

CORVINUS UNIVERSITÄT BUDAPEST

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

Dissertation

vorgelegt von

**Tirnitz Tamás József**

Budapest, 2010

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	1
Tabellenverzeichnis .....	3
Abbildungsverzeichnis.....	3
1. Einführung und erkenntnistheoretische Grundlagen .....	4
1.1 Abgrenzung und Begründung des Forschungsthemas.....	5
1.2 Erkenntnistheoretische Grundlagen.....	7
1.3 Aufbau der Dissertation.....	14
2. Inhalt der wertorientierten Unternehmensführung und ihre Verbindung mit dem Controlling.....	17
2.1 Wert schaffen, aber für wen?.....	19
2.1.1 Stakeholder .....	19
2.1.2 Mögliche Ausgestaltungen der Wertorientierung von Unternehmen....	22
2.1.3 Wertorientierung im Spiegel ausgewählter theoretischer Beiträge .....	25
2.2 Inhaltliche Elemente der Shareholder Value-orientierten Unternehmensführung .....	41
2.2.1 Wertorientierte Strategiefindung.....	46
2.2.2 Wertorientiert gesteuertes operatives Geschäft .....	47
2.2.3 Wertorientierte Vergütung.....	50
3 Shareholder Value-Kennzahlen .....	54
3.1 Überblick der Shareholder Value-Kennzahlen.....	56
3.2 Cash Flow-basierte Shareholder Value-Konzepte.....	57
3.2.1 Die DCF-Methode und ihre Varianten.....	57
3.2.2. Der Cash Flow Return on Investment (CFRoI)-Ansatz und Cash Value Added (CVA).....	72
3.2.3 Der Cash Value Added (CVA <sup>TM</sup> ) nach Ottosson/Weissenrieder .....	81
3.3 Übergewinnbasiertes Shareholder Value-Konzept.....	85
3.3.1 Economic Value Added (EVA <sup>TM</sup> ) und Market Value Added (MVA).....	86
3.4 Informationsbedarf für die Ermittlung wertorientierter Kennzahlen .....	97
4. Beschreibung der empirischen Forschung.....	102
4.1 Ableitung und Erläuterung der Forschungshypothesen.....	102
4.1.1 Inhalt des Value Reporting.....	103
4.2 Vorstellung und Begründung der Datenaufnahme .....	114
4.3 Ergebnisse aus der Auswertung der Webseiten.....	117
4.4 Ergebnisse aus der Auswertung der Börsenberichte (Jahres- und Quartalsberichte).....	120
4.5 Auswertung der Hypothesen.....	124
4.5.1 Freiwillige Angaben über den Total Return der Eigentümer.....	127
4.5.2 Auswertung der Hypothese H1 .....	131
4.5.3 Auswertung der Hypothese H2 .....	139
4.5.4 Auswertung der Hypothese H3 .....	146
4.5.5 Abschließende Bewertung der Gesamthypothese Hges und Skizzierung von weiteren Forschungsinteressen.....	154
5. Zusammenfassung .....	160
Quellenverzeichnis.....	165
Anhang I: Liste der im August 2005 an der Budapester Börse notierten Gesellschaften .....	179

Anhang II: Ergebnisse aus der Analyse der Value Reporting-Praxis auf Webseiten (August 2005) .....	180
Anhang III: Ergebnisse aus der Analyse der Value Reporting-Praxis in Börsenberichten .....	188
Anhang IV: Zusammengeführte, aggregierte und bereinigte originäre Datenbank zur Auswertung der Hypothesen über das Value Reporting .....	201
Anhang V: Abschließende Beurteilung der Forschungshypothesen.....	214

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Beziehungen zwischen der Unternehmung und ihren Stakeholder-Gruppen.....	20
Tabelle 2: Vergleich beider Wertorientierungen .....	24
Tabelle 3: Transaktionskosten beider Wertorientierungen.....	33
Tabelle 4: Vergleichende Charakterisierung oben abgehandelter theoretischer Ansätze.....	40
Tabelle 5: Merkmale der wertorientiert geführten Unternehmung und dadurch auffangbare Schwächen der traditionellen Organisationen .....	42
Tabelle 6: Inhaltliche Elemente der Shareholder Value-orientierten Führung – im Spiegel einiger ausgewählter Literaturquellen .....	44
Tabelle 7: Elemente von Value Reporting auf den untersuchten Webseiten .....	119
Tabelle 8: Häufigkeit der Anwendung verschiedener Rechnungslegungsstandards in den untersuchten Börsenberichten.....	123
Tabelle 9: Konkrete Beispiele des Total Return Reporting.....	129
Tabelle 10: Häufigkeit der Nennung verschiedener Elemente von immateriellen Werten.....	139
Tabelle 11: Häufigkeit des Reporting über verschiedene Anzahl von Elementen der immateriellen Werte .....	146
Tabelle 12: Strategierelevante Informationen im Rahmen von Value Reporting .....	153

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Schematischer Aufbau der Dissertation .....	16
Abbildung 2: Überblick über verschiedene Shareholder Value-Ansätze.....	57
Abbildung 3: Inhaltliche Elemente des Value Reporting (Empfehlung) .....	107

## **1. Einführung und erkenntnistheoretische Grundlagen**

Während meines Studiums und beim Studieren der Fachliteratur begegnete mir öfters und in sehr unterschiedlichen Zusammenhängen die Forderung nach wertorientierter Unternehmensführung sowie die verschiedenen Ansätze zu ihrer Verwirklichung. Mit der Zeit wurde mir klar, dass diese Unternehmensführungsstrategie von den Autoren sehr different ausgelegt und bewertet wird. So erscheint mir die Frage, was man unter wertorientierter Führung verstehen soll, bis heute interessant: Um welchen Wert geht es dabei? Und wie kann ein Unternehmen (oder weiter gefasst: eine Organisation) darauf ausgerichtet gesteuert werden? Aus diesen Fragestellungen wurden die Forschungsfragen meiner Dissertation abgeleitet.

Seit 1998 bin ich Mitarbeiter am Lehrstuhl für Führung und Organisation der (heutigen) Corvinus Universität Budapest und Mitglied eines Teams dort, das auf dem Gebiet des Controllings forscht und unterrichtet. Seitdem wandle und wende ich mich als Lehrkraft und Forscher verschiedenen Fragen des Controllings zu und versuche die Welt der Wirtschaft – und dabei die wertorientierte Unternehmensführung – aus dem Blickwinkel des Controlling-Systems zu rezipieren und zu erklären. Ich bin jedoch der festen Meinung, dass diese Herangehensweise fachlich gesehen keine Engstirnigkeit mit sich bringt bzw. bringen muss! Die selbstständige Disziplin Controlling pflegt nämlich sehr enge Beziehungen zu anderen Fachgebieten; davon sind in erster Linie die Organisationslehre, das Rechnungswesen und die Unternehmensfinanzen zu nennen. Es wird später noch aufzuzeigen sein, dass die wertorientierte Führung aus noch mehr Perspektiven erfasst und beschrieben werden kann. Im Rahmen dieser Arbeit und der durchgeführten Forschung mutete ich mir jedoch nicht mehr als die o.g. vier Fokusse zu. (Wobei nach meiner Wahl der Primat des Controlling-Blickwinkels gelten soll. Bei den erkenntnistheoretischen Grundlagen soll daher diese letztere Sichtweise ausgeführt werden um damit meinen Fokus darzustellen und zu begründen.)

## 1.1 Abgrenzung und Begründung des Forschungsthemas

Die in dieser Dissertation vorzustellende Forschung beleuchtete einen Teilbereich der wertorientierten Unternehmensführung, nämlich das sog. Value Reporting. Die Unternehmen haben viele Daten an verschiedene Adressaten mitzuteilen. Beispiele für die Pflichtberichterstattung sind der Jahresabschluss, die Aufstellung der amtlichen Statistiken, die Abrechnungen an die Krankenkassen und die Berichte an die Aufsichtsbehörden. Meine Forschung widmete sich nicht diesen Pflichtberichten, sondern jenen zusätzlichen Informationsveröffentlichungen, die insgesamt darauf abzielen, die internen bzw. externen Parteien (z.B. die Mitarbeiter bzw. die potenziellen Eigentümer) über die wertorientierte Unternehmensführung zu unterrichten<sup>1</sup>.

Die Hypothesen der empirischen Forschung fußen auf der Fachliteratur. Dies entspricht der Tradition der deduktiven Forschungslogik. Die tatsächliche Forschungsarbeit begann 2005 nach Verteidigung meines Proposals. Die damals erreichbaren aktuellen Informationen bezogen sich auf das Jahr 2004 bzw. auf das erste Halbjahr von 2005. Untersucht wurden die 43, damals an der Budapester Börse notierten Gesellschaften. Ihr Value Reporting adressierte – weil sie an der Börse notiert waren bzw. auch aufgrund der gewählten Definition der wertorientierten Unternehmensführung – primär ihre damals aktuellen und potenziellen Eigentümer. (Für die Angaben und Informationen im Rahmen des Value Reporting konnten sich natürlich auch andere Parteien interessieren.)

Das Proposal, das die Ableitung der Forschungshypothesen zur Aufgabe hatte, baute auf einer Literaturübersicht auf, die die Auffassung um die Jahrtausendwende widerspiegelte. Damals herrschte die Meinung vor, dass die Unternehmensführung auf den Shareholder Value ausgerichtet sein sollte. Dieser Tenor war gleichermaßen charakteristisch für die angelsächsischen und die deutschsprachigen Beiträge – obwohl die für Kontinentaleuropa geltende soziale Markt-

---

<sup>1</sup> Ein Beispiel für die zusätzliche Berichterstattung ist der Nachhaltigkeitsbericht, der über die wirtschaftliche, gesellschaftliche und umweltbezogene Leistung des Unternehmens berichtet und damit über die gewöhnliche Berichterstattung hinausgeht. Meine Forschung fokussierte nicht auf diesen Nachhaltigkeitsbericht, sondern auf die Angaben über die wertorientierte Unternehmensführung. (Der Inhalt der wertorientierten Unternehmensführung wird später erläutert. Es wird ebenfalls später gezeigt, dass das von mir analysierte Value Reporting nicht für einen einheitlichen Bericht steht, sondern die Berichtselemente zerstreut veröffentlicht werden.)

wirtschaft (im Gegensatz zur liberalen Marktwirtschaft im angelsächsischen Raum) auf dem ersten Blick nicht unbedingt für die Dominanz der Eigentümerinteressen stehe. Den ausführlichen Literaturüberblick s. in Punkt 2.1.3.

Diese Fokussierung auf den Shareholder Value wurde mit allgemeiner Gültigkeit, d.h. für alle geschäftlichen Organisationen gefordert. Ein Bestandteil dieser wertorientierten Unternehmensführung, das sog. Value Reporting stand im Mittelpunkt meiner Forschung. Die Erfüllung der allgemeinen Anforderungen des Value Reporting hätte bei vielfältigen geschäftlichen Unternehmen untersucht werden können. Meine Auswahl traf die börsennotierten Gesellschaften aus dem Grund, dass die Wahrung der Eigentümerinteressen bei ihnen nicht nur nach dem o.g. Gebot der Wertorientierung notwendig ist, sondern das Akquirieren von Eigenkapital für sie eine eminente Aufgabe darstellt. Und dazu müssen sie ein besonderes Augenmerk auf die Belange der Eigentümer richten. Damit waren die börsennotierten Gesellschaften eine ideale Grundgesamtheit für meine explorative Untersuchung.

Die wertorientierte Unternehmensführung im Sinne der Shareholder-Orientierung bedeutet jedoch nicht, dass die Erfüllung der Erwartungen anderer Stakeholder vernachlässigt würde (s. Punkt 2.1.2). Allerdings werden die Interessen von Eigentümern und von anderen Stakeholdern ungleich behandelt.

Heutzutage wird der Gedanke der Nachhaltigkeit herausgestellt (sowohl in der Literatur als auch in der Praxis), wodurch der Inhalt der zusätzlichen Berichterstattung erheblich erweitert wird. Die primären Adressaten dieser Informationen sind nicht mehr die Eigentümer, sondern mit denen gleichgestellt werden u.a. die Mitarbeiter und die lokale Öffentlichkeit. Dies bedeutet, dass sich die Unternehmen zwischen der Shareholder- und der Stakeholder-Orientierung nicht mehr entscheiden müssen. Die im Rahmen der Forschung untersuchten Jahre fielen allerdings noch vor der Ära der Nachhaltigkeit.

Die Unternehmensführung und die Berichterstattung hierüber sollten in unseren Tagen nicht nur die Interessen aller Stakeholder berücksichtigen, sondern auch jener Regulierung Rechnung tragen (s. Corporate Governance-Kodex), die als Antwort auf die Rechnungslegungs- und Publikationsskandale Anfang des

Jahrzehnts entstanden ist. Im untersuchten Zeitraum (2004-2005) war dies noch nicht der Fall, da die Erstellung einer Entsprechungserklärung bzgl. der ungarischen Corporate Governance-Empfehlungen für das Berichtsjahr 2004 – für die börsennotierten Gesellschaften – lediglich eine freiwillige Option war. Die ersten Pflichtenklärungen wurden von diesen Firmen Ende 2005 oder erst Anfang 2006 erstellt.

Aus heutiger Sicht gilt deshalb festzustellen, dass die Governance-Merkmale im empirisch untersuchten Zeitraum anders waren, als wir sie heute kennen. Deswegen war für meine Forschung der frühere Führungsansatz (mit ausschließlicher Orientierung an den Shareholder Value) relevant und das Value Reporting umfasste auch dementsprechende Inhalte. Die Ergebnisse der Forschung sind trotzdem auch für heute von Interesse, da die freiwillige Berichterstattung über die wirtschaftliche Leistung einen Teil des Nachhaltigkeitsberichtes ausmacht (s. z.B. GRI-Report) und so die von mir analysierten Berichtsinhalte unverändert bestehen bleiben. Der Grund hierfür ist darin zu sehen, dass die Rolle der Eigentümer nicht minder geworden ist. Letztere bleiben als entscheidende Stakeholder erhalten und zu ihnen kommen weitere wichtige Interessengruppen hinzu. Damit wird die meiner Forschung zugrunde gelegte Shareholder-Orientierung (s. Punkt 2.1.2) nicht in Frage gestellt oder überholt, sondern es sind eher Akzentverschiebungen zu beobachten.

## **1.2 Erkenntnistheoretische Grundlagen**

Wie eingangs bereits erwähnt, sollen die wertorientierte Unternehmensführung und das darüber berichtende Value Reporting aus der Perspektive des Controllings betrachtet und untersucht werden. Die Aufgaben des Controllings werden in der Literatur nicht einheitlich dargestellt<sup>2</sup>. In Ungarn dominiert – sowohl in der Ausbildung als auch in der Unternehmenspraxis – seit 20 Jahren die deutsche Begriffsauffassung<sup>3</sup>, die jedoch selber nicht als eine einheitliche „Schule“ charakterisiert werden kann<sup>4</sup>. Meiner Dissertation soll der koordinationsorientierte Ansatz des Controllings und innerhalb dieses Ansatzes die sog.

---

<sup>2</sup> Als Überblick siehe BODNÁR (1999)

<sup>3</sup> BODNÁR (1999) S. 14

planungs- und kontrollorientierte Auffassung zu Grunde gelegt werden, deren prominentester Vertreter der emeritierte Stuttgarter Universitätsprofessor Dr. Péter Horváth ist. Im Sinne dieses Ansatzes unterstützt das Controlling als Instrumentarium (und eventuell auch als eigenständige Organisationseinheit) die Unternehmensführung, wobei seine Aufgabe die Koordination der Subsysteme der Führung ist. Um dies zu gewährleisten, muss das Controlling einerseits das Planungs- und Berichtssystem miteinander abstimmen und andererseits dafür sorgen, dass die von den Entscheidungsträgern (auf den verschiedenen Managementetagen) geforderten Informationen jederzeit in entsprechender Quantität und Qualität zur Verfügung stehen<sup>5</sup>. Diese Auffassung wird auch von unserem Forschungsteam am Lehrstuhl geteilt – jedoch mit der Ergänzung, dass zwei Kontextfaktoren des Controllingsystems besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte: einerseits jener Organisation und ihren strukturellen Merkmalen, in der das Controlling eingebettet ist, und andererseits den vom Controlling zu unterstützenden Führungskräften und ihren Verhaltenszügen.

In Auffassung des meiner Forschung zu Grunde zu legenden Ansatzes sind also Führungskraft und Controller zwei Personen, wobei Letzterer die Aufgabe hat, Ersteren mit – selbst errechneten oder durch Andere ermittelten – Daten und anderen Informationen (z.B. Erläuterungen zu den einzelnen Angaben) zu versorgen. Die Entscheidungsfindung obliegt dann der Führungskraft, die sich dabei auf die vom Controller erhaltenen Informationen, sowie auf ihr eigenes Gespür, zusätzliches Wissen, Risikobereitschaft usw. stützt. Daraus folgt, dass das Controlling seine Arbeit immer auch auf die Persönlichkeit der von ihm zu unterstützenden Personen – d.h. auf ihre Wertvorstellungen, Attitüden, Motivation, Erklärungsmuster – abstellen muss.

Die Controllinginformationen werden überwiegend bei den Entscheidungen über das betriebliche Geschehen verwendet, d.h. die Adressaten der Controllingberichte und -Analysen sind die eigenen Führungskräfte. Bezogen auf die wertorientierte Unternehmensführung ist diesbezüglich eine Besonderheit zu konstatieren: die Controllinginformationen hierüber werden nicht an die Manager, son-

---

<sup>4</sup> Eine knappe Übersicht über die hierunter fallenden Ansätze befindet sich bei PIETSCH-SCHERM (2000)

<sup>5</sup> HORVÁTH (2008) S. 15

dem an die aktuellen und potenziellen Eigentümer gewährt, damit Letztere die richtigen Investitionsentscheidungen treffen können (s. Punkt 2.1.2). Die Berichterstattung über die wertorientierte Unternehmensführung soll daher den Anforderungen der Eigentümer entsprechen. Diese Anforderungen werden im für die Forschung herangezogenen Modell des Value Reporting operationalisiert. (Aus der Berichterstattung an die Eigentümer können sich später Aufgaben für die Unternehmensführung ergeben.)

Im dargestellten Entscheidungsmechanismus kann der Controller hauptsächlich dann eine wertvolle (d.h. Wert schaffende) Rolle spielen, wenn er tunlichst bemüht ist die Organisation und ihre Merkmale, sowie die Umweltfaktoren und deren Charakteristika möglichst objektiv zu erfassen und darzustellen. Obwohl die Wirklichkeit auch vom Controller nicht objektiv – also von allen Umständen unabhängig – eruiert und beschrieben werden kann, sollte er dennoch bestrebt sein, dass Inhalt und Auslegung der von ihm vorbereiteten Informationen nicht von subjektiven Interpretationsmustern abhängen. Meine Forschung fokussierte deshalb in erster Linie auf den begreifbaren, rational erfassbaren Teil der Wirklichkeit. Meiner Überzeugung nach musste meine empirische Forschung daher nach dem sog. Subjekt-Objekt-Modell der Sozialwissenschaften<sup>6</sup> aufgebaut und durchgeführt werden.

Nach diesem Modell existiert das Forschungsobjekt unabhängig vom Forschenden (vom Subjekt) und lässt sich aus dieser Außenstehenden-Perspektive erfassen und beschreiben. Diese ontologische Grundannahme besagt also, dass die Existenz des Forschungsobjekts von den Bemühungen, um es zu erkennen, nicht abhängt, mit anderen Worten: des Erkenntnisgegenstandes „Struktur... fest vorgegeben“<sup>7</sup> ist. Zusammen mit drei weiteren Annahmen kann der Kern des Subjekt-Objekt-Modells beschrieben werden<sup>8</sup>:

- empiristische Grundannahme: es ist prinzipiell möglich, die (im Voraus fest gegebene) Struktur der Realität zu erkennen. Der Forschende erlangt Erkenntnis über die von ihm unabhängig existierende Wirklichkeit durch systemati-

---

<sup>6</sup> Das Modell wird detailliert dargestellt in SCHERER (1999) S. 5ff.

<sup>7</sup> SCHERER (1999) S. 6

<sup>8</sup> SCHERER (1999) S. 10

sche Beobachtungen. Aufbauend auf diesen Beobachtungen überprüft er dann jene Gesetzmäßigkeiten und Theorien, die die Erscheinungen der realen Welt kausal erklären (können);

- methodologische Grundannahme: es gibt eine wissenschaftliche Methode, die den Prozess zur Erkenntnis der Realität initiiert und dann kontrolliert weiterführt. Die Erkennung der Realität ist ein Prozess ohne Ende, in dessen Rahmen sich unser Wissen über Natur und Kultur ununterbrochen vermehrt;
- philosophische Grundannahme: die sich durch den beschriebenen Lernprozess aufhäufenden Erkenntnisse ermöglichen immer bessere, adäquatere Problemlösungen und dienen somit dem gesellschaftlichen Fortschritt.

