notierten Gesellschaften haben den Schnellbericht jedes Quartal, während die der Kategorie B jedes Halbjahr zu erstellen. Ich werde in meinen Ausführungen die Bezeichnung Quartalsbericht benutzen, da sie den wesentlichen Inhalt dieser Berichtsform zurückgibt und einer Verwechslung mit der ebenfalls schnell (prompt) zu erstellenden Ad-hoc-Publizität vorbeugt.

²⁰ BÉT (2003) S. 41

²¹ SCHULZ (1999) S. 189

Jahresabschlüsse (als Teil der Börsenberichte oder separat davon). Darüber hinaus lassen sich auf der Webseite zahlreiche andere Informationen finden. In meiner Untersuchung sollte die Webseite jene Plattform sein, wo die Unternehmung(sführung) über sich selbst, über die Geschäfte und die Ergebnisse all das bekannt gibt, was in ihren Augen für wichtig erscheint. Da das Value Reporting eine freiwillige Datenbekanntgabe bedeutet, eignet sich die Webseite (die übrigens von keiner Rechtsnorm reguliert wird) für jede gewollte Veröffentlichung über die Wertorientierung.

Die Datenaufnahme erfolgte wie folgt. Im August 2005 wurden die Börsenjahresberichte 2004 (oder bei deren Fehlen die Jahresabschlüsse 2004) und die Quartalsberichte von Juli 2005 von den Webseiten der Börse bzw. der einzelnen Gesellschaften heruntergeladen. Im genannten Monat wurden die aktuellen Webseiten der börsennotierten Gesellschaften durchforstet und analysiert (bei 8 Gesellschaften war keine Webseite zu erreichen). Danach wurden die heruntergeladenen Berichte und Abschlüsse im Hinblick auf freiwillige Veröffentlichungsinhalte ausgewertet. Durch diese Vorgehensweise konnte sichergestellt werden, dass die ganze Analyse auf August 2005 bezogen gehalten blieb und für diesen Monat ein ganzheitliches Bild über die damals aktuelle Value Reporting-Praxis erstellt werden konnte.

Die Analyse der Webseiten bedeutete – der Explorationsmotivation meiner Forschung entsprechend –, dass alle Unterseiten und alle auf die Homepage geladenen Dateien geöffnet und akkurat durchgelesen wurden mit dem Ziel, ein möglichst umfassendes Bild über die Value Reporting-Praxis zu erhalten. Soweit auf der Webseite erreichbar gewesen, wurden auch Präsentationen der Geschäftsleitung sowie Dokumente von Analystenkonferenzen und Investoren-Roadshows gelesen und aufgearbeitet. Da das Value Reporting keinen Vorschriften bzgl. Form(at) unterliegt, konnte die Suche nach relevanten freiwilligen Angaben nicht auf einen kleineren Bereich der Webseiten begrenzt werden. Es wurde also nicht nach einem (bestimmten) Bericht gesucht, der die Wertorientierung geballt aufzeigte, sondern die Daten und verbalen Erläuterungen im Sinne des Value Reporting wurden durch Lesen aller Einträge auf den Webseiten gesammelt.

Die Börsenberichte (bzw. die Jahresabschlüsse) wurden vorzüglich von den Firmenwebseiten heruntergeladen. Diese Präferenz der Webseiten lag darin begründet,

dass die dort aufzufindenden Berichte wohl all das beinhalteten, was eine Gesellschaft (freiwillig) über sich selbst veröffentlichen wollte. So hatte ich bei mehreren Firmen die Möglichkeit, nicht nur einen einzigen Bericht, sondern mehrere Berichte zu untersuchen – z.B. bei Danubius und Rába. Die Analyse des breitestmöglichen Berichtskreises steht im Einklang mit der Explorationsmotivation meiner Forschung und genau dies wäre bei Heranziehung der Börsenwebseite in erheblichem Ausmaße begrenzt gewesen.