Das Modell entstand aus der Synthese zwei grundlegender erkenntnistheoretischer Ansätze<sup>9</sup>: des Empirismus und des Rationalismus. Während der Empirismus auf praktische Erfahrungen baut, schwört der Rationalismus auf die Logik (und auf ihre widerspruchsfreie, berechenbare und beweisbare Vorgehensweise). Die Synthese beider Auffassungen erfolgte in den vergangenen Jahrzehnten bereits in verschiedenen Formen und mit unterschiedlichen Inhalten. Meine Forschung baut darunter auf den sog. kritischen Rationalismus von Karl Popper und Hans Albert.

Der kritische Rationalismus sieht also die wichtigste Möglichkeit der Erkenntnisgewinnung in der empirischen, auf Erfahrungen stützenden Forschung, wo die im Voraus formulierten Aussagen (Hypothesen) an die praktische Realität beurteilt werden. Die Bewährung der überprüften Hypothese bedeutet – im Sinne des kritischen Rationalismus – jedoch nicht ihren endgültigen Beweis (ein solches Überprüfungsergebnis ist nämlich nie möglich), sondern „lediglich“ soviel, dass die vorliegende Untersuchung die Hypothese – wegen des Fehlschlages ihrer Falsifizierung – verifizierte. Sie bleibt also vorerst weiter bestehen – solange, bis eine spätere Forschung zu einem entgegengesetzten Ergebnis kommt. Die Überprüfung der Hypothese und ihre darauf folgende Bewährung oder Falsifizierung liegen jedoch nicht im subjektiven Ermessen eines einzelnen

---

<sup>9</sup> Siehe SCHERER (1999) S. 5 und die dort genannten Quellen.

Subjekts, sondern jeder einzelne Forschungsschritt muss intersubjektiv überprüfbar durchgeführt und dokumentiert werden.

Die Methodik des kritischen Rationalismus ist die deduktive Überprüfung von Theorien. Dieser Methodik folgte auch meine Forschung. Die Forschungshypothesen wurden aus den Anforderungen an die wertorientierte Unternehmensführung und unter Berücksichtigung der Prinzipal-Agent-Beziehung abgeleitet – durch Zuhilfenahme des Value Reporting-Modells der Literatur. Die Bestätigung bzw. Falsifizierung der Hypothesen erfolgte anhand der Analyse der (primären Datenaufstellung über die) börsennotierten Gesellschaften. Diese deduktive Vorgehensweise kombinierte den qualitativen und den quantitativen Forschungsansatz:

- Die Herausarbeitung der Inhalte der zwei möglichen Ausprägungen von Wertorientierung, sowie ihrer Empfehlung durch verschiedene Disziplinen war qualitativer Natur. Zu den Ausführungen der verschiedenen Autoren wurden nämlich ihre theoretischen Hintergründe und die sich daraus (wohl) ergebende jeweilige Wertorientierung hinzugefügt. Darauf aufbauend wurde die wahrscheinliche Einstellung der Autoren eruiert, woraus die Beweggründe und der Sinn ihrer Äußerungen erahnt werden konnten (eine partizipative Beobachtung war für mich nicht möglich). Dadurch konnten die Ergebnisse dieser qualitativen Untersuchung kritisierbar und interpersonal nachvollziehbar gemacht werden.
- Ebenfalls zum qualitativen Teil der Forschung gehörte die Analyse der Webseiten der börsennotierten Gesellschaften. Es mussten nämlich jeweils die gesamte Webseite und alle von dort aus abrufbaren Dateien (mit Experten- Augen) durchforstet werden, um jene Daten und verbale Angaben zu finden, die unter dem Value Reporting fallen. Dazu mussten die Texte der Unterseiten und Dateien nicht einfach gelesen werden, sondern die Datenaufnahme (s. Anhang II) erforderte die Deutung und kontextabhängige Auslegung des Gelesenen.
- Die Auswertung der Börsenberichte war hingegen eine quantitative Forschungsarbeit. Die gemeinsame Bewertung der auf den Webseiten und in den

Berichten gefundenen Daten sorgte schließlich dafür, dass in die Bestätigung bzw. Verwerfung der Hypothesen sowohl die qualitative als auch die quantitative Analyse Eingang fand.

Während der Forschungsarbeit war ich stets darum bemüht, dass sich die beiden Forschungsansätze gegenseitig ergänzen. Der kritische Rationalismus besagt nämlich, dass aus der auf Verstehen abzielenden (d.h. qualitativen) Forschung Hypothesen abgeleitet werden können, deren Beständigkeit durch erkenntnismotivierte (d.h. quantitative) Untersuchung überprüft werden kann<sup>10</sup>. Das im Vorfeld erfolgte Verstehen bereitet den Weg für die Erklärung. Die gewonnene Erkenntnis muss dann interpretiert werden. Erklärung und Deutung ergänzen sich gegenseitig – so auch in meiner Forschungsarbeit. Die in Unterkapitel 4.1 formulierten Hypothesen basieren zum Teil auf den in Unterkapitel 2.2 ausgelegten Bereichen der wertorientierten Unternehmensführung; und die Forschungsergebnisse (nach dem kritischen Rationalismus: die Bestätigung oder Falsifizierung der Hypothesen) mussten erneut interpretiert werden.

An dieser Stelle ist es für mich wichtig, drei bedeutsame Konsequenzen der o.g. Modellwahl (Subjekt-Objekt-Modell) zu erläutern:

- Erstens verlangt der kritische Rationalismus nach werturteilsfreier Forschung, d.h. über die Legitimität von Normen und Werten darf kein Urteil gefällt werden<sup>11</sup>. Betrachten wir den Bereich des Controllings – und im Besonderen das Thema meiner Dissertation: die wertorientierte Unternehmensführung –, dann kommen wir ohne werthaltige Begriffe wie Effizienz, Effektivität, Wertorientierung, Shareholder Value u.Ä. nicht aus<sup>12</sup>. Deshalb werde ich bei der Auswertung der Forschungsergebnisse – obwohl die Hypothesen der empirischen Forschung nicht auf die Untersuchung von Werten abzielten, d.h. nicht

---

<sup>10</sup> KIESER (1995a) S. 29ff.

<sup>11</sup> SCHERER (1999) S. 10; das Werturteilsfreiheitspostulat des kritischen Rationalismus wird jedoch dadurch relativiert, dass hinter diesem Feigenblatt Herrschaftswissen entsteht (entstehen kann). Siehe KIESER (1995a) S. 40

<sup>12</sup> BODNÁR (1999) S. 73

die hinter den Aktionen verborgene Wertewahl ansprechen – auch diesen Themenbereich (soweit nötig) mit einbeziehen<sup>13</sup>.

- Zweitens gehörten die Macht- und politischen Prozesse im Rahmen der Wertorientierung nicht zu den primären Erkenntnisobjekten meiner Forschung. Der Grund hierfür liegt aber nicht darin, dass ich etwa ihre Existenz leugnen oder ihre Einflusskraft abstreiten wollte, sondern allein darin, dass diese Prozesse – anhand des gewählten Subjekt-Objekt-Modells – der wissenschaftlichen Erforschung nicht zugänglich sind. Deshalb erschienen die das konkrete Wertorientierungsmuster der untersuchten Gesellschaften bestimmenden (Macht- und politischen) Prozesse auf Ebene der Hypothesen nicht, bei ihrer Erläuterung und bei der Auslegung der Forschungsergebnisse werde ich aber – soweit angebracht – auf sie zurückgreifen.
- Drittens ist meine Forschung – im Koordinatensystem von Burrell/Morgan<sup>14</sup> – dem funktionalistischen Paradigma zuzuordnen. Dies ist einerseits im Einklang mit meinem Bestreben, die Realität durch die Forschung möglichst objektiv zu erfassen und zu beschreiben und drückt andererseits den Verzicht auf radikalen Wandel aus. Dieser Verzicht korrespondiert damit, dass mein Erkenntnisfokus der Erkundung des Status Quo (und nicht seiner Kritik und der Erfassung der möglichen Änderungen) gewidmet war.

Aus dem Objektivität anpeilenden Forschungsvorhaben und dem Wunsch nach Erkenntnis der aktuellen Lage folgt, dass die empirische Forschung in erster Linie nicht auf das (durch Interpretation zu erfolgende) Verstehen der Realität sondern auf deren Erklärung (aus der Beobachterperspektive) abzielte<sup>15</sup>. Sie suchte also primär nicht nach dem lokalen Sinn und den spezifischen Motiven der Handlungen der Akteure, sondern nach von außen erschließbaren Erklärungen: es sollten einzelne Sachverhalte nach Maßgabe des sog. deduktiv-nomologischen Erklärungsmodells<sup>16</sup> begründet werden. D.h. die empirisch erfassten Erscheinungen sollten ausgehend aus allgemeinen Gesetzesaussagen und einzel-

---

<sup>13</sup> Bzgl. der Ethik der wertorientierten Unternehmensführung siehe den Beitrag von BESCHORNER (2000) und die dort angegebenen weiterführenden Hinweise.

<sup>14</sup> BURRELL–MORGAN (1987), im Ungarischen siehe BOKOR (1994) S. 1120

<sup>15</sup> Über Erklären und Verstehen als zwei konkurrierende Wege der Erkenntnisgewinnung siehe ausführlicher KIESER (1995a) S. 9ff. und S. 21ff.

fallspezifischen Randbedingungen belichtet werden. Mir ist es allerdings klar, dass auf diesem Wege die kausale Welt nicht zu ergründen ist, sondern lediglich Gesetzmäßigkeiten auf Einzelfälle angewendet wurden<sup>17</sup> (wobei es sich statt um deterministische „nur“ um stochastische Zusammenhänge handelte); und es ist mir ebenfalls wohl bewusst, dass die Aussagen meiner Forschung räumlich und zeitlich begrenzte<sup>18</sup> Wahrheit(smosaik)en sind.

Unter Berücksichtigung dieser Einsichten soll meine empirische Forschung zweifacher Zielsetzung dienen: der Erfassung von Merkmalen einer in Raum und Zeit begrenzten Realität – nämlich der Value Reporting-Praxis der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften in 2005; sowie darauf aufbauend der Prognose zukünftig zu erwartender Veränderungen.

### **1.3 Aufbau der Dissertation**

Die vorliegende Dissertation ist wie folgt aufgebaut. Nach Abgrenzung und Begründung des Forschungsthemas sowie nach Ausführung der erkenntnistheoretischen Grundlagen ist Kapitel 2 den Grundbegriffen des Forschungsthemas, d.h. der wertorientierten Unternehmensführung gewidmet. Unterkapitel 2.1 erläutert den Inhalt der Wertorientierung, während in Unterkapitel 2.2 ihre Teilbereiche vorgestellt werden.

Am Anfang des Unterkapitels 2.1 werden die zwei möglichen Ausprägungen der betrieblichen Wertorientierung beschrieben und miteinander verglichen. Hier wird der Beweis geführt, dass die Shareholder Value-Orientierung einer Berücksichtigung der Interessen der anderen Stakeholder nicht gegenübersteht. Danach werden einige theoretische Standpunkte aus der Fachliteratur vorgestellt, die (ausgehend aus unterschiedlichen Teildisziplinen) für die eine oder die andere Ausprägung der Wertorientierung plädieren. Die Auswahl besteht bewusst und gewollt aus deutschsprachigen Beiträgen, da die Einrichtungen und das Funktionieren der ungarischen Wirtschaft m.E. in vielerlei Hinsicht (so z.B. Rechnungslegungsvorschriften, Besteuerung, Führungskultur, Führungsverant-

---

<sup>16</sup> Ausführlicher siehe z.B. KIESER (1995a) S. 9ff. und HEMPEL (1975)

<sup>17</sup> KIESER (1995a) S. 10

<sup>18</sup> KIESER (1995a) S. 21

wortung usw.) viel mehr dem „Muster“ aus Kontinentaleuropa als dem aus dem angelsächsischen Raum ähnelt. Darüber hinaus wurde die angelsächsische Literatur von anderen Autoren bereits vielfach aufbereitet, während über die Meinungen von deutschen Wissenschaftlern bislang nur recht wenig in Ungarisch zu lesen war.

Unterkapitel 2.2 zeigt – wieder anhand von empirischen Arbeiten aus Kontinentaleuropa –, auf welches Instrumentarium die wertorientierte Unternehmensführung zurückgreifen kann. Es werden vier Instrumente herausgearbeitet. Eins davon (das Value Reporting) steht im Mittelpunkt meiner empirischen Forschung.

Die diversen Shareholder Value-Kennzahlen werden in Kapitel 3 beschrieben. Ihnen wurde deswegen ein eigenständiges Kapitel gewidmet, da sie einerseits eine zentrale Rolle in der wertorientierten Unternehmensführung spielen (da alle vier Instrumente der wertorientierten Unternehmensführung sie heranziehen), und mir andererseits ermöglichen jenen zusätzlichen Informationsbedarf im Detail abzuleiten, dessen freiwillige Befriedigung später empirisch zu untersuchen war. Eine Wertschaffung für die Eigentümer kann nur auf lange Sicht beziffert und beurteilt werden, deswegen werden in diesem Kapitel der Kapitalwert zukünftiger Cash Flows, die Kennzahl Cash Flow Return on Investment, sowie der Economic Value Added behandelt. Es werden jeweils der Gang ihrer Errechnung und die dazu benötigten Ausgangsinformationen sehr ausführlich vorgestellt. Das abschließende Unterkapitel 3.4 fasst den zusätzlichen Informationsbedarf pro Kennzahl zusammen, der aus dem Jahresabschluss nicht abzulesen ist.

Kapitel 4 stellt die empirische Forschung und ihre Ergebnisse vor. Auch die Forschungsmethode und -Schritte werden in diesem Teil detailliert erläutert. Die Operationalisierung des Begriffs von Value Reporting erfolgt in Unterkapitel 4.1, wo auch ihre drei Teilbereiche erklärt werden. Ausgehend aus dem Berichtsinhalt dieser drei Teilbereiche werden die Hypothesen der empirischen Forschung abgeleitet und begründet. Die erfolgte Datenaufnahme wird in Unterkapitel 4.2 beschrieben. Die separate und zugleich grobe Auswertung der auf den Webseiten bzw. in den Börsenberichten gefundenen Angaben findet sich in Unterkapitel 4.3

bzw. 4.4. Die Auswertung der drei Detailhypothesen erfolgt in den Unterpunkten von 4.5, wo schließlich auch die Gesamthypothese beurteilt wird. Dieses Kapitel schließt mit der Skizzierung von weiterführenden Forschungsinteressen. Das letzte Kapitel 5 resümiert die empirische Forschung.

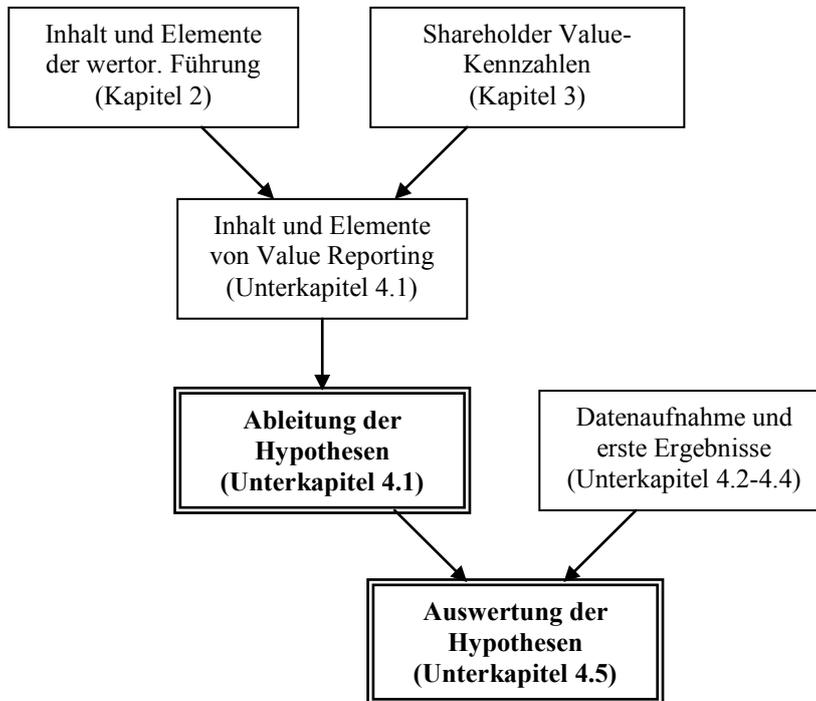


Abbildung 1: Schematischer Aufbau der Dissertation

## 2. Inhalt der wertorientierten Unternehmensführung und ihre Verbindung mit dem Controlling

Der Hauptgrund für die (Über-?)Betonung der wertorientierten Führung<sup>19</sup> (ursprünglich: Value Based Management) in der letzten Zeit ist – aus Sicht des Controllings – wohl darin zu sehen, dass das zuvor nur operativ denkende und handelnde Controlling im Laufe der 80er Jahre um eine strategische Facette bereichert wurde<sup>20</sup>. Diese Entwicklung drückt sich u.a. darin aus, dass strategisches Controlling seitdem ein selbstständiger Terminus technicus geworden ist<sup>21</sup>. Die strategische Ausrichtung brachte neue Inhalte mit sich und darunter finden wir die (Unterstützung der) wertorientierte(n) Führung<sup>22</sup>.

Die wertorientierte Führung kann und soll(te) allerdings nicht nur durch die Controlling-Brille betrachtet und untersucht werden. Als Lenkungssystem, Führungsphilosophie, Attitüde und Denkmuster der Führungskräfte pflegt sie enge Beziehungen zur Wirtschaftsethik und darunter besonders der Konzeption der allen Stakeholdern hingegebenen Unternehmung (hierüber ausführlicher im Unterkapitel 2.1), zu den Unternehmensfinanzen (darauf komme ich in den Unterkapiteln 3.2 und 3.3 bzgl. der Ermittlung des Shareholder Value bzw. im weiteren Sinne bzgl. der Unternehmensbewertung zurück), zur Corporate Governance und zum Human Resources Management. Vorliegende Arbeit hat nicht die Zielsetzung, das Verbindungsnetz zwischen all den genannten Bereichen gründlich und ausführlich aufzudecken; im Folgenden werde ich versuchen meinem Heimatfokus, d.h. dem Controlling, treu zu bleiben. Die Erkenntnisse aus den

---

<sup>19</sup> In diesem einführenden Teil benutze ich bewusst das Wort Führung (ohne Adjektiv), um später, beginnend mit dem Unterkapitel 3.1 – und im Zusammenhang mit der geplanten empirischen Untersuchung – betont auf die Unternehmensführung übergehen zu können. Mit Hilfe dieser Differenzierung soll ausgedrückt werden, dass während die wertorientierte Führung in allerlei Organisationen angewendet werden kann (besonders auch im nicht profitorientierten Bereich), meine Forschung auf die gewerblichen Organisationen – und insbesondere auf die an der Budapester Börse notierten Gesellschaften – beschränkt werden soll.

<sup>20</sup> BODNÁR (1999) S. 41f.

<sup>21</sup> Über Inhalt und die wichtigsten Instrumente und Methoden des strategischen Controlling siehe z.B. HORVÁTH (2008) S. 185ff.

<sup>22</sup> Aus der Perspektive des strategischen Managements war die Betonung der Wertorientierung – nach dem kernkompetenz- und dem ressourcenorientierten Ansatz – die dritte Entwicklungsstufe, die Anfang und Mitte der 90er Jahre die Schwächen beider vorgenannter Stufen zu korrigieren wusste. COENENBERG (2003) S. 10f.

anderen Disziplinen werde ich immer dann, wenn die Ausführungen dies verlangen, natürlich auch zu Rate ziehen.

Wertorientierte Führung bedeutet, dass die Führungskräfte all ihre Funktionen mit dem Ziel ausüben, dass dadurch konsequent Wert entsteht, oder präziser formuliert: dass dadurch die Organisation konsequent Wert schafft<sup>23</sup>. Es handelt sich also um eine normative Vorschrift, derer nur dann Genüge geleistet werden kann, wenn die wertorientierte Führung als ganzheitliches Leitungssystem – das neben den in der Fachliteratur diskutierten Führungsfunktionen<sup>24</sup> auch die dahinter stehenden (Grund)Prinzipien und Philosophie erfasst – sowohl die Festsetzung der Performancemaßstäbe, als auch das Analysekonzept, sowie den Führungs- und Steuerungsansatz beinhaltet<sup>25</sup>. Bis heute blieb die Frage allerdings ungeklärt, für wen denn Wert geschaffen werden soll. Damit befasst sich Unterkapitel 2.1 und kommt dabei letztlich zu der Feststellung, dass profitorientierte Organisationen in erster Linie für ihre Eigentümer (Shareholder) Wert generieren sollen.

Es gibt profitorientierte Organisationen, in denen die Eigentümer gleichzeitig Geschäftsführer sind, also den Wert für sich selber schaffen (können). In anderen Fällen soll die für die Eigentümer bestimmte Wertschöpfung nicht von diesen selber, sondern vom von ihnen eingesetzten Management verantwortet werden. Obwohl Letzteres hiervon abweichende Motivationen, Absichten und Ziele haben kann. Gerade deshalb ist die wertorientierte Führung sehr eng verbunden mit der Agenturtheorie, also jener Organisationstheorie, die das Beziehungsgeflecht zwischen Auftraggebendem und seinem Agenten beschreibt und dazu entsprechende Regelungsmechanismen empfiehlt<sup>26</sup>. Aber Prinzipal-Agent-Beziehungen gibt es de facto auch beim sog. Stakeholder-Management, wo die Unternehmensleitung als gemeinsamer(!) Agent vieler Stakeholder fungiert<sup>27</sup>

---

<sup>23</sup> ALBACH (2001) S. 644 ergänzt diese Definition – unter Verweis auf den Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft – damit, dass die wertorientierte Führung des Weiteren sicherstellen muss, dass „das gesamte Unternehmen mehr Wert schafft als die Summe der einzelnen Geschäftsreiche“.

<sup>24</sup> Siehe beispielsweise DOBÁK (1998) S. 127ff.

<sup>25</sup> BIEL (2001) S. 203

<sup>26</sup> Über die Agenturtheorie s. ausführlicher z.B. KIESER (1995) S. 264 ff., insbesondere S. 272 ff. und die dort angegebenen Literaturhinweise.

<sup>27</sup> RADÁCSI (1997) S. 89

(ausführlicher siehe 2.1.3 a) und c)). Und mehr noch: das Management ist gleichzeitig auch Prinzipal gegenüber seinen Agenten auf der zweiten Hierarchieebene usw. Die Unternehmen sind also durch mehrstufige Prinzipal-Agent-Verknüpfungen gekennzeichnet. So unterscheidet Coenenberg drei Ebenen der Agenten-Beziehungen<sup>28</sup> (Eigentümer –①– Vorstand –②– Geschäftsbereichsleitung –③– Mitarbeiter), wobei jede dieser Verknüpfungen die Wertschaffung beeinflusst.

## 2.1 Wert schaffen, aber für wen?

Über das ursprüngliche und bis heute dominierende Bild der wertorientierten Unternehmensführung im allgemeinen Bewusstsein – aber teilweise auch auf dem Wirtschaftsgefülle – berichtet sehr zutreffend Bodnár in ihrem Literaturüberblick<sup>29</sup>: „...das Konzept der «wertorientierten Führung» oder des im Grunde genommen wesensgleichen «Shareholder Value-Managements»...“ Sie fügt allerdings gleich hinzu, dass es fraglich sei, ob „alle für das Unternehmen und seine Stakeholder wichtige Zielsetzungen tatsächlich ins Modell des «Shareholder Value» integrieren lassen“<sup>30</sup>. Und damit trifft sie den Kern der hier zu diskutierenden Problemstellung. Für wen soll die gewerbliche also profitorientierte Unternehmung Wert schaffen: allein ihren Eigentümern (Shareholder) oder darüber hinaus auch anderen interessierten Parteien (Stakeholder)?

### 2.1.1 Stakeholder

Jede Unternehmung tritt im Rahmen ihrer betrieblichen Tätigkeit mit vielen verschiedenen Stakeholdern<sup>31</sup> in Kontakt. Die einzelnen Stakeholder-Gruppen

---

<sup>28</sup> COENENBERG (2003) S. 10

<sup>29</sup> BODNÁR (1999) S. 47

<sup>30</sup> BODNÁR (1999) S. 50

<sup>31</sup> Stakeholder sind Parteien, d.h. Personen oder Gruppen, die „die Tätigkeit der Organisation beeinflussen können und/oder ein Interesse an deren Folgen knüpfen“ CHIKÁN (1998) S. 23. Dies bedeutet m.E., dass es sich hier nicht simpel und allgemein um Betroffene handelt, die das Wirken des Unternehmens passiv erleiden (müssen), sondern um jene mit gut beschreibbaren Interessen, die letztere auch (ggf. über Vermittler) artikulieren und vertreten können. Deshalb kann meiner Auffassung nach von Hilflosigkeit keine Rede sein, zumal selbst in Bezug auf die Natur geschrieben wird: „Die natürliche Umwelt wird... teils... durch staatliche oder lokalbehördliche Vorschriften, teils von zivilen Organisationen der Umweltschutz vertreten.“ CHIKÁN (1998) S. 27; oder woanders: „wird... meist durch lokale Pressure Groups und Umweltorganisationen «vertreten»“ RADÁCSI (1997) S. 80. Das m.E. geeignetere Äquivalent für Stakeholder im obigen Sinne wäre deshalb – statt das Wort Betroffene zu nutzen – die interessierte Partei oder der Interessenträger.

beanspruchen jedoch – in Abhängigkeit der von ihnen erbrachten Leistungen – unterschiedliche Gegenleistungen von der Unternehmung (s. Tabelle 1)<sup>32</sup>:

Stakeholder-Gruppe	Leistung an die Unternehmung <sup>33</sup>	Erwartete Gegenleistung von der Unternehmung
Eigentümer (Shareholder)	▪ Eigenkapital	✗ Verzinsung und Wertsteigerung des investierten Kapitals <sup>34</sup>
Gläubiger	▪ Fremdkapital	✗ Verzinsung und Tilgung der geliehenen Mittel
Management	▪ Fähigkeiten ▪ Dispositive Arbeit	✗ Einkommen ✗ Macht, Einfluss, Prestige
Arbeitnehmer	▪ Fähigkeiten ▪ Ausführende Arbeit	✗ Einkommen ✗ Arbeitsplatzsicherheit
Lieferanten	▪ Güter und Leistungen	✗ Ertrag bringende Abgabepreise ✗ Zahlungsfähigkeit ✗ Stabile Lieferbeziehungen
Kunden	▪ Kauf der Produkte und (Dienst)Leistungen	✗ Befriedigendes Preis-/Leistungsverhältnis ✗ Sichere Produkte ✗ Bedienung, günstige Konditionen, lautere Werbetätigkeit
Konkurrenten	▪ (Chance eines) gemeinsamen Auftrittes	✗ Lauterer Wettbewerb
Strategische Partner	▪ Gegenseitig vorteilhafte Kooperation	✗ Exklusivität ✗ Ehrenvolle Beziehungen
Allgemeine Öffentlichkeit <sup>35</sup>	▪ Infrastruktur ▪ Rechtsordnung	✗ Steuerzahlungen ✗ Einhaltung von Rechts- und anderen Normen

Tabelle 1: Beziehungen zwischen der Unternehmung und ihren Stakeholder-Gruppen<sup>36</sup>

Die Stakeholder können auch anhand anderer Kriterien klassifiziert werden. Die Kategorisierung nach der Art der Beziehungen mit ihnen und nach ihrem Verhältnis zur Organisation siehe bei Radácsi<sup>37</sup>. Einen weiteren interessanten Ansatz finden wir bei Lücke<sup>38</sup>:

<sup>32</sup> BÜHNER-TUSCHKE (1997) S. 500 macht uns darauf aufmerksam, dass die Wertschaffung für die einzelnen Stakeholder (also die in der Tabelle aufgeführten Gegenleistungen) in der Literatur unterschiedlich und dabei oft gegensätzlich ausgelegt wird. Einer der Gründe hierfür ist – laut BÜHNER-TUSCHKE (1997) S. 503 – in der uneinheitlichen Auffassung des Stakeholder-Begriffs zu sehen.

<sup>33</sup> Natürlich aus Sicht des Unternehmens und nicht aus der der jeweiligen Stakeholder betrachtet.

<sup>34</sup> Ein strategischer Investor will daneben auch die Führung der Unternehmung beeinflussen.

<sup>35</sup> Diese Stakeholder-Gruppe umfasst den Staat und seine Institutionen, die Bevölkerung vor Ort und ihre Selbstverwaltung, die zivilen Initiativen, die Kammer(n) und andere Berufsverbände, die Bildungseinrichtungen, die Medien, die Gewerkschaften und die natürliche Umwelt (die Vertreter der Umwelt sind in dieser Aufzählung bereits genannt worden). Ich habe sie unter einen Hut gebracht, weil sie einerseits ähnliche Gegenleistungen erwarten und andererseits bei der Beschreibung der Stakeholder-Theorie als „primäre Interessenträger“ zum Teil gar nicht erwähnt worden sind (z.B. Medien, Gewerkschaften, natürliche Umwelt). RADÁCSI (1997) S. 81

<sup>36</sup> Nach BADEN (2001) S. 398, CHIKÁN (1998) S. 23 und RADÁCSI (1997) S. 80f., mit eigenen Ergänzungen.

<sup>37</sup> RADÁCSI (1997) S. 82

<sup>38</sup> LÜCKE (2001) S. 48

- a) Stakeholder, die direkten und formalisierten Einfluss auf Vermögen, Kapital und Erfolg der Unternehmung haben: Eigentümer, Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates, Eigentümer-Koalitionen;
- b) Stakeholder, die von Punkt a) abweichende wirtschaftliche Auswirkung(en) haben: Kunden, Konkurrenten, Lieferer, Gläubiger, Gewerkschaften und die Regierung;
- c) Stakeholder im weiteren Sinne: Konsumenten im Allgemeinen, Regierungen fremder Länder, Handelsorganisationen und Bürgerinitiativen.

Jedoch unabhängig von der gewählten Stakeholder-Einteilung treffen wir unvermeidlich das Problem, dass das Unternehmen zu keinem Zeitpunkt und in keinem Zeitraum in der Lage sein wird, die Erwartungen aller Stakeholder im Sinne einer Maximierung zu erfüllen. Nehmen wir doch in Anlehnung an Wagner<sup>39</sup> an, dass der Staatshaushalt mit zu den (maximal zu bedienenden) Stakeholdern gehöre. Als Begründung hierfür soll der Hinweis genügen, dass die Steuerzahlungen an den Staat – mit Hilfe der lokalen Selbstverwaltung – zum Teil an die Öffentlichkeit vor Ort zurückfließen und zu deren Wohl dienen. Ein Mehr an gezahlten Steuern kommt also Stakeholdern zu Gute, deshalb sei die Steuerzahlung in die Zielfunktion der Unternehmung nunmehr mit positivem Vorzeichen aufzunehmen – also hat Letztere von nun an (auch) ihre Steuerzahlungen zu maximieren?! Mit dieser Absurdität soll hier lediglich darauf aufmerksam gemacht werden, dass es aus Sicht des Unternehmens keinen Sinn macht, die „Zielgruppe“ der Wertschöpfung über alle Grenzen hinweg auszubreiten<sup>40</sup>. An dieser Stelle soll (noch!) nicht der Schluss gezogen werden, dass es unsinnig und unnötig sei, neben den Eigentümern auch andere Stakeholder zu den Adressaten der Wertschöpfung zu zählen. Hierauf werde ich am Ende des Teiles 2.1.3 noch zurückkommen.

Die simultane maximale Wertschöpfung für mehrere Stakeholder-Gruppen wird dadurch weiter erschwert, dass zwischen den unterschiedlichen Erwartungen Gegensätze bestehen könn(t)en. Während die Mitarbeiter mehr Zuwendun-

---

<sup>39</sup> WAGNER (1997) S. 491

<sup>40</sup> Zum gleichen Schluss (aber durch einen anderen Argumentationsweg) gelangt auch SCHALTEGGER (1999) S. 5

gen und die Lieferanten höhere Preise wollen, sind die Eigentümer am höheren Ergebnis (und demzufolge an bescheideneren Zuwendungen und niedrigeren Einkaufspreisen) interessiert. Die parallele Berücksichtigung mehrerer Stakeholder-Interessen bedingt also der Abwägung zusätzlicher Aspekte. Hiermit beschäftigt sich der folgende Punkt.

### *2.1.2 Mögliche Ausgestaltungen der Wertorientierung von Unternehmen*

Die Wertschöpfung für mehrere Stakeholder-Gruppen verlangt also vom Management<sup>41</sup>

- die intensive Auseinandersetzung mit Interessen, Bedürfnissen, Wertvorstellungen und Zielsetzungen aller relevanten Stakeholder-Gruppen,
- die Kenntnis der Bedeutung und des Durchsetzungsvermögens der einzelnen Gruppen,
- die Wahrnehmung der Verschiebungen in den Einflussverhältnissen der Stakeholder,
- den Versuch eines bestmöglichen Interessenausgleichs zwischen den verschiedenen Stakeholder-Gruppen,
- die Aufrechterhaltung des Interesses der Stakeholder an der Kooperation mit dem Unternehmen,
- die Sicherung der breiten Zustimmung der Stakeholder als Voraussetzung für die erfolgreiche Unternehmensführung, sowie
- die Erhaltung nicht nur der Wettbewerbsfähigkeit, sondern auch der Legitimation des Unternehmens.

Noch eindeutiger formuliert Radácsi<sup>42</sup>, indem er Hosmer zitiert: die Top-Manager verantworten die Aufteilung der vor- und nachteiligen Wirkungen von Entscheidungen, also letztendlich vom betrieblichen Geschehen, zwischen den verschiedenen Stakeholdern. Die Aufteilung kann willkürlich oder durchdacht

---

<sup>41</sup> Nach BADEN (2001) S. 400f., aber ähnlich auch bei SCHMID (1998) S. 223f.

<sup>42</sup> RADÁCSI (1997) S. 85

erfolgen. Fürs Durchdenken können zwar die Grundsätze der Ethik herangezogen werden, dies verursacht allerdings äußerst hohe Transaktionskosten (darüber ausführlicher s. 2.1.3 c)), zudem ist es mir weniger glaubhaft, dass das Management – seines Zeichens einer der Stakeholder(!) – seine Schlüsselrolle nicht dazu ausnutzt, Vorteile für sich selber zu ergattern (vor allem in kritischen Situationen); und dieser Opportunismus<sup>43</sup> ist letztlich nichts anderes, als eine Erscheinungsform von Willkür. Gerade deshalb erscheint es mir wichtig festzuhalten, dass das willkürbehaftete (eventuell auch missbräuchliche) Verhalten des Managements m.E. ein immanentes Charakteristikum der Wertschaffung für mehrere Stakeholder ist.

Dagegen fasst Lücke<sup>44</sup> die Managementaufgaben bei Wertschaffung (ausschließlich) für die Shareholder wie folgt zusammen:

- Identifizierung der Einflussgrößen des Shareholder Value,
- Zielgerichtete Beeinflussung der Entwicklung dieser Größen,
- Richtige Interpretation des Wertes der gewählten Shareholder Value-Kennzahl,
- Verständlichmachung der Unternehmenspolitik zur Maximierung des Shareholder Value für alle Hierarchieebenen und alle Mitarbeiter,
- Sicherstellung der Akzeptanz für diese Politik seitens der anderen Stakeholder und
- Berücksichtigung der Interessen anderer Stakeholder bei der Shareholder Value-Maximierung (z.B. indem diese Politik in die Balanced Scorecard integriert wird).

An dieser Stelle möchte ich betonen, dass die Maximierung des Shareholder Value mit Beraubung der anderen Stakeholder – oder vorsichtiger formuliert: mit dem Ausklammern ihrer Interessen – nicht gleichzusetzen ist<sup>45</sup>! Aus Lückes

---

<sup>43</sup> Ausführlicher über diesen situativen Opportunismus s. MÖLLER (2006) S. 402

<sup>44</sup> LÜCKE (2001) S. 64

<sup>45</sup> Die zwangsläufige und sehr enge Verquickung von Shareholder- und Stakeholder-Interessen veranschaulicht HAUSER (1999) S. 404 sehr treffend. Die gleiche Argumentation findet man bei RIES (2002) S. 17

Beschreibung und der langfristigen Ausrichtung dieses Ansatzes folgt, dass Shareholder Value-Orientierung von allen anderen Stakeholdern „gebilligt“ werden muss, und die Voraussetzung hierfür ist, dass auch ihren Erwartungen und Ansprüchen Genüge getan wird<sup>46</sup>. Jedoch nicht im Sinne einer Maximierung (Letzteres ist ein Privileg der Eigentümer)! Wichtig ist dabei, dass alle Stakeholder auch weiterhin bereit sind für die Zusammenarbeit mit dem Unternehmen. Also alle Stakeholder (auch außer den Eigentümern) bekommen eine gerechte Gegenleistung, die ihnen „gebührt“, jedoch keinen Cent mehr (darüber ausführlicher in 2.1.3). Deshalb gelten m.E. nicht jene Kritiken gegenüber der Shareholder Value-Orientierung, die gerade hierauf abzielen.

Vergleicht man beide obigen Aufgabenlisten, dann wird es deutlich, dass während die Stakeholder-Orientierung durch einen externen Fokus und die Schlüsselrolle des Managements gekennzeichnet ist, konzentriert sich das Shareholder Value-Management auf die internen Tätigkeiten und dabei besonders auf die sog. Werttreiber, wobei die Schlüsselposition den Eigentümern gebührt (das Management ist lediglich ihr Agent, der das investiertes Kapital treuhänderisch verwaltet). In beiden Fällen wird der Legitimierung der gewählten Wertorientierung großes Gewicht beigemessen.

Die wichtigsten Merkmale der beiden Ansätze als zweier Extreme der möglichen Corporate Governance-Strukturen beschreibt der Artikel von Bühner und Tuschke wie folgt (Tabelle 2):

	<b>Shareholder Value-Orientierung</b>	<b>Stakeholder Value-Orientierung</b>
Zielsetzung	Unternehmenswertsteigerung	Multiple Ziele
Fokus	Markt für Eigenkapital	Kompromiss
Anspruchsbefriedigung	Mittel zum Zweck	Selbstzweck
Annahmen bzgl. der Marktstruktur	Effizientes Gleichgewicht auf allen Märkten	Dynamische Marktprozesse, Friktionen

Tabelle 2: Vergleich beider Wertorientierungen<sup>47</sup>

<sup>46</sup> RAPPAPORT (2002) S. 21f.

<sup>47</sup> BÜHNER-TUSCHKE (1997) S. 501

### 2.1.3 Wertorientierung im Spiegel ausgewählter theoretischer Beiträge

Im Folgenden werden – in Anlehnung an die gewonnenen Erkenntnisse – einige Ansätze aus der Theorie kurz vorgestellt, die jeweils für die eine oder die andere Art der Wertorientierung plädieren. Diese Ansätze haben unterschiedliche theoretische Hintergründe, weswegen ihre Aussagen miteinander durchaus inkommensurabel sind: ich betrachte diese deshalb als gleichwertige und in diesem Sinne nebeneinander stehende Ergebnisse.

Auf den folgenden Seiten werden jene theoretischen Beiträge aus der Fachliteratur der letzten Jahre dargestellt, die (aufgrund der in der Einleitung skizzierten quasi-heuristischen Literaturforschung) für mich als wichtig erschienen sind. Mein Bestreben dabei war, eine breite Palette aufzuzeigen, aber das dargebotene Bild kann trotzdem nicht lückenlos sein: es ist nicht auszuschließen, dass aus – bereits laufenden oder späteren – Forschungen und aufbauend auf neue relevante theoretische Hintergründe sich weitere Erkenntnisse ergeben werden. Mein Ziel ist es nicht, die Anzahl der Ansätze zu erhöhen oder eine Synthese der bereits bekannten (und hier aufzuzeigenden) Auffassungen zu geben.

#### **a) Wagner über Marktordnung und Institutionalisierung der Unternehmen<sup>48</sup>**

Wagner baut seine Argumentation auf den Beweis auf, dass die Maximierung des Shareholder Value unter den möglichen betrieblichen Zielsetzungen die einzige ist, die mit der Marktordnung zu vereinbaren ist<sup>49</sup>. Die Verwendung des Shareholder Value als alleiniger Entscheidungsparameter – nunmehr im Laufe des betrieblichen Geschehens, also durch den Agenten Management – bedeutet nicht, dass lediglich die Interessen der Eigentümer berücksichtigt werden; es gilt vielmehr, dass die Ansprüche aller anderen Stakeholder-Gruppen marktgerecht (d.h. über die Marktpreise im Marktgleichgewicht) abgegolten werden. Alle

---

<sup>48</sup> Nach WAGNER (1997)

<sup>49</sup> Ähnlich auch COENENBERG (2003) S. 10, wo auch ein weiterer Gedankengang zur Beweisführung angegeben ist (diesen habe ich am Anfang des Kapitels 2 bereits kurz tangiert). Bei mehrstufiger Anwendung der Prinzipal-Agent-Beziehungen können die Akteure im Betrieb in folgende (vereinfachte) Kette gebracht werden: Eigentümer-Manager-Bereichsleiter-Ausführende. Die Kette besteht also aus drei aufeinander aufbauenden Prinzipal-Agent-Beziehungen. Der Prinzipal in der ersten Beziehung sind die Eigentümer, also das ganze Unternehmen sowie all deren Einheiten und Mitarbeiter müssen an die Verwirklichung der Eigentümerinteressen arbeiten.