So konnten insgesamt 122 Berichte über die 43 Gesellschaften gefunden und erfasst werden. Zu jeder Gesellschaft gehörte genau ein Quartalsbericht. Die untersuchten Quartalsberichte machen insgesamt 733 Seiten aus. Demgegenüber publizierten viele Gesellschaften mehr als nur einen Börsenjahresbericht bzw. Jahresabschluss. Ein Grund hierfür lag in der gesonderten Berichterstattung über die Muttergesellschaft und über den Konzern (konsolidiert). Der andere Grund war, dass mehrere Firmen ihren Bericht nach jeweils zwei Rechnungslegungsstandards zusammenstellten und so fand man auch je zwei für das Value Reporting sehr relevante Anhänge. So beinhaltete der Börsenjahresbericht der OTP Bank vier verschiedene Jahresabschlüsse. Die untersuchten Börsenjahresberichte und Jahresabschlüsse umfassten 3724 Seiten. Somit machten die analysierten Berichte insgesamt 4457 Seiten aus.

Innerhalb der EU müssen kapitalmarktorientierte Gesellschaften ihre Jahresabschlüsse seit 2005 nach IFRS erstellen. Diese Regelung war also gültig für die untersuchten Quartalsberichte, noch nicht jedoch für die Jahresberichte 2004. Trotzdem fanden sich viele Gesellschaften, die diese Jahresabschlüsse bereits auch nach IFRS aufgestellt haben:

Rechnungslegungsstandard(s)	Jahresberichte		Quartalsberichte	
	Kategorie A	Kategorie B	Kategorie A	Kategorie B
HAS	2	20	2	18
IFRS	7	–	18	3
US-GAAP	2	–	–	–
HAS + IFRS	9	2	1	1
US-GAAP + IFRS	1	–	–	–
HAS: Ungarische Rechnungslegungsvorschriften IFRS: Internationale Rechnungslegungsvorschriften US-GAAP: Allgemein anerkannte Rechnungslegungsprinzipien (USA)				

Tabelle 2: Häufigkeit der Anwendung verschiedener Rechnungslegungsstandards in den untersuchten Börsenberichten

Die primäre Datenaufnahme erfolgte getrennt für die Webseiten sowie für die Börsenberichte. Die gefundenen Daten wurden dann in eine gemeinsame Datenbank überführt. Der erste Schritt der Zusammenführung war die Eliminierung von Mehrfachnennungen. Im zweiten Schritt wurde die tatsächlich freiwillige Berichterstattung von jenen Angaben getrennt, die aufgrund der Börsen- oder Rechnungslegungsvorschriften zwingend zu veröffentlichen waren:

- Die Namen der leitenden Angestellten sind im Börsenbericht aufzuführen²², deswegen ist die einfache Auflistung der Namen kein freiwilliges Reporting. Letzteres ist aber gegeben durch die Veröffentlichung der Lebensläufe der Führungskräfte (d.h. Mitglieder von Geschäftsführung und Aufsichtsrat). Zudem dienen diese Information besser – als die Namen alleine – dem Zweck von Value Reporting und speziell der Darstellung von strategischen Vorteilen.
- Die Börsenberichte müssen auch die Anzahl der Beschäftigten angeben²³. Deshalb musste zum Value Reporting etwas Zusätzliches publiziert werden: eine Detaillierung des Mitarbeitertums (z.B. nach Qualifikationen) oder eine weiterführende Kennzahl (z.B. der Umsatz pro Mitarbeiter). Diese bieten nämlich im Sinne des Value Reporting eine relevante Information, während die Mitarbeiterzahl alleine wenig Aussagekraft hat.
- Die Anzahl der eigenen Aktien muss sowohl im Börsenbericht als auch im Jahresabschluss angegeben werden²⁴. Ein freiwilliger Informationsgehalt ist dann gegeben, wenn auch das Ziel des Rückkaufs dieser Aktien genannt wird (oder ein Hinweis auf die entsprechende Entscheidung gemacht wird, die den dahinter stehenden Willen auch erkennen lässt). Diese freiwillige Information präzisiert den Total Return der Eigentümer.
- Im Jahresabschluss (genauer gesagt in dessen Anhang) sind die außerbilanziellen Verbindlichkeiten und weitere außerbilanzielle Posten aufzuführen. Die Angabe von Garantieleistungen, Bürgschaften, Leasinggebühren und Ähnlichem zählt also nicht zur freiwilligen Veröffentlichung. Gibt aber die Firma die Zahlungsverpflichtungen (z.B. die Leasingverbindlichkeiten) aufgeteilt nach Auszahlungsjahren an, dann ist

²² BÉT (2003) S. 71

²³ BÉT (2003) S. 42 und 71

diese Detaillierung als freiwillige Publikation einzustufen. Sie kann zudem der besseren Schätzung der zukünftigen Cash Flows dienen und damit zur Prognose der wertorientierten Kennzahl beitragen. Die Detaillierung von ungewissen Verbindlichkeiten (Garantien, Bürgschaften) begründet kein Value Reporting.

- Nach IFRS und US-GAAP ist die Kennzahl Earnings per Share (EPS) im Jahresabschluss aufzuzeigen. Die Angabe dieser Kennzahl ist also nur bei jenen Firmen als freiwillige Veröffentlichung anzusehen, die ausschließlich nach HAS bilanzierten.

Nach einigen weiteren Umqualifizierungen entstand jene Datentabelle, auf deren Basis die Hypothesen getestet werden konnten. Die Analyse wurde sowohl für die Gesamtheit aller notierten Gesellschaften als auch für jede einzelne Firma durchgeführt.

4. Auswertung der Forschungshypothesen

Im Folgenden wird die Auswertung der Hypothesen kurz gefasst gezeigt.

4.1 Hypothese H1: Darstellung der wertorientierten Kennzahl und ihrer Verwendung

Es gab keine notierte Gesellschaft, die die für die wertorientierte Führung verwendete Kennzahl oder die zu ihrer Errechnung benötigten Ergänzungsangaben veröffentlichte. Besonders hervorzuheben ist die mangelnde Beschreibung der Kapitalkosten, deren Kenntnis für die Berechnung jeder wertorientierten Kennzahl unerlässlich ist. Eine zumindest teilweise erfolgte Publikation fand man einzig bei Magyar Telekom, wobei die Anforderungen aus dem Forschungsmodell auch in hier bei Weitem nicht erfüllt waren.

Einige Gesellschaften veröffentlichen die in der Entstehungsperiode als Aufwand verrechneten Kosten für Forschung und Entwicklung oder die marktwertbildenden Vorlaufkosten – diese sind in der EVA-Berechnung zu berücksichtigen. Die Höhe des Bruttowertes vom und der kumulierten Abschreibungen auf das Anlagevermögen ist hingegen bei der CVA-Berechnung zu berücksichtigen. Für beide Berechnungen spielen die zukünftigen Leasingraten bzw. deren Gegenwartswert eine Rolle. Es waren auch

²⁴ BÉT (2003) S. 42

einige Angaben zur DCF-Methode zu finden: manche außerbilanzielle Posten (wie die Verbindlichkeiten aus Finanzleasing und die nicht zahlungswirksamen Kosten). Es gab allerdings keine Gesellschaft, die den Anforderungen der Hypothese H1 genügte, d.h. alle für die Berechnung der einen oder anderen wertorientierten Kennzahl benötigte Zusatzinformationen veröffentlichte.

Hypothese H1 schließt die Vorstellung der variablen Vergütung sowie des dazu verwendeten Performance-Maßes mit ein. Detaillierte Angaben hierzu waren bei fünf Firmen (FHB, Graphisoft, Magyar Telekom, MOL und NABI) zu finden. Da die jeweilige wertorientierte Kennzahl bzw. die zu ihrer Errechnung benötigten Zusatzangaben auch in diesen Fällen ein Geheimnis blieben, hat sich die Hypothese auch auf Ebene der Einzelgesellschaften nicht bestätigt. Damit **war Hypothese H1** für die Gesamtheit wie für die einzelnen Firmen **zu verwerfen**.

4.2 Hypothese H2: Angaben zu den immateriellen Werten

Es konnten relevante Angaben zu allen sieben Kategorien der immateriellen Werte gefunden werden. Die wenigsten Nennungen betrafen das Investor und das Location Capital (mit je 3-3 Beispielen).

Anzahl der Nennungen je Intangible-Kategorie	Kategorie A					Kategorie B				
	0	1	2	3	4+	0	1	2	3	4+
Customer Capital	0	2	4	3	12	9	6	4	3	
Human Capital	11	7	2	1		19	3			
Innovation Capital	11	5	3	1	1	20	1		1	
Investor Capital	18	3				22				
Location Capital	18	2	1			22				
Process Capital	6	6	5	3	1	10	8	4		
Supplier Capital	17	4				17	5			

Tabelle 3: Häufigkeit der Nennung verschiedener Elemente von immateriellen Werten

Das von den meisten Firmen (34 also 79%) dargestellte Element der immateriellen Werte war das Customer Capital, gefolgt vom Process Capital (27 Firmen, 63%). Die Value Reporting-Praxis der untersuchten Gesellschaften zeigt, dass das Human Capital weniger interessant war, als die o.g. zwei Kategorien. Die Nennungshäufigkeit von 13 Firmen bzw. 30% reichten lediglich für Platz 3. Folgende Tabelle enthält ein Gesamt-

überblick. Die Spalten zeigen an, wie viele Gesellschaften ein, zwei usw. Angaben zu den einzelnen Kategorien veröffentlicht haben.