Stakeholder-Gruppen werden also befriedigt (sonst würden sie am Unternehmen nicht mitwirken), deshalb bedeutet die Shareholder Value-Orientierung keinen Interessenmonismus<sup>50</sup>. Wer also die Shareholder Value-orientierte Unternehmensführung attackiert, rüttelt an jenem marktwirtschaftlichen Prinzip, dass an keinen Marktteilnehmer mehr zu zahlen und vom keinen weniger zu verlangen ist, als der jeweilige Marktpreis<sup>51</sup>.

Der Ausgleich der verschiedenen unternehmensbezogenen Interessen erfolgt also über den Markt – führt Wagner seinen Gedankengang fort<sup>52</sup>. Und die Shareholder Value-orientierte Führung nutzt dies für ihre Zwecke aus. Die Wertmaximierung im Stakeholdersinne führe zum suboptimalen betrieblichen Ergebnis. Hinzu kommt noch das Problem, aus den unendlich vielen möglichen suboptimalen Plänen jenen Einzigsten auszuwählen, den es dann zu verwirklichen gilt. Die Lösung dieser Aufgabe (also die Auswahl ohne eindeutiges Entscheidungskriterium) eröffnet einen breiten Raum für die Mikropolitiken.

Wagner identifiziert zwei Wurzeln der (für ihn unververtretbaren) Forderung nach einer Stakeholder-orientierten Unternehmensführung. Einerseits den Koalitionsansatz der Unternehmung und andererseits die (auch in der juristischen Auffassung bekannte) Konstruktion eines selbstständig institutionalisierten „Unternehmensinteresses“. Der Autor sagt beiden den Kampf an.

Es erscheint für ihn unmöglich, die Unternehmenskoalition mit ihren externen und internen Parteien abzugrenzen. Die Integration der Mitarbeiter würde z.B. bedeuten, dass die Lohn- und Gehaltsauszahlungen (sowie alle anderen Zuwendungen an sie) ein Teil der – zu maximierenden(!) – Zielfunktion wären. Damit würde das Unternehmen zu einem Sozialsystem avancieren. Dasselbe gilt für den Fall, wenn der Staatshaushalt oder die Gemeindekasse als Koalitionsmitglied gelten würden. Dies ist jedoch nach Wagners Meinung ohnehin nicht nötig, denn die Befriedigung der Ansprüche aller Koalitionsmitglieder bis auf die Eigentümer ist über den Markt möglich.

---

<sup>50</sup> Ähnlich, jedoch mit anderer Begründung auch KÜRSTEN (2000) S. 374 und ALBACH (2001) S. 645

<sup>51</sup> Das gleiche steht auch bei COPELAND-KOLLER-MURRIN (1999) S. 64f.

<sup>52</sup> S. auch Punkt 2.1.2

Und er nennt noch einen dritten Grund gegen die Auffassung des Unternehmens als Koalition vieler Stakeholder. (Dieses Argument attackiert gleichzeitig das Sozialsystem Unternehmung.) Wenn aus den Erträgen auch Andere außer den Eigentümern teilhaben sollten (aber das Unternehmen selbst nicht, denn es ist ja kein Stakeholder und somit auch kein Koalitionsmitglied), dann sollte die mit einer Kapitalherabsetzung verbundene Auszahlung auch von allen früheren Begünstigten gemeinsam aufgebracht werden – gegebenenfalls würde dies bedeuten, dass ein Teil ihrer früheren Vermögensmehrung zurückgezahlt werden müsste. Die Frage, warum in solchen Fällen nicht ausschließlich die Unternehmung zur Kasse gebeten werden darf und soll, lässt sich einfach beantworten: sie gehört der Koalition nicht an, deshalb floss ihr aus den früheren Erträgen kein Cent zu (der thesaurierte Gewinn – obwohl er pro Forma im Unternehmen geblieben ist – gehört restlos den Eigentümern<sup>53</sup>). Wenn aber am positiven Ergebnis alle teilhaben, der Verlust jedoch allein von den – hinter der Unternehmung stehenden – Eigentümern zu verkraften ist, wird sich wohl kaum jemand mehr melden, dass er Eigenkapital ins Unternehmen einbringen will.

Zum Schluss kritisiert Wagner die (auch von der Rechtswissenschaft getragene) Auffassung, wonach sich ein eigenständiges „Unternehmensinteresse“ als Resultante aus den verschiedenen Stakeholder-Interessen ergibt und diese auch institutionalisiert wird. Aus juristischer Sicht entbindet diese Sichtweise das Management bereits a priori jedweder konkreten Verantwortung, da es keine klare Rechenschaft in Richtung eines oder einiger Stakeholder(s) ablegen muss, sondern sein Engagement lediglich im Sinne eines nicht operationalisierbaren – und somit nicht greifbaren – Unternehmensinteresses entfalten sollte. Dieses Unternehmensinteresse umfasst jedoch die Interessen aller Stakeholder, so dass das Management selber darüber entscheiden kann, wie viel Wert(schaffung) wann welcher Stakeholder-Gruppe zugerechnet oder eben entzogen wird.

Um die Notwendigkeit des Schutzes des Unternehmensinteresses begründen zu können, führt man gewöhnlich vor, dass der Fortbestand bereits existierender Unternehmen (als Institutionen) für die Wahrung wirtschafts- und gesell-

---

<sup>53</sup> Diese Aussage verneint die Möglichkeit, dass ein Unternehmen – als selbstständige Institution – von seinen Eigentümern abgekoppelt werden und eigenständige Interessen tragen kann.

schaftspolitischer Ziele unerlässlich sei. Die Zurückdrängung der Eigentümerinteressen und die parallele Befürwortung des Unternehmensfortbestands bedeutet allerdings, dass laut Institutionen-Ansatz – und auch nach herrschendem Gesellschaftsrecht – dem Fortbestand von Unternehmen höhere Wertigkeit beigemessen werden soll, als dem Erhalt (der Funktionsmechanismen) der marktwirtschaftlichen Ordnung. Damit werden zudem die Eigentümer offen benachteiligt und gleichzeitig alle jenen bevorzugt, deren Interesse an den Fortbestand des jeweiligen Unternehmens anknüpft. Diese einseitige Benachteiligung der Shareholder ist mit einer unsichtbaren Zusatzbesteuerung derselben gleichzusetzen. (Letztere ließe sich damit begründen, dass die Eigentümer eine herausragende steuerliche Leistungsfähigkeit haben, während die anderen Stakeholder eines spiegelbildlichen Schutzes bedürfen. Wagner aber weist diese Argumentation zurück.)

Der Autor spricht sich also – aus investitionstheoretischen Überlegungen heraus im positiven Sinne sowie auf Basis des Koalitionsansatzes und der Institutionenökonomik im negativen Sinne – für eine Shareholder Value-Orientierung der Unternehmensführung aus.

#### **b) Wentges über Schwächen des Koordinationsmechanismus des Marktes<sup>54</sup>**

Die Shareholder Value-Orientierung baut – wie im Punkt a) gezeigt worden ist – auf den Interessenausgleich durch einen effizienten Markt im Gleichgewicht. Die Kritiker der Shareholder-Orientierung betonen hingegen – so die Analyse von Wentges –, dass die mit den Stakeholder-Gruppen nach dem Gebot des Marktes abgeschlossenen Verträge eben nicht in der Lage sind, sämtliche zukünftige Ansprüche der Stakeholder gegenüber der Unternehmung zu erfassen und zu regeln. Vertraglich nicht geregelte Erwartungen – sog. implizite Ansprüche – kann jede Stakeholder-Gruppe haben: die Mitarbeiter erwarten für die Überlassung ihrer Arbeitskraft z.B. nicht nur Lohn oder Gehalt, sondern daneben auch Arbeitsplatzsicherheit, Karrierechancen, zukünftige Lohn- bzw. Gehaltserhöhungen usw.; ebenso wie die Kunden damit rechnen, dass spätere Repara-

---

<sup>54</sup> Nach WENTGES (2000)

turen an den gekauften Produkten noch eine lange Zeit lang möglich bleiben und die Ersatzteileversorgung sichergestellt sein wird etc.

Die impliziten Ansprüche kommen in den mit den Stakeholdern geschlossenen Verträgen nicht vor und dies aus gutem Grund: wegen der unsicheren Zukunft werden die Verträge inhaltlich allgemein gehalten, d.h. sie beinhalten nicht alle erdenklichen zukünftigen Ereignisse mit den jeweils daraus folgenden konkreten Gegenleistungsforderungen und/oder Rechtsfolgen (weil sie sie gar nicht alle vollständig erfassen können)<sup>55</sup>. Aushandlung und Abschluss eines derart differenzierten, alle möglichen zukünftigen Fallkonstellationen erfassenden Vertrags bedürfte Transaktionskosten in unakzeptabler Höhe. Wenn allerdings die impliziten Ansprüche nicht vertraglich geregelt sind, kann ihre Erfüllung (mit Hilfe rechtlicher Mittel) nicht erzwungen werden.

Zudem sind diese impliziten Ansprüche isoliert am Markt nicht handelbar, denn sie sind unzertrennlich verbunden mit den sie konstituierenden expliziten Vertragswerken (z.B. mit dem Arbeits- oder Kaufvertrag). Ohne separate Handelbarkeit kann der Markt auch keinen Preis für sie finden; und hier liegt der Grund dafür – so die Beweisführung des Autors –, warum die vollständige Berücksichtigung der Interessen der Stakeholder (bis auf die der Eigentümer) nicht allein dem Marktmechanismus überlassen werden darf.

Da die Stakeholder unternehmensspezifische Investitionen<sup>56</sup> getätigt hatten, um Stakeholder des Unternehmens werden zu können – die Zulieferer bieten zuvor maßgeschneiderte Technologien an, die Mitarbeiter erlangten Ortskenntnisse und betriebsindividuelles Wissen, die Kunden siedelten sich in der Nähe ihrer größten Lieferanten an und schlossen langfristige Bezugsvereinbarungen mit ihnen ab, die Banken unternahmen eine umfassende Bonitätsprüfung usw. –, beanspruchen sie den Nutzen dieser Investitionen für sich selber. Dieser Nutzen ist innerhalb des betroffenen Unternehmens am größten: der Zusatznutzen dieser Investition im Vergleich zu allen anderen Verwendungsmöglichkeiten ist ihre

---

<sup>55</sup> Als Inhalt des Arbeitsvertrages gilt z.B. nicht die konkret zu leistende Arbeit, sondern die Zurdispositionstellung der Arbeitsverrichtungsfähigkeit. Und deshalb knüpft die Gegenleistung statt an die verrichtete Arbeit an die Überlassung dieser Arbeitsfähigkeit an. Ausführlicher s. BAKACSI (1998) S. 22ff. und die dort angegebenen Quellen.

<sup>56</sup> Diese gelten als Sunk Costs.

sog. Quasirente<sup>57</sup>. Die Quasirente wird zwischen Stakeholder und Unternehmen(sführung) aufgeteilt.

Jenen Teil der Quasirente, der dem Stakeholder zusteht, stellen die bereits erwähnten impliziten Ansprüche dar. Da ihre Erfüllung nicht erzwungen werden kann, tragen die Stakeholder das Risiko des opportunistischen Verhaltens der Unternehmen(sführung), also dass ihre Ansprüche unbefriedigt bleiben. So gesehen nehmen sie und die Eigentümer – die ebenfalls unter dem opportunistischen Verhalten des Managements leiden (können) – eine ähnliche (Risiko-)Position ein, bis auf den Unterschied, dass die Shareholder (als Einzige unter den Stakeholdern) in der Lage sind, ihre Investitionen außerhalb des Unternehmens zu diversifizieren. Die Stakeholder mit impliziten Ansprüchen sind ohne diese Möglichkeit der „externen Diversifizierung“ – auf gemeinsamen Nenner gebracht – daran interessiert, dass das Unternehmen lange Zeit erfolgreich arbeitet und sie dadurch ihr Einkommen aus Quasirente(n) maximieren können.

Nach Wentges liegt das lange fortwährende und Erfolg bringende Bestehen des Unternehmens allerdings nicht nur im Interesse der Stakeholder, sondern auch in dem der Eigentümer! Den Grund hierfür sieht er im von Shapiro und Cornell<sup>58</sup> eingeführten Begriff des Organizational Capital. Die Höhe vom Organizational Capital ist gleich der Differenz zwischen dem gegenwärtigen Marktwert von in der Zukunft an die Stakeholder verkaufbaren impliziten Ansprüchen und dem gegenwärtigen Marktwert der für zukünftige Erfüllung bestimmten impliziten Ansprüchen<sup>59</sup>. Organizational Capital ist ein additiver Element des Unternehmensgesamtwertes und somit auch des Shareholder Value.

Die Höhe des Organizational Capital hängt von vielen verschiedenen Faktoren ab: so u.a. von der Höhe der spezifischen Investitionen der Stakeholder, des

---

<sup>57</sup> Ohne die Folgen hier herausarbeiten zu wollen, halte ich den Hinweis doch für erwähnenswert, dass diese Definition gleichzeitig die Behauptung beinhaltet, dass die angesprochenen Verträge zwischen Unternehmung und Stakeholder keine Null-Summen-Spiele seien.

<sup>58</sup> Siehe CORNELL-SHAPIRO (1987)

<sup>59</sup> Wentges verweist auf die sehr bedeutenden und bis heute ungelösten Problemfelder bzgl. des Organizational Capital: die Auswahl der relevanten Stakeholder-Gruppen, die Bewertung ihrer unternehmensspezifischen Investitionen und ihrer impliziten Ansprüche sind auch einzeln betrachtet bis heute ungelöste Probleme geblieben. Für die vorliegende Literaturbearbeitung ist aber weder die Höhe des Organizational Capital (noch ihre Ermittlung überhaupt) von Belang, sondern lediglich die Tatsache, dass es das gibt – wenn man mit der obigen Begründung einverstanden ist. Die Errechnbarkeit des Organizational Capital ist für das Controlling jedoch von elementarer Bedeutung.

voraussichtlichen Zeitraums der Stakeholder-Beziehung, der Reputation, sowie der zukünftigen Ertragslage und Liquidität der Unternehmung. Die Stakeholder-Gruppen werden aufgrund dieser Faktoren entscheiden, inwieweit sie auf die Erfüllung ihrer impliziten Ansprüche vertrauen; und tun sie das nicht, so werden sie eine adäquate Risikoprämie bereits für die expliziten Vertragsinhalte verlangen (z.B. einen höheren Lohn, einen niedrigeren Verkaufspreis usw.). Diese Risikozuschläge bedeuten, dass

- i) einerseits das Organizational Capital und damit der Unternehmenswert abnimmt, wodurch sowohl die Führungskräfte gezwungen werden (können), die impliziten Ansprüche der verschiedenen Stakeholder zu berücksichtigen und zu befriedigen, als auch die Eigentümer veranlasst werden, opportunistisches Verhalten des Managements zu unterbinden;
- ii) andererseits der Unternehmenswert von der gewählten Unternehmenspolitik – also von der (Nicht-)Erfüllung der impliziten Ansprüche – abhängt, d.h. eine der Bedingungen für die Bewertung von Erträgen (und Unternehmen) durch den Markt, das sog. Competitivity, nicht gilt. Demnach ist die Preisfunktion des Marktes also abhängig von den Aktionen der zu bewertenden Unternehmung<sup>60</sup>. Deshalb kann mit dem Ertragswertverfahren weder die gesamtbetriebliche noch die eigentümerbezogene Wertschaffung stichhaltig ermittelt werden.

Nimmt man die Bestimmungsgrößen des Organizational Capital unter die Lupe, so wird klar, dass das Management die Tätigkeit des Unternehmens – für dessen längeres und sichereres Bestehen – diversifizieren sollte. Damit signalisiert er den Stakeholdern, dass sich Wert schöpfende unternehmensspezifische Investitionen lohnen, da die impliziten Ansprüche aus der Quasirente(n) mit größerer Sicherheit erfüllt werden. Damit wird also Stakeholder-Orientierung praktiziert<sup>61</sup> ohne dabei die Interessen der Shareholder zu schädigen: es wird sogar mehr Wert auch für sie geschaffen. Dagegen schreckt die Deklaration der

---

<sup>60</sup> Über die Auswirkung dieser Tatsache siehe noch Punkt d)

<sup>61</sup> Diese Aussage gilt natürlich nur im Allgemeinen. Es kann nämlich auch Stakeholder geben (z.B. risikofreudige junge Mitarbeiter oder aber Manager mit Stock Options), die eine Diversifikation und damit eine Risikoreduktion als Unternehmenspolitik nicht befürworten.

Shareholder-Orientierung die potenziellen anderen Stakeholder davon ab, das Stakeholder-Verhältnis mit dem Unternehmen tatsächlich einzugehen.

Wentges plädiert also unter Bezugnahme auf die impliziten Ansprüche der Stakeholder gegen eine Shareholder-Orientierung, besagt aber gleichzeitig, dass eine Stakeholder-orientierte Unternehmensführung auch den Interessen der Eigentümer am besten diene. Die zweite Konklusion seines Gedankenganges ist, dass die traditionelle Methodik zur Bestimmung des Shareholder Value (die Diskontierung zukünftiger Erträge, darüber mehr im Unterkapitel 3.2) aufgegeben werden muss. Eine bessere Methode gibt er jedoch nicht an.

### **c) Bühner und Tuschke über die Transaktionskosten<sup>62</sup>**

Die Autoren heben in ihrer ökonomischen Analyse zuerst hervor, dass die Kritik an die Shareholder Value-Orientierung meist nicht wirtschaftlicher Natur, sondern auf gesellschaftlicher Ebene angesiedelt ist<sup>63</sup>. Die Befürworter der Stakeholder-Orientierung hingegen bekleiden ihre Meinung meist als normative Forderung, deren Wurzeln bis auf Kant<sup>64</sup> zurückgehen.

Wenden wir uns jetzt aber wieder den ökonomischen Argumenten zu! Bühner und Tuschke untersuchten nämlich die Frage, welche Kosten von den beiden extremen Wertorientierungen verursacht werden. Solche – von ihnen als Transaktionskosten genannten – Kosten ergeben sich bzgl. der Verhandlung, dann der Steuerung und der Anreizschaffung und schließlich der Überwachung. (Die Autoren machen explizit, dass der Begriff Transaktionskosten hier nicht in dem aus der Organisationstheorie<sup>65</sup> bekannten Inhalt verwendet wird, sondern die spezifischen Vertragskosten der verschiedenen Corporate Governance-Strukturen bezeichnet.) Das Ergebnis der Analyse kann wie folgt kurz zusammengefasst werden (s. Tabelle 3):

---

<sup>62</sup> Nach BÜHNER-TUSCHKE (1997)

<sup>63</sup> Die gesellschaftspolitische Diskussion wird auch von anderen Autoren angeführt, s. HORVÁTH-MINNING (2001) S. 273, KÜRSTEN (2000) S. 360, sowie die pointierten Formulierungen in WAGNER (1997)

<sup>64</sup> Nach Kant hat nämlich jeder Mensch das Recht, nicht als Mittel zum Zweck angesehen zu werden.

<sup>65</sup> Über die Transaktionskosten im Sinne der Organisationstheorie siehe WILLIAMSON (1985) und KIESER (1995) S. 281ff. In der Organisationstheorie werden die Transaktionskosten relativ, d.h. aus dem Vergleich von organisationsinterner vs. marktlicher Koordination betrachtet, während die beiden Wertorientierungen in Tabelle 3 selbstständige (d.h. ohne Bezugsbasis angegebene) Transaktionskosten sind.

	<b>Shareholder-Orientierung</b>	<b>Stakeholder-Orientierung</b>
Verhandlung	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Kosten für externe Preisverhandlungen</li> <li>– Kosten für interne Preisverhandlungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Bürokratiekosten der Kompromissfindung</li> <li>– Kosten wegen Ausübung des Gratisrechts durch die Stakeholder</li> <li>– Opportunitätskosten</li> </ul>
Steuerung und Anreize	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Kosten der Täuschung</li> <li>– Kosten wegen schlechter Gestaltung der Optionspläne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Reproduktionskosten</li> <li>– Kosten wegen inadäquater Ressourcenallokation</li> <li>– Kosten der Informationsasymmetrie</li> </ul>
Überwachung	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Kosten für freiwillige Zusatzinformationen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Bürokratiekosten des Überwachungsgremiums</li> </ul>

Tabelle 3: Transaktionskosten beider Wertorientierungen

Die Autoren schätzen – anhand einer detaillierten Begründung – die Summe der Bürokratie-, Rechtsausübungs- und Opportunitätskosten viel höher ein als die Summe der beiden Preisverhandlungen. Dasselbe Verhältnis gilt auch bei der Steuerung und Anreizschaffung, sowie bei der Überwachung. Darüber hinaus lässt sich festhalten, dass die Reproduktionskosten unbedingt anfallen, während die Täuschung auch unterbleiben kann.