In der Auswertung der Hypothese H2 wurde bereits eine einzige Angabe (z.B. der Umsatz pro Mitarbeiter für das Human Capital, die ISO-Zertifizierung für das Process Capital, Verteilung des Umsatzes nach Regionen oder der Marktanteil für das Customer Capital) als vollwertige freiwillige Information gewertet.

Da die Mehrheit der notierten Firmen keine Angaben über die meisten Elemente der immateriellen Werte publizierte, **war Hypothese H2 zu verwerfen**. Die Auswertung der Hypothese H2 erfolgte auch bezogen auf die einzelnen Gesellschaften (die Details s. in Anhang). Das Reporting galt dort als vollwertig (und wurde so die Hypothese bestätigt), wo über die Mehrheit (d.h. über mindestens vier Elemente) der immateriellen Werte mindestens eine Angabe auf der Webseite und/oder in den Berichten veröffentlicht wurde. Dieser Anforderung genügten 9 Gesellschaften (21%, alle in Kategorie A).

Anzahl der berichteten Elemente der immateriellen Werte	Kategorie A							Kategorie B			
	0	1	2	3	4	5	6	0	1	2	3
Anzahl der Firmen	0	2	5	5	6	2	1	5	4	8	5

Tabelle 4: Häufigkeit des Reporting über verschiedene Anzahl von Elementen der immateriellen Werte

Es gab fünf Firmen (12% und alle in Kategorie B), die über kein Element der immateriellen Werte berichteten. Ebenfalls eindeutig zu erkennen ist der beträchtliche Unterschied zwischen der Value Reporting-Praxis der beiden Börsenkategorien.

4.3 Hypothese H3: Darstellung der weiteren Elemente des Strategic Advantage Reporting

Die Untersuchungsergebnisse können wie folgt zusammengefasst werden:

Veröffentlichung von Elementen des Strategic Advantage Reporting	Kategorie A	Kategorie B	Gesamt
Angaben zur Strategie	7 (33%)	4 (18%)	11 (26%)
Lebensläufe von leitenden Angestellten	8 (38%)	0 (0%)	8 (19%)

Veröffentlichung von Elementen des Strategic Advantage Reporting	Kategorie A	Kategorie B	Gesamt
Unternehmensinterne Prognosen und Planwerte	4 (19%)	0 (0%)	4 (9%)
Darstellung des Risikomanagementsystems	5 (24%)	1 (5%)	6 (14%)
Liste der Analysten	5 (24%)	0 (0%)	5 (12%)

Tabelle 5: Strategierelevante Informationen im Rahmen von Value Reporting

Die am häufigsten genannten strategischen Informationen auf Webseiten und in öffentlich zugänglichen Berichten beschrieben die Strategie i.w.S. (d.h. Mission, Vision, strategische Ziele und Aktionen, Wettbewerbsvorteile, Kernkompetenzen). Mehr als ein Viertel der untersuchten Firmen veröffentlichten Angaben hierüber. Das zweithäufigste Element war der detaillierte professionelle Lebenslauf der leitenden Angestellten (d.h. Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat) – die Publikationshäufigkeit blieb aber unter 20%. Am wenigsten wurden konkrete Kennzahlenprognosen für mindestens zwei Zukunftsjahre veröffentlicht.

Es ist auffallend, dass die Firmen in Kategorie B nur über die Strategie und über das Risikomanagement berichteten, während die anderen drei Elemente überhaupt nicht erwähnt wurden. So veröffentlichten sie den Lebenslauf der leitenden Angestellten trotz der Tatsache nicht, dass er als zweithäufigstes Berichtselement in der Gesamtheit galt.

Laut obiger Tabelle gibt es keinen Teilbereich von Strategic Advantage Reporting, worüber mindestens die Hälfte der Unternehmen berichtet hatten. Selbst in Kategorie A wurde diese Marke deutlich unterschritten. Daraus folgt, dass **die Hypothese H3 sich nicht bestätigt hat**.