Bühner und Tuschke argumentieren, dass die an die Shareholder-Orientierung geübte, gesellschaftspolitisch geprägte Kritik gerade versucht von den höheren (Transaktions)Kosten der anderen Wertorientierung abzulenken. Dies liegt im Interesse des Managements, das Informationsvorteile hat und als Agent anderer arbeitet. Und der Grund hierfür liegt auch auf der Hand: allein das Management ist in der Lage jenen Spielraum, der wegen der unbestimmten Ziele, des schwer erschwerten Kompromisses, der den Marktmechanismus imitierenden internen Regeln und der daraus erwachsenden Bürokratie bei der Stakeholder-Orientierung entsteht, auszufüllen. Hierdurch werden seine Macht und sein Interessendurchsetzungsvermögen grundlos und unberechtigterweise wachsen<sup>66</sup>.

<sup>66</sup> Den Gedanken, wonach die Stakeholder-Orientierung die Machtposition des Managements stärkt und Letzteres deshalb für die seine Position stärkenden und legitimierenden Theorien sehr dankbar ist, formuliert auch WAGNER (1997) S. 483

#### **d) Kürsten über die Duplizierbarkeit der Ansprüche gegenüber dem Unternehmen<sup>67</sup>**

Wolfgang Kürsten diskutiert die finanzierungstheoretischen Grundlagen der Shareholder Value-Orientierung. Diese Wertorientierung umformt er in eine normative Generalprämisse und in drei konstituierende Elemente:

- Normative Prämisse: Im Fokus aller Unternehmensentscheidungen steht das Wohl der Eigentümer<sup>68, 69</sup>.
- Konstitutives Element 1: Das Wohl der Eigentümer wird durch den Marktwert des Eigenkapitals repräsentiert.
- Konstitutives Element 2: Der Marktwert des Eigenkapitals wird errechnet, indem vom Unternehmensgesamtwert der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen wird<sup>70</sup>, wobei Marktwert des Unternehmens gleich dem Kapitalwert der von ihm in der Zukunft erwirtschafteten Netto Cash Flows ist. Der Wert der weiteren Optionen ist diesem Kapitalwert zu addieren.
- Konstitutives Element 3: Die Maximierung des Wohles der Eigentümer und die Maximierung des Marktwertes der Unternehmung sind äquivalente Ziele.

Bzgl. des konstitutiven Elements 1 zeigt der Autor, dass ein (objektiver) Marktwert für das Eigenkapital nur bei Arbitragefreiheit des Marktes gegeben ist; und andererseits, dass der objektive Marktwert das subjektive Wohlgefühl der Eigentümer nur dann ersetzen kann, wenn alle drei notwendigen Voraussetzungen des Fisher-Theorems (bei Unsicherheit) gelten<sup>71</sup>: die durchgeführten Aktionen verändern das Bewertungsfunktional des Marktes nicht (competitivity),

---

<sup>67</sup> Nach KÜRSTEN (2000)

<sup>68</sup> Kürsten spricht *expressis verbis* von Aktionären, aber sein Beitrag baut lediglich auf die Trennung von Eigentümer und Management. Deshalb sehe ich keinen Grund für diese auf eine bestimmte Rechtsform beschränkte Wortwahl und nutze statt dessen den allgemeineren Begriff der Eigentümer.

<sup>69</sup> Als Begründung für diese normative Erwartung weist der Autor einerseits darauf hin, dass es für eine entsprechende Motivation unerlässlich ist, dass der Risikoträger, d.h. der Adressat des Residuums des geschaffenen Wertes und der Entscheidungsträger in eine Person zusammenfällt (und das kann nur der Eigentümer sein); und andererseits darauf, dass es die Allokationseffizienz steigert, wenn der Eigentümer über sein investiertes Kapital frei verfügen kann.

<sup>70</sup> Im Unterkapitel 3.2 wird zu zeigen sein, dass der Shareholder Value auch nach anderen Verfahren ermittelt werden kann, wobei die hier skizzierte Vorgehensweise sicherlich am häufigsten vorkommt. Diese Vereinfachung ändert jedoch nichts am Wahrheitsgehalt der in diesem Punkt aufzuzeigenden Zusammenhänge.

die Cash Flow-Reihe der möglichen Aktionen lässt sich durch ein entsprechend ausgewähltes Portfolio der am Markt gehandelten Wertpapiere duplizieren (spanning), sowie die Eigentümer werden über alle vom Management geplanten Aktionen so früh, umfassend und detailliert informiert, dass ihnen genug Zeit verbleibt durch Wertpapiergeschäfte eine unabhängige Position auszubauen (information). Letztere Bedingung wird jedoch meist nicht erfüllt. Deshalb gilt der Marktwert des Eigenkapitals im Falle eines Eigentümers ohne andere Ansprüche gegenüber der Unternehmung und im Falle eines sog. Proportionalfinanciers<sup>72</sup> – unter Berücksichtigung auch der anderen Voraussetzungen des Fisher-Theorems – nicht als treuer Spiegel seines Wohl(stande)s.

Kürsten macht ebenfalls deutlich, dass selbst wenn das konstitutive Element 2 gilt, kann man daraus nicht den Schluss im konstitutiven Element 3 ziehen – zumindest dann nicht, wenn der Marktwert des Fremdkapitals von der gewählten Unternehmenspolitik, d.h. von den durchgeführten Aktionen abhängt<sup>73</sup>. Die Basel II-Vorschriften<sup>74</sup> drängen die Banken gerade in diese Richtung. So kann durchaus vorkommen, dass die unternehmensgesamtwertmaximierenden Aktionen das Risiko der Unternehmung so weit erhöhen, dass die Fremdkapitalgeber auf ihr eingesetztes Kapital einen Zusatzaufwand verlangen, der den durch das eingegangene Risiko erreichten Mehrwert übersteigt. Es verbleibt den Eigentümern also weniger Wert, als es vor den wertmaximierenden Aktionen der Fall war. Daraus folgt, dass es bei weitem nicht unbedingt zutrifft, dass das Eigentümerinteresse (die Maximierung des Shareholder Value) und die Maximierung des Unternehmensgesamtwertes zusammenfällt!

Genau diesen letztgenannten Fall kann das Management dafür nutzen, das Eigenkapital der Eigentümer unter Berufung auf wertsteigernde Aktionen zu ent-

---

<sup>71</sup> Die Ungültigkeit bereits einer dieser Voraussetzungen hat – allgemein formuliert – die Konsequenz, dass der Entscheidungsträger nicht mehr den o.g. Marktwert sondern den Wert der Wahrscheinlichkeitsverteilung der zukünftigen Cash Flows als relevant erachtet.

<sup>72</sup> Ein Eigentümer und zugleich Gläubiger, der am Eigen- und Fremdkapital anteilmäßig gleichermaßen beteiligt ist. Siehe KÜRSTEN (2000) S. 373

<sup>73</sup> Ähnlich ALBACH (2001) S. 644

<sup>74</sup> Siehe bspw. BECKER (2003) S. 751. Die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel erlassenen neuen Eigenkapitalregelungen für Banken (sog. Basel II) zwingen die Kreditinstitute als Gläubiger dazu, für jede Kreditvergabe eine individuelle, vom aktuellen Rating des Kreditnehmers abhängige Risikoprämie anzuwenden. Über den Zusammenhang von Basel II und dem Controlling s. ausführlicher BARTH-ALLMENDINGER (2001)

werten – indem es mehr Wert an die Stakeholder (und darunter für sich selber, jedoch nicht an die Shareholder) verschafft als durch die Aktionsauswahl zusätzlich geschaffen worden ist. So können unter dem Vorwand der Shareholder-Orientierung die Taschen der anderen Stakeholder prall gefüllt werden.

Zum Schluss argumentiert Kürsten, dass nicht einmal die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals unbedingt im Interesse der Eigentümer liegt. Dafür nimmt er aber an, dass es keinen Eigentümer gibt, der lediglich am Eigenkapital beteiligt ist, sondern alle sind auch Gläubiger des Unternehmens (weil sie z.B. Geld geliehen haben, Arbeit verrichtet haben, oder aber indirekterweise: Miteigentümer der Gläubiger-Bank sind). Anhand des aufgestellten Modells zeigt der Autor, dass diese Eigentümer das Maximum des Marktwertes nur dann als Maximum ihres durch Konsum herauszuholenden Nutzens erachten, wenn es gilt, dass all ihre Ansprüche gegenüber dem Unternehmen, deren Wert von den vom Management durchgeführten Aktionen abhängt (eventuell also auch die variablen Lohnbestandteile!), mit Hilfe marktgängiger Wertpapiere dupliziert werden können. In allen sonstigen Fällen trifft die Aussage zu, dass die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals nicht notwendigerweise dem Interesse der Eigentümer dient.

Aus obigen Ausführungen folgt letztlich, dass die Steigerung des Marktwertes des Gesamtunternehmens gleichlautend ist mit dem Interesse der Gesamtheit derer, die Ansprüche gegenüber dem Unternehmen haben. Diese Gesamtheit beinhaltet aber alle Stakeholder (darunter auch die Eigentümer). Die Maximierung des Unternehmensgesamtwertes liegt also im Interesse der Stakeholder-gesamtheit, wobei einzelne Stakeholder – bzgl. ihrer partiellen Interessen – möglicherweise dagegen stimmen würden (denn sie würden weniger Wert (ab)bekommen als in anderen Fallkonstellationen), während andere mit der Zunahme des Unternehmensmarktwertes (auch partiell betrachtet) reicher würden.

#### **e) Berücksichtigung der Arbeitnehmerinteressen**

Horst Albach<sup>75</sup> zeigt ausgehend von der allgemeinen Unternehmenstheorie – mit Hilfe einer die Realität getreu beschreibenden Leontief-Produktionsfunk-

---

<sup>75</sup> Nach ALBACH (2001)

tion und einer linearen Nachfragefunktion –, dass es kurzfristig betrachtet tatsächlich eine Dissonanz zwischen Shareholder- und Stakeholder-Orientierung besteht: im erst genannten Falle fällt der Gewinn höher aus, es werden jedoch weniger Arbeitnehmer beschäftigt, es wird weniger produziert und der Output wird für höhere Preise abgesetzt als im anderen Falle. Die Analyse zeigt des Weiteren, dass der (kurzfristige!) Konflikt zwischen Eigentümern und Arbeitnehmern gleichzeitig ein Konflikt innerhalb der Belegschaft ist: entweder werden weniger Menschen für jeweils höhere Löhne beschäftigt (bei der Shareholder-Orientierung), oder aber viele arbeiten für ein geringeres Einkommen (wenn zumindest diesen beiden genannten Stakeholder-Gruppen große Bedeutung beigegeben wird).

Die dynamische Modellbetrachtung führt jedoch zu einem anderen Ergebnis: langfristig stehen die beiden Wertorientierungen nicht im Gegensatz zueinander, denn alle Stakeholder präferieren die Maximierung des Shareholder Value – die hinreichende Bedingung hierfür ist, dass die Anspruchsbefriedigung sämtlicher Stakeholder-Gruppen (mit Ausnahme der Eigentümer) durch Verträge i.w.S. sichergestellt ist.

Meiner Überzeugung nach gehören (trotz ihren soziologischen Ursprungs) auch die Ergebnisse einer weiteren empirischen Untersuchung ebenfalls unter diesen Punkt. Die Bestandsaufnahme von Uschi Backes-Gellner und Kerstin Pull<sup>76</sup> zeigt nämlich, dass es auch kurzfristig gesehen unternehmerische Entscheidungen gibt, die zwar dem Schein nach eindeutig darauf abzielen eine andere Stakeholder-Gruppe als die Eigentümer zu begünstigen, mit der Shareholder-Orientierung aber trotzdem vereinbar sind. Das Ergebnis ihrer Analyse besagt, dass das Gewähren freiwilliger sozialer Zuwendungen mit der Shareholder-Orientierung nicht zwangsläufig kollidiert.

#### **f) Berücksichtigung der Gläubigerinteressen**

Genauso wie Mitarbeiter- und Eigentümerinteressen (zumindest teilweise) harmonisiert werden können (s. Punkt e) dieses Unterkapitels), trifft dies wohl auch im Falle von Gläubiger- und Eigentümerinteressen zu. Dies ist die Aussage

---

<sup>76</sup> Siehe BACKES-GELLNER–PULL (1999)

des Beitrages von Becker<sup>77</sup>, wo für die sog. Bondholder Value Analysis – auch Deptholder Value Analysis<sup>78</sup> genannt – plädiert wird.

Für die Vereinbarkeit von Eigentümer- und Gläubigerinteressen spricht in erster Linie die Tatsache, dass bei der Überprüfung der Kreditanträge das größte Gewicht auf zukünftige Cash Flows bzw. Gewinne gelegt wird<sup>79</sup>. Aber in den Interessen beider Stakeholder-Gruppen verbleiben auch Unterschiede: einerseits stehen die Gläubiger für eine breitestmögliche Streuung des Risikos, während die Eigentümer das ertragreiche weil fokussierte Engagement befürworten; andererseits erwarten die Fremdkapitalgeber – für die größere Sicherheit des Unternehmens – eine höhere Eigenkapitalquote, während die Eigenkapitalgeber versuchen durch Drosselung der Eigenkapitalquote (und damit durch Nutzung des Leverage-Effekts) die Rendite ihres eingesetzten (Eigen)Kapitals zu erhöhen.

Die Kalkulationen beider Stakeholder-Gruppen verhalten sich nach Becker nicht konkurrierend, sondern komplementär – ein Beweis für die mögliche (oder mehr noch: nötige) Koexistenz beider Wertorientierungen. Dieses Nebeneinanderstehen wird jedoch durch Verflechtungen ergänzt: die höhere Risikoprämie wegen des größeren Kreditrisikos mindert den für die Shareholder zur Verfügung stehenden Wert.

Tabelle 4 auf der nächsten Seite versucht obige Erkenntnisse kurz und strukturiert zusammenzufassen.

Der Schluss aus den in diesem Unterkapitel vorgestellten Ansätzen und Argumentationen kann nicht anders lauten, als dass die profitorientierten Unternehmen – auch unter den Bedingungen der sozialen Marktwirtschaft – im Sinne der Shareholder Value-Orientierung zu arbeiten haben!<sup>80</sup> Im folgenden Unterkapitel 2.2 wird diese Orientierung operationalisiert.

---

<sup>77</sup> Siehe BECKER (2003)

<sup>78</sup> Hinter diesen Analysen steht keine einheitliche Rechenmethodik (ähnlich den vielfältigen Ermittlungswegen zum Shareholder Value). Unter diesen Analysen finden wir unter anderen auch die verschiedenen Bonitätsprüfungen und Rating-Methoden.

<sup>79</sup> Die gleiche Argumentation finden wir bei WEISS-HEIDEN (2000)

<sup>80</sup> Damit wird auch besagt, dass nicht beide Wertorientierungen gleichzeitig verfolgt werden können, wie dies bspw. bei HILL (1996) S. 420 vorgeschlagen wird. Es ist jedoch hierzu anzumerken, dass der Autor einen anderen Begriff der Shareholder-Orientierung benutzt, als ich ihn für meine Arbeit definiert habe (und als er in der letzten Zeit allgemein verstanden wird).

Der für die Eigentümer geschaffene Wert wird durch die Shareholder Value-Kennzahlen<sup>81</sup> beziffert. In der Fachliteratur finden wir unter diesen Namen nicht nur eine einzige Kennzahl, sondern mehrere miteinander konkurrierende Größen. Da das Controlling als Führungsunterstützungsinstrument die Aufgabe hat (neben Planung und Berichtswesen) die Leitung der Organisation mit Informationen zu versorgen<sup>82</sup>, werden im Kapitel 3 zunächst die verschiedenen Methodiken zur Ermittlung des Shareholder Value dargestellt und daraus jene Zusatzinformationen abgeleitet, die das Controlling zur Ermittlung dieser Größen zur Verfügung zu stellen hat. Auf diese Zusatzinformationen bezieht sich die spätere Forschungshypothese H1.

---

<sup>81</sup> Der Begriff bezieht sich auf die Aktionäre (Shareholder), wodurch der falsche Eindruck entstehen könnte, Shareholder Value (also Wert für die Aktionäre) wäre nur für AGs relevant. In der Wirtschaftssprache ist tatsächlich „die Aktie“ das richtige Äquivalent für das englische Wort „share“. Aber in der Sprachwissenschaft geht die allgemeine Bedeutung der spezifischen, einengenden Auslegung immer vor. So bedeutet „share“ im Allgemeinen so viel, wie „Anteil, Beteiligung“ – und dieses in die Wirtschaft übersetzt kommen wir zum Geschäftsanteil, anteiliges Eigentum. Damit schließt der Begriff des Shareholder Value neben der Aktie auch alle anderen anteiligen Beteiligungen (z.B. Stammeinlagen, Einlagen der offenen Handelsgesellschaft und der Kommanditgesellschaft) ebenfalls ein. Da meiner Auffassung nach die wertorientierte Führung keine Domäne der Aktiengesellschaften ist, müsste das Wort Shareholder Value konsequenterweise nicht als „Wert für Aktionäre“ (oder Aktionärswert), sondern als „Wert für Eigentümer“ (oder Eigentümerwert) übersetzt werden. Da jedoch dieser deutsche Ausdruck sich in der Fachliteratur (noch) nicht verankert werden konnte, benutze ich im Folgenden immer den ursprünglichen englischen Ausdruck.

<sup>82</sup> HORVÁTH (2008) S. 15

	<b>WAGNER</b>	<b>WENTGES</b>	<b>BÜHNER-TUSCHKE</b>	<b>KÜRSTEN</b>	<b>ALBACH</b>
Theoretischer Hintergrund	Betriebswirtschaftslehre, neoklassische Ökonomie	Vertragstheorie der Unternehmung	Organisationstheorien, Transaktionskostentheorie	Kapitalmarkttheorie	Allgemeine Volkswirtschaftslehre
Charakteristische Annahme(n)	Das Unternehmen ist kein Stakeholder, deshalb hat es kein selbstständiges (von ihren Eigentümern unabhängiges) Interesse	Es gibt sog. implizite Ansprüche, die nicht vertraglich geregelt und nicht selbstständig gehandelt werden können	Beide Wertorientierungen verursachen spezifische Transaktionskosten, die sich aber ihrer Art und Höhe nach unterscheiden	Die Ineffizienz des Kapitalmarktes eröffnet dem Management einen breiten Raum zur Durchsetzung seiner eigenen Interessen	Lineare Nachfragefunktion und Leontief-Produktionsfunktion
Eigenschaften des Marktes	Effizienter Vermittler der verschiedenen Stakeholder-Ansprüche	Die drei Bedingungen der Fisher-Separation sind nicht restlos erfüllt	Als Koordinationsmechanismus kann der Interessenbefr. dienen	Nicht alle Bedingungen der Fisher-Separation sind erfüllt	
Fokus	Zielfunktion der Unternehmung	Implizite Ansprüche der Stakeholder	Effizientes Arbeiten im Unternehmen	Verständnis möglicher Wertorientierungen	Interessenkonflikt der EK-Geber und Arbeiter
Aussagen über Stakeholder (ohne Eigentümer)	Die Berücksichtigung ihrer Interessen führt zum Suboptimum	Jede von ihnen kann implizite Ansprüche haben	Ihr Kompromiss ist intransparent und verschwenderisch	Die Stakeholdergesamtheit würde den Gesamtwert maximieren	Der Interessenkonflikt besteht auch unter den Mitarbeitern
Kernergebnis	Allein die Shareholder Value-Orientierung ist mit der marktwirtschaftlichen Ordnung vereinbar	Das Fortbestehen der Unternehmung liegt im Interesse aller Stakeholder; dem Kapitalwert ist nicht zu trauen	Die Shareholder-Orientierung verursacht (wesentlich) kleinere Transaktionskosten	Selbst die Maximierung des Eigenkapitalwertes liegt nicht unbedingt im Eigentümerinteresse	Interessenkonflikt kann nur kurzfristig bestehen, langfristig jedoch nicht

Tabelle 4: Vergleichende Charakterisierung oben abgehandelter theoretischer Ansätze

## 2.2 Inhaltliche Elemente der Shareholder Value-orientierten Unternehmensführung

Im Unterkapitel 2.1 wurden die zwei möglichen Ausgestaltungen der Wertorientierung dargestellt und auch untersucht, für welche Variante die verschiedenen theoretischen Ansätze plädieren. Die Recherche der vorwiegend deutschen Literatur ergab, dass die Wertorientierung auch im Kontext der sozialen Marktwirtschaft eine Fokussierung auf den Shareholder Value zu sein hat – eine bekannte Maxime aus dem angelsächsischen Raum. Nun ist also die Shareholder Value-orientierte Ausübung der Führungsfunktionen greifbar (d.h. der (Er-)Forschung zugänglich) zu machen. Dafür findet man viele nützliche Ansatzpunkte in der relevanten Fachliteratur. Aufbauend auf diesen Quellen soll in diesem Unterkapitel die Shareholder Value-Orientierung operationalisiert werden.

Zuerst wird (in Anlehnung an Ries<sup>83</sup>) die wertorientiert<sup>84</sup> geführte Unternehmung anhand einiger Merkmale charakterisiert und dabei immer jenes typische Problem der traditionellen Organisationen genannt, welches durch die Wertorientierung gelöst werden kann (Tabelle 5):

<b>Merkmale der wertorientierten Unternehmung</b>	<b>Problemfelder der traditionellen Organisationen, die durch das jeweilige Merkmal der Wertorientierung eliminiert werden können</b>
Ressourcen werden nach Strategien und Werttreibern zugeordnet	Ressourcenzuordnung (bestenfalls) nach Prozessen oder Projekten
Strategische Planung dominiert	Schwerpunkt auf der Budgetierung
Manager haben alle zur Entscheidungsfindung benötigten, kritischen Informationen	Die Führung hat nicht alle kritischen Informationen
Werttreiber werden identifiziert und Wertvernichter sofort eliminiert	Unerkannt bleibende oder teilweise tolerierte Wertvernichter
Vergütung wird an die Wertschaffung gekoppelt	Wertschaffungsunabhängige Vergütung

<sup>83</sup> Nach RIES (2002) S. 18 mit eigenen Ergänzungen.

<sup>84</sup> Wertorientierung steht natürlich hier und in allen weiteren (Unter)Kapiteln für die Fokussierung auf den Shareholder Value.

<b>Merkmale der wertorientierten Unternehmung</b>	<b>Problemfelder der traditionellen Organisationen, die durch das jeweilige Merkmal der Wertorientierung eliminiert werden können</b>
Ziele der Organisationseinheiten sind aufeinander abgestimmt	Häufig konfliktäre Bereichsziele
Zielerreichung und Strategieumsetzung werden bewusst und anhand eines geeigneten Kennzahlensystems gemessen	Unvollständiges und mit dem Informationsbedarf der Entscheidungsträger mangelhaft abgestimmtes Reporting

Tabelle 5: Merkmale der wertorientiert geführten Unternehmung und dadurch auffangbare Schwächen der traditionellen Organisationen

Shareholder Value-orientierte Unternehmensführung steht also für eine Reihe voneinander untrennbarer Inhalte<sup>85</sup>:

- ein Managementkonzept, das die Erwartungen der Eigentümer in den Mittelpunkt stellt – ohne dabei jedoch die Interessen der anderen Stakeholder (so vor allem jene der Belegschaft, der Kundschaft und der Gesellschaft) zu vernachlässigen<sup>86</sup>;
- eine doppelstöckige Methodik, die einerseits hilft Werttreiber und Wertvernichter zu erkennen und andererseits nach den Gründen sucht, warum in einer konkreten Situation Wert geschaffen bzw. vernichtet wurde;
- einen Prozess, der sicherstellt, dass die Auswirkungen auf den Shareholder Value bei sämtlichen Entscheidungen und auf allen Hierarchieebenen hinterfragt werden;
- ein Steuerungssystem zur Versorgung der Führungskräfte mit den für die wertorientierte Führung benötigten Informationen; und schließlich
- eine Denkweise, ständig über die wirtschaftlichen Zusammenhänge nachzudenken und alternative Verwirklichungswege zu prüfen.

<sup>85</sup> RIES (2002) S. 17f.

<sup>86</sup> Damit soll – durch die Zitierung von Ries' Arbeit – die im Unterkapitel 2.1.2 herausgearbeitete Auslegung der Shareholder Value-Orientierung nochmals verdeutlicht werden, da ich sie als für meine Forschung gültig akzeptiere. Ich hoffe dadurch alle gegen diese Ausrichtung der wertorientierten Unternehmensführung üblicherweise geäußerten, "in weiten Teilen... eher... ideologisch(en) und emotional(en), denn als sachlich(en) und fundiert(en)" (HORVÁTH-MINNING (2001) S. 273) Kritiken von meiner Arbeit fernhalten zu können.

Im Folgenden sollen die Ergebnisse einiger (zum Teil empirischer) Untersuchungen zusammengefasst dargestellt werden, die das Ziel hatten, die konkreten Ausgestaltungsformen der wertorientierten Unternehmensführung zu eruieren und daraus Folgerungen normativer oder deskriptiver Natur zu ziehen<sup>87</sup>. Damit die zitierten Ergebnisse richtig interpretiert werden können, werden die wichtigsten Charakteristika der jeweiligen Forschungsarbeiten ebenfalls angegeben (Tabelle 6). Nach meinem Wissensstand wurden diese Erkenntnisse im ungarischen Schrifttum noch nie vorgestellt. Ebenfalls unbekannt ist mir eine ähnlich breit angelegte frühere Studie über die wertorientierte Führungspraxis von ungarischen Gesellschaften.

---

<sup>87</sup> Die hier behandelten Quellen stechen durch ihre gründliche und nachvollziehbare Untersuchungsmethode hervor und dominieren m.E. deshalb jene (meist ältere) Beiträge, die die Bestandteile der wertorientierten Führung zwar ebenfalls benennen, jedoch sowohl ihre nähere inhaltliche Beschreibung als auch die Begründung der jeweiligen Liste schulden. Als Beispiele sind BEHRINGER (1999) S. 809, LOITZ (2000) S. 705 und DEIMEL (2002) S. 506 zu nennen.

Autor und Quelle	U. Michel (1999)	U. Pape (2000)	U. Middelmann (2001)	Horváth P. und F. Minning (2001)
Methode	Theoretische Konzeptbildung	Untersuchung der Beratungspraxis	Beobachtung der wertorientierten Controllingpraxis	Untersuchung der wertorientierten Managementpraxis in einer großen Stichprobe von bereits oder bald börsennotierten Gesellschaften
Spektrum	Teilweise international	International	Deutschland	In erster Linie: Deutschland <sup>88</sup>
Bausteine der wertorientierten Unternehmensführung	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wertorientiertes Unternehmensmodell</li> <li>- Balanced Scorecard</li> <li>- (Wertorientierte) Strategiebewertung und Werttreiberanalysen</li> <li>- Wertorientierte Controlling-, Anreiz- und Vergütungssysteme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wertorientierte Unternehmens- und Strategiebewertung</li> <li>- Unternehmenswertorientiertes Controlling: Planung und Berichtswesen</li> <li>- Erfolgsorientierte Managementvergütung</li> <li>- Kapitalmarktorientierte Informationspolitik</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wertorientierte Steuerungsgrößen und Anreizsysteme</li> <li>- Risikomanagement</li> <li>- Value Reporting</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Steigerung des Unternehmenswertes als strategische Zielsetzung</li> <li>- Kommunikation mit den Fremdfinanzieren und den Eigentümern (Value Reporting)</li> <li>- Wertorientierte Steuerung von (strategischen) Geschäftsbereichen</li> <li>- Wertorientierte Bewertung von Strategien</li> <li>- Wertorientierte Betrachtung von Merger and Acquisitions</li> <li>- an der Wertsteigerung orientierte variable Bezahlung</li> </ul>

Tabelle 6: Inhaltliche Elemente der Shareholder Value-orientierten Führung – im Spiegel einiger ausgewählter Literaturquellen

Die oben dargestellten Ergebnisse sind zweifelsohne zum Teil different. So tritt die externe Kommunikation der Wertorientierung (in Richtung Eigentümer) nicht von Anfang an als Aufgabenbereich der wertorientierten Unternehmensführung auf; neulich wird jedoch das Value Reporting bemerkenswert konsequent

<sup>88</sup> Parallel dazu liefen ähnliche empirische Bestandsaufnahmen auch in Großbritannien, Frankreich und Italien.

angeführt – und dies nicht nur in den in der Tabelle zitierten Beiträgen<sup>89</sup>. Nur eine Liste enthält das Risikomanagement explizit. Alle Autoren nennen hingegen die wertorientierte Steuerung des Unternehmens und seiner Bereiche (strategischer Geschäftsfelder oder -Einheiten), worunter auch die Herunterbrechung der Steuerung verstanden wird. Michel (1999) gibt mit der Balanced Scorecard auch ein (typisches, geeignetes) Instrument hierfür an. Ebenfalls quellenübergreifend erwähnt werden die wertorientierte Beurteilung von Strategien (Merger and Acquisitions gehören m.E. ebenfalls hierunter) sowie die wertorientierte Vergütung (die nicht nur den Topmanagern sondern auf allen Führungsebenen zu gewährleisten ist). Sollte also die Wertorientierung von Gesellschaften empirisch untersucht werden, so müssen dabei – nach der oben beschriebenen Operationalisierung – das Vorhandensein und die Nutzung von vier Instrumenten überprüft werden. Dies kann anhand folgender Forschungsfragen geschehen:

- Betreiben sie Value Reporting?
- Werden strategische Entscheidungen wertorientiert gefällt?
- Wird das operative Geschäft wertorientiert gesteuert?
- Und schließlich: Gibt es an der Wertschaffung gebundene Elemente in der Vergütung?

Für meine Forschung habe ich allerdings eine engere Abgrenzung gewählt: es sollte das Value Reporting der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften untersucht werden. Das Value Reporting als Element der wertorientierten Unternehmensführung soll im Unterkapitel 4.1 (im Rahmen der Ableitung der Forschungshypothesen) detailliert herausgearbeitet werden. Die weiteren drei

---

<sup>89</sup> Diese Feststellung lässt sich auch damit unterstützen, dass eine nur etwas ältere empirische Aufnahme noch die Triade der Unternehmensbewertung, der Performancemessung und der Anreizsysteme als das „geschlossene Wertmanagementsystem“ bezeichnet, s. PELLENS-TOMASZEWSKI-WEBER (2000) S. 1833. Dies bedeutet natürlich nicht, dass der Gedanke und Erwartung des Value Reporting ein Kind des neuen Jahrtausends wäre: VOLKART (1997) S. 122 stellt nach Untersuchung einer Stichprobe der kotierten Schweizer Gesellschaften – oder genauer: ihrer Geschäftsberichte aus 1995 – fest, dass „eine starke Mehrheit der Firmen... verbal eine klare Shareholder Value-Orientierung kommuniziert. Nur ganz wenige Unternehmen jedoch rapportierten besondere wertspezifische Größen...“

Instrumente und Elemente der wertorientierten Führung, die in meiner Forschung also keine Rolle spielen, sollen bereits hier kurz skizziert werden (s. die Punkte 2.2.1-2.2.3). In den kommenden Punkten wird klar, dass die sog. wertorientierten Kennzahlen von allen Elementen (so auch vom Value Reporting) tangiert werden. Diese zentrale Rolle und die vielschichtigen Besonderheiten ihrer Ermittlung begründet für mich die Notwendigkeit, den wertorientierten Kennzahlen ein eigenständiges Kapitel zu widmen. Dies geschieht im Kapitel 3, womit auch die Formulierung meiner Hypothesen zum Teil vorbereitet werden soll.

### *2.2.1 Wertorientierte Strategiefindung*

Wertorientierte Strategiefindung bedeutet, dass der Umfang der Erhöhung des Shareholder Value durch die einzelnen strategischen Ideen (oder genauer: durch die verschiedenen Umsetzungsvarianten dieser Ideen) im Fokus der Strategiebildung steht. Das strategische und das finanzielle Management der Unternehmung muss aufeinander abgestimmt werden<sup>90</sup>, und das Instrument dazu ist die Shareholder Value-orientierte Bewertung der Strategien. Durch den Shareholder Value lassen sich nämlich die verschiedenstartigen strategischen Alternativen auf gemeinsamen (quantifizierten) Nenner bringen und so miteinander vergleichen.

Die Literatur bezieht dieses Erfordernis der wertorientierten Strategiefindung immer nur auf die Geschäftsstrategien, während die Wertorientierung der Funktionsbereiche auf der operativen statt auf der strategischen Ebene zu prüfen sei (s. Punkt 2.2.2). Pfad und Wesen der wertorientierten Strategiefindung wird im Schrifttum mit Hilfe des sog. Sechs-Phasen-Modells detailliert beschrieben<sup>91</sup>:

Schritt 1: Bestimmung der Zielsetzung der zu erarbeitenden Geschäftsstrategie  
(Wertsteigerung) und Identifizierung der Einflussfaktoren

---

<sup>90</sup> HENNEN-KLENKE (2000) S. 145

<sup>91</sup> HENNEN-KLENKE (2000) S. 146ff. Dieses Modell dominiert m.E. die in BECKER (2003) S. 749f. dargestellte Methode der wertorientierten Strategieplanung bestehend aus folgenden drei Teilschritten: Aufteilung des Unternehmens in strategische Geschäftseinheiten (SGE), Bestimmung der Mindestrendite pro SGE und schließlich Ermittlung des Wertbeitrages pro SGE.

Schritt 2: Darstellung der Einflussfaktoren und Interpretation ihrer (möglichst lückenlosen) Wirkungsketten

Schritt 3: Identifizierung der Chancen und Risiken, sowie Auffinden der (internen und externen) Wertsteigerungspotentiale

Schritt 4: Konzeption der Strategie – mit Hilfe diverser Tools, z.B. der Portfoliomatrixe Werterzeuger/Cash Flow<sup>92</sup> zur Einordnung der strategischen Geschäftsfelder;

Schritt 5: Gestaltung der Eignerstrategie<sup>93</sup>;

Schritt 6: Bewertung der strategischen Alternativen und Strategieauswahl.

Im Schritt 6 sind die strategischen Alternativen anhand einer oder mehrerer wertorientierten Kennzahl(en) (s. Kapitel 3) zu bewerten. Dabei wird jeder Alternative ihr Wertbeitrag zugeordnet, also jener Wert, der sich als Shareholder Value-Differenz zwischen dem Unternehmenswert bei Realisierung einer Alternative und dem der Null-Strategie (d.h. bei Beibehaltung des Istzustandes) ergibt. Schließlich soll vor der Strategieauswahl noch eine Sensitivitätsanalyse erfolgen. Diese besteht im Idealfall aus zwei Teilen: der eine leistet – durch die Betrachtung der Wertschaffung laut optimistischen und laut pessimistischen Szenarios – eine Gesamtbetrachtung, während die detaillierte Analyse jeden Werttreiber separat unter die Lupe nimmt.

### 2.2.2 Wertorientiert gesteuertes operatives Geschäft

Die wertorientierte Unternehmensführung darf sich mit der wertorientierten Strategiefindung nicht zufrieden geben, sondern muss auch dafür sorgen, dass die Umsetzung der Strategie ebenfalls Shareholder Value-orientiert geschieht. Dies-

---

<sup>92</sup> Siehe bspw. HENNEN-KLENKE (2000) S. 148

<sup>93</sup> Dieses Modell soll auch die Belange der Klein- und Mittelbetriebe berücksichtigen, deshalb werden die eignerspezifischen (d.h. außerhalb des untersuchten Betriebes realisierbaren) Wertschaffungsmöglichkeiten explizit dargestellt. Börsennotierten Gesellschaften kann dieser Schritt – wegen der großen Anzahl der oft unbekanntten Aktionäre – natürlich nicht abverlangt werden.

bezüglich lassen sich aus der Literatur zwei unterschiedliche Empfehlungen ableiten, die beide an die wertorientierte Strategie ansetzen.

Im Sinne der ersten Empfehlung soll die wertorientierte Umsetzung der wertorientiert ausgewählten Strategie dadurch sichergestellt werden, dass die Performancemaße für die operativen (Tätigkeits)Bereiche an die betriebliche Wertschaffung gekoppelt werden<sup>94</sup>. Dies kann durch die Balanced Scorecard<sup>95</sup> (BSc) oder durch eine andere Methode erfolgen, die die sachlogische Struktur der Ziele in ähnlich eindeutiger Weise widerspiegelt. Im Falle der Balanced Scorecard erfolgt dies folgendermaßen: Die Zielsetzung der Steigerung des Shareholder Value (oder des Unternehmenswertes) wird als Spitzenkennzahl der Finanzperspektive abgebildet und die straffe Aufbau-logik dieses Kennzahlensystems sorgt dafür, dass alle weiteren Ziele der Finanzperspektive sowie die Ziele aller weiteren (hierarchisch untergeordneten) Perspektiven das Erreichen dieses Wertschaffungsziels unterstützen. Dadurch geben die (vor allem markt- und kunden-, prozess-, sowie lern- und entwicklungsbezogenen) strategischen Ziele in der BSc und die zugeordneten konkreten Kennzahlenwerte die hier geforderten wertorientierten Zielsetzungen für die operativen Einheiten an. Die Wertorientierung der operativen Tätigkeiten lässt sich also aus der nach Regeln der Kunst aufgebauten Balanced Scorecard mit Wertschaffung als oberste Finanzzielsetzung (oder aber aus einem anderen, jedoch nach ähnlichen Prinzipien zusammengestellten Kennzahlensystem) ablesen bzw. ableiten.

Die zweite Empfehlung geht ausdrücklich davon aus, dass die Zusammenstellung der BSc nach sachlogischen Zusammenhängen erfolgt, die zwar plausibel sind, aber bei weitem nicht immer und überall gültig sein müssen. Deshalb ist für die Wertorientierung der operativen Tätigkeiten exakter – d.h. auf quantitativer Basis und mit Hilfe von mathematischen Operationen – zu sorgen<sup>96</sup>. Zudem

---

<sup>94</sup> Siehe HORNING-MAYER (1999), MATHEIS-SCHALCH (1999), GLEIBNER (2000), KLINGEBIEL (2000), VOGGENREITER-JOCHEN (2002), WELGE-LATTWEIN (2002)

<sup>95</sup> Über die Balanced Scorecard und ihre Rolle in der Unternehmensführung s. ausführlicher KAPLAN-NORTON (1998)

<sup>96</sup> STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) S. 71

geschieht die Auswahl der BSc-Kennzahlen nicht systematisch und nicht nach den gesetzten Prioritäten (hierzu wären Sensitivitätsanalysen zu erstellen, was jedoch wegen des Fehlens der mathematischen Beschreibung der Kennzahlenbeziehungen unmöglich ist). Der Verzicht auf ein systematisches Vorgehen begünstigt die Beibehaltung bereits bekannter Größen und verursacht damit eine Art Engstirnigkeit. Die sachlogische Verknüpfungslogik ist des Weiteren nicht in der Lage, die Interdependenzen zwischen den Kennzahlen zu berücksichtigen, wodurch ihre Interpretation verzerrt und die Auswahl der operativen Aktionen fehlgeleitet werden kann. Strack-Hansen-Dörr bemängeln außerdem, dass die Balanced Scorecard keine quantitative Steuerung des Human und des Customer Capital erlaubt<sup>97</sup>.

Nach diesen Kritik(e)n lautet die Empfehlung zur Ausgestaltung der wertorientierten Steuerung der operativen Tätigkeiten wie folgt: die für die Bewertung der Strategien (und somit auch zur Steuerung der strategischen Geschäftsfelder) ausgewählte wertorientierte Kennzahl soll analytisch heruntergebrochen werden. D.h. man sucht nach jenen sog. Werthebeln, die den Kennzahlenwert und somit die Zielerreichung (auf eine durch die Sprache der Mathematik abbildbare Weise) beeinflussen. Eine erste Variante dieses Ansatzes findet sich bereits bei Rappaport, dem Vater der Shareholder Value-Orientierung, indem er folgende fünf sog. Makrowerttreiber der Wertschaffung identifiziert: Umsatzwachstum, Gewinnmarge, Steuersatz, Investitionen in Umlauf- und in Sachvermögen, Kapitalkosten und Prognosezeitraum<sup>98</sup> (diese sind die Werttreiber der DCF-Methode). Andere Autoren erarbeiteten dann – nach dem Muster des DuPont-Schemas – verschiedene Werthebelstrukturen zu den Spitzenkennzahlen EVA und CVA<sup>99</sup>.

Die mathematische Beschreibung der Zusammenhänge zwischen den Werthebeln schließt zudem nicht aus, die Wertschaffung durch Kunden und durch

---

<sup>97</sup> STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) S. 71

<sup>98</sup> RAPPAPORT (2002) S. 47 und S. 192

<sup>99</sup> Für den CVA siehe STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) S. 65; und für den EVA s. GÖTZE-GLASER (2001) S. 35, GÜNTHER (2002) S. 95, MATHEIS-SCHALCH (1999) S. 40, STEINHARDT (2002) S. 365ff., STEINHARDT (2003) S. 274f. sowie WITT (2002) S. 369f.