Betrachtet man das Strategic Advantage Reporting auf Ebene der einzelnen Firmen, dann zeigt sich ein etwas differenzierteres Ergebnis (für die detaillierte Auswertung s. Anhang). In Kategorie A veröffentlichten vier Gesellschaften lediglich ein Element, bei sieben Firmen waren zweierlei Angaben zu finden, Magyar Telekom und MOL stellten drei Bestandteile vor, während OTP alle fünf Elemente publizierte. In Kategorie B haben fünf Unternehmen relevante Angaben zum Strategic Advantage Reporting gemacht, aber keines davon beschrieb mehr als ein Element. Keine einzige relevante Angabe wurde von 6 Gesellschaften (eine in Kategorie A) publiziert.

5. Zusammenfassung und Skizzierung weiterer Forschungsinteressen

Die Forschungsergebnisse haben die drei Hypothesen H1-H3 nicht bestätigt. Dies bedeutet, dass die in August 2005 an der Budapester Börse notierten Gesellschaften die Anforderungen von Value Reporting nicht erfüllten. Demnach galt im Untersuchungszeitraum für die Mehrheit der in Ungarn börsennotierten Firmen, dass sie

- weder die von ihnen benutzte wertorientierte Kennzahl noch die zu deren Berechnung benötigten Zusatzinformationen veröffentlichten, es sei denn, Letztere waren Teil der allgemeinen Publizitätspflicht;
- nicht darüber berichteten, eine wertorientierte Kennzahl für die leistungsorientierte Vergütung heranzuziehen;
- ihre immateriellen Werte nicht vorstellten;
- keine Angaben zu den weiteren Teilbereichen des Strategic Advantage Reporting machten.

Die Ergebnisse in Anhang zeigen jedoch, dass es vier Gesellschaften (10%) gab, die den Anforderungen des Value Reporting mehr oder weniger gerecht wurden. Alle waren in Kategorie A der Börse notiert. Obwohl man annehmen kann, dass die im Rahmen der vorgestellten Forschung (auf den Webseiten und in den Berichten gesuchten) Informationen in den meisten Unternehmen größtenteils wohl vorlagen. Ihre Veröffentlichung hätte also lediglich ein wenig Aufmerksamkeit und etwas Mehraufwand bedurft. Weiterführende Analysen – mit Hilfe von strukturierten Interviews – könnten dabei helfen, die Gründe hierfür zu eruieren.

Interessante Erkenntnisse ließen sich durch vergleichende Analysen zu gewinnen. Auch in anderen Ländern wurden Auswertungen mit ähnlichem Forschungsmodell (und hauptsächlich im Kreise der börsennotierten Gesellschaften) durchgeführt. Ergebnisse der ungarischen und der ausländischen Auswertungen bieten sich zum Vergleich an. Zum anderen stellt sich die Frage, ob sich die Value Reporting-Praxis in Ungarn in den letzten Jahren verändert hat oder nicht. Eine erneute Erhebung und die Gegenüberstellung mit der hier präsentierten Ergebnissen würde einen longitudinalen Charakter aufweisen und die Untersuchung damit dynamisieren.

Heutzutage wird die Forderung nach einem nachhaltigen Wirtschaften laut und viele Firmen scheinen sich dieser zu widmen. Die Nachhaltigkeit bedeutet, dass gute Leistungen auf drei Gebieten gefordert sind: neben den wirtschaftlichen Erfolgen müssen Gesellschaft und Umwelt ebenfalls bedient werden. Darüber hinaus sind diese Leistungen auch zu veröffentlichen – an die breite Öffentlichkeit und auf freiwilliger Basis. Ein Element der zu berichtenden wirtschaftlichen Leistung (und zugleich eine Voraussetzung der Nachhaltigkeit) ist der Erhalt der Eigentümerschaft, d.h. die entsprechende Wertschöpfung für diese.

Hieraus folgt, dass die nachhaltig agierenden Unternehmen ein viel breiteres und mehrschichtiges freiwilliges Veröffentlichungsgebot haben, als dies beim hier untersuchten Value Reporting der Fall ist. Das Value Reporting ist zudem unverändert und unverkürzt Teil dieses Veröffentlichungsgebots von nachhaltigen Unternehmen. Wie die empirische Forschung herausgefunden hat, wurde den weniger umfassenden Anforderungen des Value Reporting mehrheitlich nicht Genüge getan – worin könnte also die Hoffnung begründet liegen, dass einer erweiterten Publizitätspflicht gefolgt würde?