Belegschaft in das Kennzahlensystem zu integrieren: Ersteres ist als Customomics™ und Letzteres als Workonomics™ beschrieben (beide sind eingetragene Markenzeichen von Boston Consulting Group)<sup>100</sup>. Diese können das mit Hilfe der Werthebel von CVA bzw. EVA früher erstellte Kennzahlensystem zur Steuerung des operativen Geschäftes ergänzen. Dadurch wird für das Management ermöglicht, das Investment, das Customer und das Human Capital des Unternehmens wertorientiert und aufeinander abgestimmt zu steuern<sup>101</sup>.

### 2.2.3 Wertorientierte Vergütung

Bei der Beschreibung der wertorientierten Unternehmensführung versäumen die Literaturquellen fast nie herauszustellen<sup>102</sup>, wie wichtig die Kopplung der variablen Vergütungselemente der Führungskräfte (und nicht nur der Topmanager) an die Wertschaffung für die Eigentümer ist. Dadurch kann die Eigentümerschaft sicherstellen, dass das Management als ihr Agent und Letzteres wiederum, dass die Führungskräfte auf den unteren Hierarchieebenen als seine Agenten konsequent wertorientiert arbeiten<sup>103</sup>. Laut Schrifttum ist aber die zur Messung der Wertschaffung angewendete Kennzahl hierbei von großer Bedeutung: nicht alle im Kapitel 3 vorzustellenden wertorientierten Kenngrößen sind nämlich gleichermaßen als Basis für die wertorientierte Vergütung geeignet. (Die detaillierte Beschreibung der einzelnen Größen siehe dort.)

Die DCF-basierten Kennzahlen geben bei unvollkommenem Kapitalmarkt – wie die ungarische Börse ohne Zweifel ist – nicht unbedingt die vom Prinzipal (also von den Eigentümern) gewollten Anreize<sup>104</sup>. So können die Risiken der strategischen Alternativen und somit der jeweils anzuwendende Kapitalkostensatz vom Prinzipal und von seinen Agenten unterschiedlich eingeschätzt werden,

---

<sup>100</sup> STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) S. 68ff. und STRACK-VILLIS (2000)

<sup>101</sup> STRACK-HANSEN-DÖRR (2001) S. 69

<sup>102</sup> Siehe bspw. die am Anfang dieses Unterkapitels vorgestellten Beiträge.

<sup>103</sup> Die notwendige Bedingung nach ELSCHEN (1991) S. 213 hierfür ist, dass die wertorientierte Größe intersubjektiv überprüfbar und zu vertretbaren (d.h. im Vergleich zum erhofften Vorteil niedrigeren) Kosten ermittelbar ist.

<sup>104</sup> ELSCHEN (1991) S. 217

was für eine aus Eigentümersicht zu ausgedehnte oder eben zu zurückhaltende Investitionspolitik (des Agenten) führen kann. Zudem genießen die Manager einen asymmetrischen Informationsvorteil bzgl. des Wertbeitrages der Strategievarianten, der eine – zumindest temporäre – Aufblähung ihrer Vergütungsbasis ermöglicht; woraus das Management selbst bei einer eventuellen nachträglichen Korrektur der Vergütung (sichere) Zinsvorteile ziehen kann. Der Markt spiegelt den für die Eigentümer geschaffenen Wert nicht unbedingt wider (indem z.B. der Aktienkurs einen Teil des durch die verfolgte(n) Strategie(n) tatsächlich geschaffenen Wertes unreflektiert lässt); die Wertschöpfung perfektualisiert sich für die Shareholder jedoch erst mit der tatsächlich erfolgten Liquiditätsmehrung – errechnete und tatsächliche Wertschaffung können so auseinander klaffen. Deshalb kann das Agentenproblem zwischen Eigentümern und Management durch die Anwendung von DCF-basierten Kennzahlen nur unvollkommen gelöst werden. Die Kritik von Albach formuliert noch schärfer: solange asymmetrische Information zwischen Agent und Prinzipal besteht, kann nicht ausgeschlossen werden, dass DCF-Kennzahlen basierte Steuerung und Anreize in einen „Wettbewerb der Lügner“ münden<sup>105</sup>.

Pfaff beweist mit seiner Modellrechnung<sup>106</sup>, dass bei divergenten Zeitpräferenzen von Eigentümern und Management der EVA als Anreizbasis zu wählen ist. (Dies ist der Fall des sog. ungeduldigen Managers, der die für seine wertorientierten Managerdienste „fällige“ Prämie – wegen seines kürzeren Planungshorizontes und/oder höheren Diskontierungssatzes<sup>107</sup> – früher erhalten will, als dass jene Wertschaffung ex-post messbar und dadurch verifizierbar wird, die durch die von ihm verfolgten Strategien und die dafür notwendigen Investitionen entsteht.) Der EVA teilt nämlich die Gesamtausgaben der Investition (also investiertes Kapital + Kapitalkosten) genau in jenem Verhältnis auf die einzelnen Perioden der Laufzeit auf, wie sich die Cash Flows dieser Perioden zueinander ver-

---

<sup>105</sup> ALBACH (2001) S. 656 und ähnlich SCHMIEDBAUER (1999) S. 375

<sup>106</sup> PFAFF (1998) S. 508f.

<sup>107</sup> BALDENIUS-FUHRMANN-REICHELSTEIN (1999) S. 56

halten. So wird für die Wert schöpfende Investition in jeder Periode ein positiver EVA und für die Wert vernichtende Investition in jeder Periode ein negativer EVA ausgewiesen. Es genügt also die Kenntnis des Kennzahlenwertes einer Periode um die gewollten Anreize zu erzeugen<sup>108</sup>. Dieses Ergebnis gilt auch dann, wenn die Investitionsauswahl durch den Manager nicht ohne moral hazard erfolgt<sup>109</sup>.

Der sog. True EVA ist aber meist nicht bekannt (s. Abschnitt 3.3.1), man kennt also nur den Näherungswert der Wertschaffung. Und dieser wird auf der Grundlage des Datensatzes einer einzigen Periode (und zwar aus der Vergangenheit!) errechnet, weshalb der EVA-basierte Anreiz – nach Schmiedbauer<sup>110</sup> – mit der Kontrolle der Erreichung von für die Zukunft festgesetzten Meilensteinen zu ergänzen ist! Andere Autoren wollen dieser Unsicherheit mit dem Vorschlag entgegenwirken, die Auszahlung der EVA-basierten Prämie der laufenden Periode auf mehrere Jahre zu erstrecken, damit in der Zwischenzeit ersichtlich werden kann, wenn das Management den EVA-Wert eines Jahres eventuell zu Lasten der EVA-Werte späterer Perioden erhöht hatte<sup>111</sup>.

Die Rentabilitätsgröße CFROI drückt die (absolute) Größe der Wertschaffung nicht aus. Die Ermittlung dieser Kennzahl ist schwierig und wegen mangelnden Zukunftsbezugs taugt sie als Anreizbasis – ähnlich dem EVA – nur in Verbindung mit Meilensteinen. Ihr Wert bezieht sich auf eine Periode, so dass die Interdependenzen zwischen verschiedenen Perioden außer Acht bleiben<sup>112</sup>. Deshalb wird von ihrer Anwendung meist abgeraten<sup>113</sup>.

Viele Autoren nehmen eindeutig gegen die Entlohnungsform von Stock Options Stellung – sowohl für Topmanager als auch für andere Mitarbeiter<sup>114</sup>. Des Weiteren wird betont, dass der Anreiz jeden Mitarbeiters (egal ob Führungs-

---

<sup>108</sup> In gleicher Weise argumentiert BALDENIUS-FUHRMANN-REICHELSTEIN (1999) S. 58f.

<sup>109</sup> PFAFF (1998) S. 509

<sup>110</sup> SCHMIEDBAUER (1999) S. 376

<sup>111</sup> KELLER-PLACK (2001) S. 350 und BÖCKING-NOWAK (1999) S. 287

<sup>112</sup> CRASSETT-SCHREMPER (2001) S. 273

<sup>113</sup> SCHMIEDBAUER (1999) S. 376

kraft oder nicht) an die von ihm kontrollierbare(n) Größe(n) anknüpfen soll. Für das Topmanagement ist dies die Wertschaffung im Unternehmen, und für Führungskräfte untergeordneter Ebenen sind die Wertschöpfung in ihren Bereichen (strategischen Geschäftsfeldern) bzw. die bzgl. der funktionsbezogenen Wertebeln (s. Punkt 2.2.2) erreichten Ergebnisse relevant.

---

<sup>114</sup> Siehe bspw. KÜRSTEN (2000) S. 375 und PELLENS (2003) S. 3

### 3 Shareholder Value-Kennzahlen

Zielsetzung des Shareholder Value-Managements ist die Maximierung des für die Eigentümer geschaffenen und ihnen zur Verfügung stehenden Wertes<sup>115</sup>. Als Shareholder Value wird der Gesamtwert sämtlicher Eigentümeranteile, d.h. der Marktwert des Eigenkapitals bezeichnet. Dieser stimmt mit dem – nach den im Gesetz geregelten Grundprinzipien des Rechnungswesens (besonders dem Vorsichtsprinzip) ermittelten – bilanziellen Eigenkapital meist nicht überein.

Im vorigen Abschnitt setzte ich den Shareholder Value mit dem Marktwert des Eigenkapitals gleich, deshalb muss hier der Zusammenhang zwischen dem Kurs der börsennotierten Wertpapiere (hier im wesentlichen Aktien) – als am Markt gebildetem Wert – und dem Marktwert der Anteile diskutieren. Der anhand der aktuellen Angebots- und Nachfragesituation gebildete Transaktionspreis ist im Moment der Geschäftsabwicklung ohne Zweifel der (einzig wahre) Marktwert der jeweiligen Aktie. Einige Minuten früher oder später ergeben sich aber eventuell andere Marktpreise für die gleiche Aktie(nsorte). Für meine Forschung und Dissertation ist die Objektivität<sup>116</sup> dieser Kurse – oder allgemeiner formuliert: die des Aktienmarktes – jedoch belanglos. Im Bereich des Controllings wird nämlich der Marktwert des Eigenkapitals nicht aus Aktienmarktdaten abgeleitet! Der Grund hierfür liegt einerseits darin, dass Beobachtung und Aufarbeitung der ggf. minütlichen Kursänderungen eine zu große Herausforderung an die Reaktionsgeschwindigkeit des Controllings darstellen; und andererseits muss in diesem Zusammenhang nicht nur der liquide börsennotierte Anteil bewertet werden, sondern man braucht eine allgemeine Methode, womit der Anteilswert (d.h. der Shareholder Value) rechtsformunabhängig berechnet werden kann. Das Controlling ist schließlich deswegen nicht auf Bewertung(en) von außen ange-

---

<sup>115</sup> Rechtlich gesehen ist dieser Wert im Eigentum der Unternehmenseigentümer, sein Besitzer ist jedoch das Unternehmen bzw. sein Management. Über den Zusammenhang zwischen Eigentum und Besitz siehe bspw. LENKOVICS (1995) S. 90ff. und über das Besitztum ausführlicher LENKOVICS (1995) S. 246ff.

<sup>116</sup> Über Wichtigkeit dieser Frage und über Kritiken zur Objektivität empfiehlt sich der hervorragende Beitrag von BÖCKING-NOWAK (2000)

wiesen, denn es hat alle nötigen Informationen zur selbstständigen Berechnung des (internen oder fundamentalen<sup>117</sup>) Wertes der Anteile.

Zur Messung von Shareholder Value wurden in der Theorie verschiedene Ansätze entwickelt, die auch in der Praxis mehr oder weniger oft Anwendung finden. Wie es noch zu zeigen wird, bauen diese Ansätze auf unterschiedlichen Annahmen und bedienen sich bei der Errechnung dieser Kennzahl verschiedener Rechenmethodiken. Die Vor- und Nachteile der einzelnen Methoden<sup>118</sup> lassen darauf schließen, dass es keinen „begehbaren Königsweg“ gibt, das Management und die dominierende Koalition der Eigentümer<sup>119</sup> muss über den anzuwendenden Ansatz beschließen. Auf den kommenden Seiten werden Inhalt und Informationsbedarf der verschiedenen Rechenmethoden vorgestellt um daraus ableiten zu können, welche zusätzliche Informationen über den Jahresabschluss hinaus noch benötigt werden. Diese Zusatzinformationen werden für meine Forschung (im Bezug auf das Value Reporting) eine herausragende Rolle spielen, denn keine Kennzahl des Shareholder Value allein auf Basis des Jahresabschlusses ermittelt werden kann.

Es ist für mich wichtig darauf hinzuweisen, dass die Zusammenstellung der möglichen Shareholder Value-Kennzahlen nie vollständig vorgenommen werden kann, da die Möglichkeit zum weiteren Ausbau der für das Controlling zur Verfügung stehenden Methoden- und Kennzahlenvielfalt durch Verfeinerung bereits bestehender Rechenmethodiken oder durch die Entwicklung neuer Ideen jederzeit gegeben ist<sup>120</sup>.

---

<sup>117</sup> Über die fundamentale Analyse s. z.B. BREALEY-MYERS (1998) S. 233

<sup>118</sup> Zusammenfassend s. TIRNITZ (2004) Unterkapitel 3.2

<sup>119</sup> Über die sog. dominierende Koalition (der Eigentümer) und im Allgemeinen über das Konzept der strategischen Wahl s. z.B. KIESER (1995) S. 241ff.

<sup>120</sup> Als Beispiele für den ersten Fall sollen hier die Präzisierung der DCF-Methode s. WITT (2000) und die Modifizierung des CFROI-Inhaltes s. CRASSET-SCHREMPER (2001) erwähnt werden; während für letzteren Fall s. das RAVE™-System u.A. in STRACK-VILLIS (2001) und die Kennzahl ERIC bzw. ERIC™ bei KESTEN (2006) und KUNZ-PFEIFFER-SCHNEIDER (2007)

### 3.1 Überblick der Shareholder Value-Kennzahlen

Wie bereits erwähnt dienen alle Kennzahlen in diesem Unterkapitel ausnahmslos der Errechnung des Anteilegesamtwertes einer Unternehmung. Diese Wertgröße soll nicht anhand des Werturteils der Märkte sondern analytisch, d.h. auf der Basis unternehmensintern vorhandener Daten ermittelt werden. Dahinter steht die Annahme, dass das Management (und in kleineren Betrieben auch die Eigentümer selbst) wegen der bestehenden Informationsasymmetrie – und mit Hilfe des Controllings – den Wert des Eigenkapitals besser als die Finanzmärkte abschätzen kann<sup>121</sup>.

Der tatsächliche Wert (= innerer Wert) jedes einzelnen Wirtschaftsgutes hängt in der ökonomischen Betrachtung davon ab, welcher Zahlungsstrom daraus (ab dem Zeitpunkt der Bewertung) an die Eigentümer abgeworfen wird<sup>122</sup>. Aufgrund des zukünftigen Cash Flow-Stroms der Anteile ließe sich also der exakte Shareholder Value ableiten – vorausgesetzt der genauen Kenntnis aller anderen Variablen der Berechnung (insbesondere der gewichteten Kapitalkosten). Da das nicht gegeben sein kann (sonst hätten wir die Patentlösung), muss man sich mit anderen Näherungsversuchen zufrieden geben. Ein Teil dieser Ansätze basiert unverändert auf Cash Flow-Werten, während andere einen (entsprechend definierten) Erfolgsbegriff zum Ausgangspunkt wählen.

Bevor ihre Rechenmethoden detailliert vorgestellt werden, sollen die gängigsten Kennzahlen in Form einer Abbildung zusammengefasst werden (Abbildung 2)<sup>123</sup>:

---

<sup>121</sup> Dieser Gedanke wird sehr plastisch herausgestellt in Bezug auf die Präzisierung der Kennzahl EVA – s. Punkt 3.3.1 d)

<sup>122</sup> Siehe COPELAND-KOLLER-MURRIN (1999) S. 61 und BÖCKING-NOWAK (2000) S. 21

<sup>123</sup> Jede Kennzahl in der Abbildung quantifiziert den Shareholder Value, also den Wert des Eigenkapitals in Form einer mehrperiodigen Berechnung. Im Schrifttum wird ein breiterer Kreis sog. wertorientierten Kennzahlen diskutiert, wobei verschiedene Autoren unterschiedliche Größen als wertorientiert einstufen. So handelt LISTER (2001) Rentabilitätsmaße ab; WEHRHEIM-SCHMITZ (2001) nennt u.A. EBITDA und Cash Burn Rate sowie die risikoangepassten Renditen RAROC und RORAC; SCHRÖDER (2002) zählt neben ROI den Free Cash Flow auf; DEIMEL (2002) gibt RONA (Return on Net Assets) an. Zu erwähnen ist ferner Tobins Q, eine relative, aus theoretischer Sicht zwar „interessante“ Kennzahl, die jedoch lt. einer empirischen Aufnahme weder kurz- noch langfristig eine signifikante Korrelation zur betrieblichen

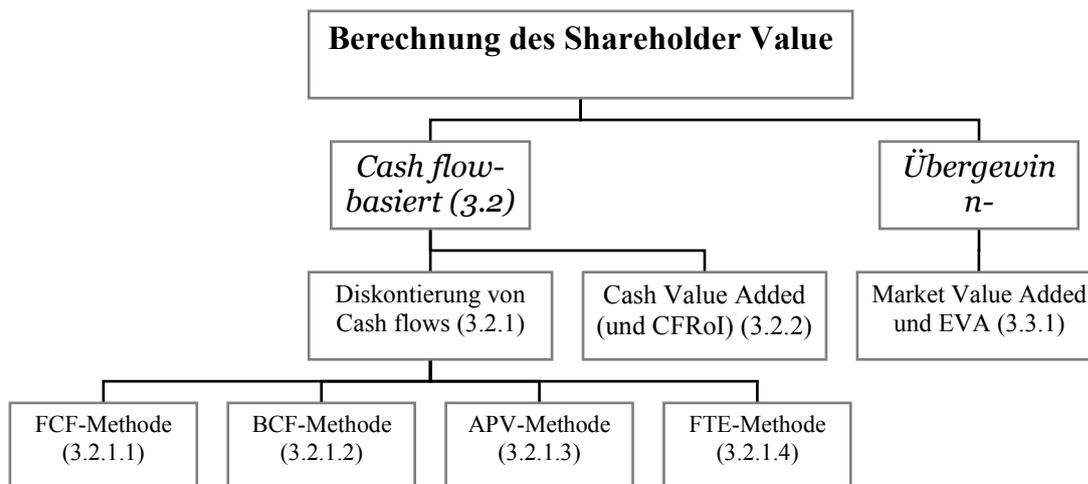


Abbildung 2: Überblick über verschiedene Shareholder Value-Ansätze<sup>124</sup>

### 3.2 Cash Flow-basierte Shareholder Value-Konzepte

Die Cash Flow-basierten Berechnungsmöglichkeiten des Shareholder Value sind durch die Verwendung von zukünftigen Geldstromgrößen gekennzeichnet. Diese sog. Cash Flows können inhaltlich unterschiedlich abgegrenzt werden, für die Ermittlung ihrer Größe stehen aber i.d.R. zwei verschiedene Wege zur Verfügung. Entweder werden alle Geldströme zusammengerechnet und entsprechend saldiert, oder aber eine Ergebnisgröße wird so lange modifiziert, bis man alle nichtzahlungswirksamen Teile herausgerechnet hat, so dass sie nunmehr nur die cashrelevanten Tatbestände enthält.

#### 3.2.1 Die DCF-Methode und ihre Varianten

Die Kohäsionskraft der bekanntesten Verfahrensfamilie zur Ermittlung des Shareholder Value ist die Diskontierung von Cash Flows (DCF-Methode). Ihr typisches Merkmal ist die Ermittlung des Wertes der Anteile durch Diskontie-

---

Wertschöpfung aufweist und deshalb im Folgenden nicht weiter behandelt werden sollte. Für den interessierten Leser sei auf GÜNTHER-LANDROCK-MUCHE (2000a) und GÜNTHER-LANDROCK-MUCHE (2000b) hingewiesen. FISCHER (2002b) S. 164 bestätigt, dass die in dieser Fußnote genannten, aber in der Abbildung nicht vorkommenden Kennzahlen – mit Ausnahme von RAROC und RORAC – keinen direkten Bezug zu den wertorientierten Größen haben.

<sup>124</sup> Nach STEINER-WALLMEIER (1999) S. 3 mit eigenen Ergänzungen. S. auch LORSON (1999) S. 1332ff.

rung von zukünftigen Cash Flow-Werten, wobei der Inhalt des Diskontierungssatzes mit der Zählergröße abzustimmen ist. Damit ist gleichzeitig der Schlüssel zum Auseinanderhalten der Varianten der DCF-Methode gegeben.