Quellenverzeichnis

- ALBACH, Horst (2001): Shareholder Value und Unternehmenswert – Theoretische Anmerkungen zu einem aktuellen Thema, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft S. 643-673
- ARBEITSKREIS „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (2001): Kategorisierung und bilanzielle Erfassung immaterieller Werte, in: Der Betrieb S. 989-995
- ARBEITSKREIS „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (2002): Grundsätze für das Value Reporting, in: Der Betrieb S. 2337-2340
- ARBEITSKREIS „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (2003): Freiwillige externe Berichterstattung über immaterielle Werte, in: Der Betrieb S. 1233-1237
- BAETGE, Jörg – HEUMANN, Rainer (2006): Wertorientierte Berichterstattung, in: Der Betrieb S. 345-350
- BAETGE, Jörg – SOLMECKE, Henrik (2006): Grundsätze und Konzeption des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, S. 16-30
- BÉT (2003): Börsenreglement – in Kraft ab dem 05.08.2002 (mit Änderungen von 14.07.2003), heruntergeladen am 12.01.2004
- BIEL, Alfred (2001): Wertorientierte Unternehmensführung und ihre Missverständnisse, in: Controller Magazin S. 203
- BÜHNER, Rolf – TUSCHKE, Anja (1997): Zur Kritik am Shareholder Value - eine ökonomische Analyse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis S. 499-516
- CRASELT, Nils – SCHREMPER, Ralf (2001): Cash Flow Return on Investment und Cash Value Added, in: Die Betriebswirtschaft S. 271-274
- FISCHER, Thomas M. (2002): Wertorientierte Kennzahlen und Publizität der DAX 30-Unternehmen, in: Controlling S. 161-168
- FISCHER, Thomas M. – BECKER, Sabrina – WENZEL, Julia (2001): Internetbasierte wertorientierte Berichterstattung (Web-Based Value Reporting), in: Der Betrieb S. 2001-2007
- FISCHER, Thomas M. – BECKER, Sabrina – WENZEL, Julia (2002): Wertorientierte Berichterstattung – Ein empirischer Vergleich der internetbasierten Geschäftsberichte von DAX 30- und Nemax

50-Unternehmen, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
S. 14-25

- FISCHER, Thomas M. – KLÖPFER, Elisabeth (2006): Entwicklung und Perspektiven des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, S. 4-14
- FISCHER, Thomas M. – RÖDL, Karin (2005): Value Added Reporting: Publizität wertorientierter Managementkonzepte in den Geschäftsberichten der DAX-30 Unternehmen, in: Controlling S. 23-32
- FISCHER, Thomas M. – VIELMEYER, Uwe (2004): Analyse von Risk Disclosure Scores: Risikoorientierte Unternehmenspublizität der DAX 100-Unternehmen, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung S. 459-474
- FISCHER, Thomas M. – WENZEL, Julia (2002): Value Reporting, in: Die Betriebswirtschaft S. 327-332
- FISCHER, Thomas M. – WENZEL, Julia – KÜHN, Christian (2001): Value Reporting – Wertorientierte Berichterstattung in den Nemax 50-Unternehmen, in: Der Betrieb S. 1209-1216
- GLEIBNER, Werner – BERGER, Thomas – RINNE, Mathias – SCHMIDT, Michael (2005): Risikoberichterstattung und Risikoprofile von HDAX-Unternehmen 2000 bis 2003, in: Finanz Betrieb S. 343-353
- GÜNTHER, Thomas – BEYER, Dirk (2001): Value Based Reporting – Entwicklungspotenziale der externen Unternehmensberichterstattung, in: Betriebs-Berater S. 1623-1630
- GÜNTHER, Thomas – BEYER, Dirk – MENNINGER, Jutta (2003): Externe Berichterstattung über strategierelevante Informationen bei Unternehmen der „new economy“, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung S. 448-458
- HEUMANN, Rainer (2006): Möglichkeiten zur praktischen Umsetzung eines Value Reporting in Geschäftsberichten, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung S. 259-266
- JUHÁSZ Péter (2004): Az üzleti és könyv szerinti érték eltérésének magyarázata Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái (Begründung der Differenz zwischen Markt- und Buchwert), Dissertation, Budapest
- KAJÜTER, Peter – ESSER, Simon (2007): Risiko- und Chancenberichterstattung im Lagebericht, in: Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung S. 381-390
- KESTEN, Ralf (2006): ERIC: Noch ein Kennzahlenangebot zur Performancemessung im wertorientierten Controlling, in: controller magazin S. 123-129

- KIVIKAS, Mart – WULF, Inge (2006): Wissensbilanzierung als Element des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, S. 42-60
- KRENSEL, Christian – SIEMES, Andreas – AFRA, Sina (2002): Stock Options als ein Instrument erfolgsorientierter Vergütung bei im NEMAX 50 notierten Unternehmen, in: Controlling S. 707-713
- KUNZ, Alexis H. – PFEIFFER, Thomas – SCHNEIDER, Georg (2007): ERICTM versus EVATM, in: Die Betriebswirtschaft S. 259-277
- KÜRSTEN, Wolfgang (2000): „Shareholder Value“ – Grundelemente und Schieflogen einer polit-ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft S. 359-381
- LÁZÁR László (2002): Értékek és mértékek. A vállalati erőforrás-felhasználás leképezése és elemzése hazai üzleti szervezetekben (Werte und Bewertungen), Dissertation, Budapest
- QUICK, Reiner – KAYADELEN, Engin – FLASHAAR-BLOEDORN, Martin (2008): Kennzahlengestütztes Value Added Reporting in der Geschäftsberichtspublizität der Eurostoxx-50-Unternehmen, in: Wirtschaftsprüfung S. 156-164
- RUHWEDEL, Franca – SCHULTZE, Wolfgang (2002): Value Reporting: Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung S. 602-631
- RUHWEDEL, Franca – SCHULTZE, Wolfgang (2004): Konzeption des Value Reporting und Beitrag zur Konvergenz im Rechnungswesen, in: Controlling S. 489-495
- SCHULZ, Michael (1999): Aktienmarketing: Eine empirische Erhebung zu den Informationsbedürfnissen der Investoren und Analysten, Verlag Wissenschaft & Praxis, Sterneneffels/Berlin
- STRACK, Reiner – VILLIS, Ulrich (2000): RAVETM: Die nächste Generation im Shareholder Value Management, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft S. 67-83
- SZÁMVITELI törvény: 2000. évi C. törvény a számvitelről (HAS)
- WAGNER, Franz W. (1997): Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis S. 473-498
- WENTGES, Paul (2000): Eine Stakeholder-orientierte Analyse der Berücksichtigung des Risikos im Rahmen des Shareholder Value-Konzeptes, in: Die Betriebswirtschaft S. 199-209
- WOLF, Klaus (2003): Anmerkungen zur Risikoberichterstattung vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen im Value Reporting, in: Deutsches Steuerrecht S. 1089-1095

Anhang: Abschließende Beurteilung der Forschungshypothesen

Kategorie A	Total Return Reporting	H1: Value Added Reporting	H2: Immaterielle Werte	H3: Strategic Advantage Reporting	Hges: Abschließende Bewertung
Antenna Hungária Rt.	ja	nein	teilweise (3)	nein	nein
Borsodchem Rt.	ja	nein	ja (4)	nein	nein
Danubius Rt.	ja	nein	teilweise (3)	nein	nein
DÉMÁSZ Rt.	ja	verneint	ja (6)	teilweise	nein
Egis Rt.	teilweise	nein	nein (2)	nein	nein
FHB Rt.	ja	teilweise	ja (4)	teilweise	ja
FOTEX Rt.	nein	nein	nein (1)	nein	nein
Globus Rt.	teilweise	nein	teilweise (3)	nein	nein
Graphisoft N.V.	nein	teilweise	nein (2)	nein	nein
Inter-Európa Bank Rt.	teilweise	nein	nein (1)	nein	nein
Linamar Rt.	nein	nein	nein (2)	teilweise	nein
Magyar Telekom Rt.	ja	teilweise	ja (4)	ja	ja
MOL Rt.	ja	teilweise	ja (5)	ja	ja
NABI Rt.	ja	nein	teilweise (3)	nein	nein
OTP Bank Rt.	ja	nein	ja (5)	ja	ja
Pannonplast Rt.	teilweise	nein	nein (2)	nein	nein
Rába Rt.	ja	nein	ja (4)	teilweise	nein
Richter Gedeon Rt.	ja	nein	teilweise (3)	teilweise	nein
Synergon Rt.	teilweise	nein	ja (4)	nein	nein
TVK Rt.	ja	nein	ja (4)	teilweise	nein
Zwack Unicum Rt.	teilweise	nein	nein (2)	teilweise	nein
Kategorie B					
Agrimill-Agrimpex Rt.	nein	nein	nein (1)	nein	nein
BIF Rt.	nein	nein	nein (0)	nein	nein
Csepel Holding Rt.	nein	nein	teilweise (3)	nein	nein
Domus Rt.	nein	nein	nein (1)	nein	nein
econet.hu Rt.	nein	nein	nein (2)	nein	nein
EHEP Rt.	nein	nein	nein (0)	nein	nein
ELMŰ Rt.	nein	nein	nein (2)	nein	nein
ÉMÁSZ Rt.	nein	nein	nein (2)	nein	nein
Forrás Rt.	nein	nein	nein (2)	nein	nein
FreeSoft Rt.	nein	nein	nein (2)	nein	nein
Gardénia Rt.	ja	nein	teilweise (3)	nein	nein
Humet Rt.	nein	nein	nein (2)	nein	nein
Hungagent Rt.	nein	nein	teilweise (3)	nein	nein
Kartonpack Rt.	nein	nein	nein (2)	nein	nein
Konzum Rt.	nein	nein	nein (1)	nein	nein
Novotrade Rt.	nein	nein	nein (1)	nein	nein
Pannon-Váltó Rt.	nein	nein	nein (0)	nein	nein
Pannonflax Rt.	teilweise	nein	teilweise (3)	nein	nein
Phylaxia Pharma Rt.	nein	nein	teilweise (3)	nein	nein
Quaestor Rt.	nein	nein	nein (0)	nein	nein
Skoglund Holding Rt.	nein	nein	nein (0)	nein	nein
Székesfehérvári Hútóipari Rt.	nein	nein	nein (2)	nein	nein
		nein	nein	nein	nein

Relevante Publikationen des Verfassers

I. In ungarischer Sprache

A) Zeitschriftenbeiträge:

1. Gondolatok a döntésorientált költségelszámolásról (Gedanken über die entscheidungsorientierte Kostenverrechnung) - **Ipar-Gazdaság** 1994/7, S. 28-32 (Co-Autor: Dr. Körmendi Lajos PhD.)
2. A BÉT-en jegyzett társaságok önkéntes stratégiai adatszolgáltatása (Strategic Advantage Reporting der BÉT-Gesellschaften) – **Vezetéstudomány** 2010/1, S. 38-47

B) Kapitel in wissenschaftlichen Werken:

3. Nem tárgyasult erőforrások bemutatása a tőzsdén jegyzett társaságok önkéntes adatszolgáltatásában (Vorstellung von Intangibles als Teil der Value Reporting-Praxis der börsennotierten Unternehmen), in: Bartók István, Simon Judit (Ed.): 60 éves a Közgazdaságtudományi Egyetem: A Jubileumi Tudományos Konferencia alkalmából készült tanulmányok: Gazdálkodástudományi Kar, 2., AULA, Budapest, 2008, S. 177-195

II. In fremder Sprache

C) Konferenzvorträge in Konferenzband veröffentlicht:

4. Perspektiven „guter“ Corporate Governance in Deutschland und Ungarn – eine Medienanalyse, in: Lang (Ed.): The End of Transformation? (ISBN 3-87988-929-5), Chemnitz, 2004, S. 63-76
5. Managing of Intellectual Capital in Hungarian Universities – The Case of Corvinus University of Budapest, EIASM working paper, Hasselt, Belgium, 2008, in: http://www.eiasm.org/frontoffice/event_download.asp?item=DOWN&event_id=591 1-22 o. (társszerzők: Bodnár Viktória, Harangozó Tamás, Kováts Gergely, Révész Éva)
6. Managing intellectual capital in Hungarian universities – The case of Corvinus University of Budapest, ECIC working paper, Haarlem, The Netherlands (ISBN 978-1-906638-30-6 (CD)), S. 85-96 (Co-Autoren: Bodnár Viktória, Harangozó Tamás, Kováts Gergely, Révész Éva)