### 3.2.1.1 FCF-Methode

Bei der Free Cash Flow-Methode (FCF-Methode) wird der Wert des Eigenkapitals in zwei Schritten ermittelt: zunächst wird – durch die Diskontierung der Free Cash Flows mit den gewichteten Renditeanforderungen der Kapitalgeber – der tatsächliche Wert des Gesamtkapitals errechnet und abschließend soll der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen werden, um dadurch zum gewünschten Ergebnis zu gelangen:

1. Schritt:

$$\text{Wert des Gesamtkapitals} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCF}_t}{(1+k_s)^t} + \frac{\text{FCF}_{T+1}}{k_s \times (1+k_s)^T}$$

2. Schritt:

Wert des Eigenkapitals = Wert des Gesamtkapitals – Marktwert des Fremdkapitals

Die Komponenten dieses Rechenschemas sollen im Folgenden näher erläutert werden.

#### a) Free Cash Flows (FCF)

Die Free Cash Flows sind definiert als Saldo aller Zahlungen bis auf die Geldbewegungen zwischen Unternehmung und ihren Fremdkapitalgebern<sup>125</sup>. Wer die direkte Ermittlung dieser Größe scheut, kann auf eine Ergebnisgröße zurückgreifen. Erfolgte die vielfach geforderte Trennung zwischen dem operativen und nichtoperativen Bereich (die aber weder unabdingbar noch unprob-

---

<sup>125</sup> Das Rechenschema s. bspw. bei LANGGUTH (2002) S. 1267, wo auch der Zusammenhang zwischen Free Cash Flow und anderen beliebigen Kennzahlen aus dem Rechnungswesen (z.B. EBIT, EBDIT und NOPLAT) aufgezeigt wird.

lematisch ist), kann der Free Cash Flow aus dem operativen Ergebnis – vom Inhalt her ähnlich dem handelsrechtlichen Begriff des Jahresüberschusses – ausgehend wie folgt ermittelt werden<sup>126</sup>:

$$\begin{aligned}
 & \text{Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern}^{127} \\
 - & \text{ Adjustierte Steuerzahlungen}^{128} \\
 = & \text{ Operatives Ergebnis vor Zinsen und nach Steuern} \\
 \pm & \text{ Abschreibungen/Zuschreibungen} \\
 \pm & \text{ Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen} \\
 \pm & \text{ Erhöhungen/Verminderungen der langfr. Rückstellungen}^{129} \\
 = & \text{ Operativer Brutto Cash Flow} \\
 \pm & \text{ Veränderungen des Nettoumlaufvermögens} \\
 & \text{ (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)} \\
 \pm & \text{ Mittelabflüsse für Investitionen/Mittelzuflüsse aus Desinvestitionen} \\
 = & \text{ Operativer Free Cash Flow} \\
 \pm & \text{ Nichtoperativer Cash Flow} \\
 = & \text{ Free Cash Flow}
 \end{aligned}$$

#### b) Kapitalkostensatz ( $k_s$ )

In jeder Periode muss das Unternehmen mindestens so viel Entnahmemöglichkeiten (sprich Cash Flows) erwirtschaften, dass die Renditeforderungen aller Kapitalgeber gedeckt werden können. Erst der darüber hinausgehende Teil der jährlichen Cash Flows dient der Wertschöpfung (für die Eigentümer). Deshalb wird hier ein Kapitalkostensatz verwendet, der den Anforderungen beider Kapitalgeber, sowohl der Fremdkapital- als auch der Eigenkapitalgeber, Rechnung trägt. Diesen synthetischen Diskontierungssatz nennt man gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, WACC) und wird durch folgende Formel errechnet:

$$k_s = r_{EK} \frac{EK}{EK + FK} + (1 - s)r_{FK} \frac{FK}{EK + FK}$$

<sup>126</sup> Vgl. MENGELE (1999) S. 36 mit eigenen Ergänzungen.

<sup>127</sup> In dieser Ergebnisgröße werden weder FK-Zinsen noch die Ertragsteuern berücksichtigt, deshalb handelt es sich hierbei um die Kennzahl EBIT (Earnings Before Interest and Taxes).

<sup>128</sup> Es werden nur die zahlungswirksamen Steuern auf das Ergebnis berücksichtigt. Diese können vom Staat zu Staat anders ausgeprägt sein. In Ungarn zählen hierzu die KSt und eine Gemeindesteuerart.

<sup>129</sup> Nach der ungarischen Regelung fallen hierunter z.B. die Rückstellungen für vorzeitige Pensionierung und für Umweltschutz-Altlasten. In anderen Ländern gibt es andere Gründe für die Bildung langfristiger Rückstellungen.

Wichtig ist dabei, dass die Gewichtung auf Grund der Marktwerte sowohl des Eigenkapitals als auch des Fremdkapitals zu erfolgen hat. Die in  $r_{EK}$  und  $r_{FK}$  erfassten Renditeanforderungen der Eigen- bzw. Fremdkapitalgeber sind jeweils Durchschnittswerte, denen jedoch unterschiedliche Überlegungen zu Grunde liegen. Beim  $r_{FK}$  handelt es sich um den gewogenen Durchschnitt der (eindeutig definierten) Zins- und ähnlichen Ansprüche der verschiedenen Fremdkapitalgeber. Der Wert von  $r_{EK}$  muss auf Basis des Beteiligungsrisikos der Anteilseigner am Unternehmen ermittelt werden. Das geschieht durch den CAPM- oder APT-Ansatz, die theoretisch fundierte und in der Praxis verbreitete Modelle (zur Beschreibung der Kapitalmärkte) sind und die hier nicht näher behandelt werden sollen<sup>130</sup>. Bei der Gewichtung wird üblicherweise auf den langfristig geplanten Verschuldungsgrad abgestellt.

Schließlich muss noch der Multiplikand  $(1 - s)$  erläutert werden. Der Begriff des Free Cash Flow wurde unter Ausschluss jeglicher Zahlungen zwischen den Fremdkapitalgebern und der Unternehmung definiert. D.h., die steuerliche Begünstigung von Fremdkapitalfinanzierung und das daraus resultierende sog. tax shield wird im Zähler der Formel nicht berücksichtigt. Dies erfolgt im Nenner und zwar derart, dass die durch Fremdfinanzierung erzielte Steuerersparnis die Renditeforderung der Fremdkapitalgeber anteilig reduziert.

Daraus ergibt sich noch eine Besonderheit, die zu den Vorteilen dieser Methode zählt. Die Tatsache, dass vom Cash Flow jegliche Zahlungen zwischen dem Unternehmen und seinen Fremdkapitalgebern ausgeklammert sind, entspricht einer sauberen Trennung zwischen dem Leistungsbereich und dem Finanzierungsbereich des Unternehmens, wobei der erstgenannte Bereich im Zähler und der letztgenannte im Nenner Berücksichtigung findet. Dadurch erübrigt sich bei Veränderungen in der Finanzierungsstruktur eine Korrektur der Cash Flow-Werte, da alle relevanten Wirkungen im Kapitalkostensatz erfasst werden.

---

<sup>130</sup> Über die genannten Ansätze detailliert siehe z.B. COPELAND-KOLLER-MURRIN (1999) S. 289ff. und S. 298ff., sowie BREALEY-MYERS (1998) S. 171ff. und S. 182f., sowie ihren Vergleich ebenda.

### c) Zeithorizont

Die Formel trennt die Zukunft in zwei Teile. Für die folgenden  $T$  Jahre wird unterstellt, dass die entsprechenden Free Cash Flow-Werte bekannt sind oder zumindest detailliert geplant werden können. Im darauf folgenden Zeitraum (ab Jahr  $T+1$ ) geht man von stetigen jährlichen Free Cash Flows aus, die als ewige Rente erfasst werden können. Diese Vereinfachung entspricht der Nutzlosigkeit „genauer“ langfristiger Planungen und durch entsprechende Wahl von  $T$  kann den Besonderheiten des Unternehmens, der Branche usw. Rechnung getragen werden. Darüber hinaus ist in der Formel auch der Fall zeitlich begrenzter Rückflüsse abgebildet.

In der Praxis wird häufig mit einer modifizierten Formel gerechnet, in der angenommen wird, dass die Cash Flows nach dem Jahr  $T$  konstant mit dem Faktor  $g$  anwachsen. Diese Fiktion lässt sich mit einer geringfügigen Änderung des Modells in die Berechnungen integrieren. Demnach muss der Wert des Gesamtkapitals wie folgt errechnet werden<sup>131</sup>:

Wert des Gesamtkapitals (unter Berücksichtigung der jährlichen Wachstumsrate  $g$ ) =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k_s)^t} + \frac{FCF_{T+1} \times (1+g)}{(k_s - g) \times (1+k_s)^T}$$

#### 3.2.1.2 TCF-Methode

Ähnlich dem vorherigen Fall wird der Wert des Eigenkapitals auch im Rahmen der Total Cash Flow-Methode (TCF-Methode) in zwei Schritten ermittelt: zunächst diskontiert man die Total Cash Flows mit den gewichteten Renditeanforderungen der Kapitalgeber (um den tatsächlichen Wert des Gesamtkapitals zu errechnen) und anschließend wird der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen, damit man das gewünschte Ergebnis bekommt:

---

<sup>131</sup> Vgl. STEINER-WALLMEIER (1999) S. 5

1. Schritt:

$$\text{Wert des Gesamtkapitals} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{TCF}_t}{(1+k)^t} + \frac{\text{TCF}_{T+1}}{k \times (1+k)^T}$$

2. Schritt:

Wert des Eigenkapitals = Wert des Gesamtkapitals – Marktwert des Fremdkapitals

Zur Erläuterung der Komponenten des Rechenschemas sind folgende Angaben von Bedeutung:

a) *Total Cash Flows*<sup>132</sup> (TCF)

Die Definition von Total Cash Flow unterscheidet sich von derjenigen des Free Cash Flow – s. 3.2.1.1 a) – ausschließlich darin, dass der Total Cash Flow auch die sich auf Grund der begünstigten Behandlung der Fremdfinanzierung ergebende Steuerersparnis enthält (weitere Zahlungen aus den Beziehungen von Fremdkapitalgebern zur Unternehmung und umgekehrt bleiben also weiterhin außer Ansatz). Seine Größe kann sowohl direkt als auch indirekt ermittelt werden. Um einen Vergleich mit dem bei der Ermittlung des Free Cash Flow aufgeführten Schema zu ermöglichen, bleibe ich bei der indirekten Ableitung des Total Cash Flow aus dem operativen Ergebnis<sup>133</sup>:

$$\begin{aligned} & \text{Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern}^{134} \\ & - \text{Adjustierte Steuerzahlungen}^{135} \\ = & \text{Operatives Ergebnis vor Zinsen und nach Steuern} \\ \pm & \text{Abschreibungen/Zuschreibungen} \\ \pm & \text{Erhöhungen/Verminderungen der langfr. Rückstellungen}^{136} \\ = & \text{Operativer Brutto Cash Flow} \\ \pm & \text{Veränderungen des Nettoumlaufvermögens} \end{aligned}$$

<sup>132</sup> Der Total Cash Flow ist mit dem Brutto Cash Flow nicht zu verwechseln! Die Unterschiede sind aus der in diesem Punkt angegebenen Ableitung ersichtlich.

<sup>133</sup> Vgl. MENGELE (1999) S. 36 und 42 mit eigenen Ergänzungen.

<sup>134</sup> In dieser Ergebnisgröße werden weder FK-Zinsen noch die Ertragsteuern berücksichtigt, deshalb handelt es sich hierbei um die Kennzahl EBIT (Earnings Before Interest and Taxes).

<sup>135</sup> Es werden nur die zahlungswirksamen Steuern auf das Ergebnis berücksichtigt. Diese können vom Staat zu Staat anders ausgeprägt sein. In Ungarn zählen hierzu die KSt und eine Gemeindesteuerart.

<sup>136</sup> Nach der ungarischen Regelung fallen hierunter z.B. die Rückstellungen für vorzeitige Pensionierung und für Umweltschutz-Altlasten. In anderen Ländern gibt es andere Gründe für die Bildung langfristiger Rückstellungen.

	(ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)
±	<u>Mittelabflüsse für Investitionen/Mittelzuflüsse aus Desinvestitionen</u>
=	Operativer Free Cash Flow
±	<u>Nichtoperativer Cash Flow</u>
=	Free Cash Flow
+	<u>Steuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen</u>
=	Total Cash Flow

*b) Kapitalkostensatz (k)*

Die TCF-Methode stellt ebenfalls auf einen gewogenen Kapitalkostensatz ab, der die Renditeforderungen sowohl der Fremdkapital- als auch der Eigenkapitalgeber berücksichtigt. Da jedoch die Steuerersparnis, das auf die steuerliche Begünstigung der Fremdkapitalfinanzierung zurückzuführen ist, diesmal in die Cash Flow-Werte einfließt, begründet es im Nenner keine weiteren Korrekturen. Daraus ergibt sich folgende Formel:

$$k = r_{EK} \frac{EK}{EK + FK} + r_{FK} \frac{FK}{EK + FK}$$

Der Gewichtung sind jeweils die Marktwerte sowohl des Eigenkapitals als auch des Fremdkapitals zu Grunde zu legen. Zum Inhalt und Errechnung von  $r_{EK}$  und  $r_{FK}$  siehe die Ausführungen im Punkt 3.2.1.1 b).

Die Tatsache, dass die Steuerersparnis auf Grund der Fremdfinanzierung im Cash Flow berücksichtigt wird, verdeutlicht, dass die bei der FCF-Methode hochgepriesene scharfe Trennung zwischen dem Finanzierungs- und Leistungsbereich hier nicht mehr gegeben ist. Finanzierungsänderungen haben Auswirkungen sowohl auf den Zähler als auch auf den Nenner der Formel. Da bei der TCF-Methode von einem konstanten Verschuldungsgrad ausgegangen wird, hat der Planer folgenden Circulus vitiosus zu lösen: zur Ermittlung des Unternehmenswertes muss das tax shield schon bekannt sein, aber dessen Höhe hängt – neben dem Steuersatz – gerade vom Unternehmenswert ab. Die sich zur Lösung

dieser Problematik anbietende Iteration macht die TCF-Methode für die Praxis aber eher unattraktiv<sup>137</sup>.

### c) Zeithorizont

Die Formel trennt die Zukunft in zwei Teile. Für die folgenden  $T$  Jahre wird unterstellt, dass die Total Cash Flow-Werte detailliert geplant sind. Im darauf folgenden Zeitraum (ab Jahr  $T+1$ ) geht man von stetigen jährlichen Total Cash Flows aus, die als ewige Rente erfasst werden können. Die Interpretation dieser Vorgehensweise entspricht vollkommen derjenigen der FCF-Methode.

Auch dieser Ansatz bietet die Möglichkeit der Berücksichtigung eines jährlich gleichbleibenden Wachstums in Höhe von  $g$ . Dadurch ändert sich die Formel des ersten Berechnungsschrittes wie folgt:

Wert des Gesamtkapitals (unter Berücksichtigung der jährlichen Wachstumsrate  $g$ ) =

$$\sum_{t=1}^T \frac{\text{TCF}_t}{(1+k)^t} + \frac{\text{TCF}_{T+1} \times (1+g)}{(k-g) \times (1+k)^T}$$

### 3.2.1.3 APV-Methode

Der Adjusted Present Value-Methode (APV-Methode) liegt eine dreistufige Berechnung des Wertes des Eigenkapitals zu Grunde, indem – ausgehend aus den Free Cash Flows und einer Finanzierungsfiktion – zuerst der Wert eines vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens errechnet wird. Die Wirkung der teilweisen Fremdfinanzierung (in Form vom tax shield) wird separat ausgewiesen und dem Unternehmenswert aus dem ersten Berechnungsschritt hinzugerechnet. Der letzte Schritt entspricht demjenigen der beiden bereits abgehandelten Ansätze. Demnach ist für die APV-Methode folgende Vorgehensweise charakteristisch:

---

<sup>137</sup> Über einen anderen möglichen Lösungsweg s. SCHWETZLER–DARIJTSCHUK (1999) S. 310 und SCHWETZLER–DARIJTSCHUK (2000)

1. Schritt:

Wert des Gesamtkapitals im Falle der vollständigen Eigenfinanzierung =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + k_{EK}^u)^t}$$

2. Schritt:

Wert des Gesamtkapitals unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + k_{EK}^u)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{s \times k_{FK} \times FK_{t-1}}{\prod_{t^*=1}^t (1 + k_{FK, t^*})}$$

3. Schritt:

Wert des Eigenkapitals =

Wert des Gesamtkapitals (aus Schritt 2) – Marktwert des Fremdkapitals

Zur Erläuterung der obigen Formeln sind folgende Punkte zu beachten:

a) *Free Cash Flows (FCF) und tax shield ( $s \times k_{FK} \times FK_{t-1}$ )*

Die im Zähler erfassten Free Cash Flows sind definiert als Saldo aller Zahlungen der betrachteten Periode mit Ausnahme der Zahlungen zwischen den Fremdkapitalgebern und dem Unternehmen. Daraus wird ersichtlich, dass zur Errechnung des Cash Flow-Wertes grundsätzlich die im 3.2.1.1 a) geschilderten Vorgehensweisen zur Verfügung stehen, worauf hier nicht erneut eingegangen werden soll.

Die sich auf Grund der begünstigten Behandlung der Fremdfinanzierung ergebende Steuerersparnis wird im zweiten Summanden ausgewiesen, wobei der Ausdruck ( $s \times k_{FK} \times FK_{t-1}$ ) für die im Jahr t durch den Abzug der Fremdkapitalzinsen – auf den Anfangsbestand vom FK bezogen, also ( $k_{FK} \times FK_{t-1}$ ) – gesparte Steuersumme steht. (Weitere Zahlungen aus dem Verhältnis von Fremdkapitalgebern zur Unternehmung werden im Zähler nicht berücksichtigt.) Diese Vorgehensweise ist ursächlich dafür, dass im Falle eines konstanten Verschuldungsgrades bei der APV-Methode das gleiche Zirkularitätsproblem wie im Punkt

3.2.1.2 *b*) beschrieben existiert. Ohne diese Annahme besteht diese Problematik nicht, dafür muss man bei der Ermittlung des Kapitalkostensatzes gesonderte Überlegungen anstellen (s. folgender Punkt *b*))<sup>138</sup>.

*b) Kapitalkostensätze ( $k_{EK}^u$  und  $k_{FK, t^*}$ )*

Im ersten Schritt der Berechnung wird der Wert der Unternehmung unter der Fiktion der vollständigen Eigenfinanzierung ermittelt. Diese fiktive Annahme hat zur Folge, dass die Free Cash Flows mit der Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber (daher *EK*) zu diskontieren sind. Letztere Größe lässt sich z.B. mit Hilfe des CAPM-Modells oder des APT-Modells abschätzen – Voraussetzung ist allerdings, dass man eine Annahme bzgl. der Beziehung zwischen Renditeforderung der Eigenkapitalgeber und Verschuldungsgrad des Unternehmens getroffen hat<sup>139</sup>. Man ist auf diese Annahme angewiesen, da (wegen des Fehlens von ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmungen der entsprechenden Risikoklasse an der Börse) sich weder diese Beziehung noch  $k_{EK}^u$  selber empirisch ermitteln lässt<sup>140</sup>. Da diese Renditeforderung jedoch nicht mit den Renditeerwartungen des zu bewertenden Unternehmens (das ja i.d.R. gemischt finanziert wird) übereinstimmt, deutet das Zeichen *u* auf die Fiktion der unverschuldeten Unternehmung hin.

<sup>138</sup> Über einen anderen möglichen Lösungsweg s. SCHWETZLER–DARIJTSCHUK (1999) S. 310 und S. 313

<sup>139</sup> BÖCKING-NOWAK (2000) S. 23 empfiehlt diesbezüglich eine Aufspaltung des – durch CAPM ermittelten – Risikomaßes (also des  $\beta$ -Faktors) des verschuldeten Unternehmens in einen  $\beta$ -Faktor des unverschuldeten Unternehmens und einen  $\beta$ -Faktor für das Fremdkapital. Die Autoren schätzen, dass der letztgenannte Faktor (für Unternehmen mit guter Bonität) “nahe bei Null” liegt. So ergibt sich folgende Formel für den  $\beta$ -Faktor eines ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmens:  $\beta^u =$

$$\left[ \frac{\beta_{\text{verschuldetes Unternehmen}}}{1 + (1 - s) \times \frac{\text{Marktwert des Fremdkapital als}}{\text{Marktwert des Eigenkapital als}}} \right]. \text{ Mit Hilfe dieser Größe gelangt man zur Renditeerwartung}$$

der Eigentümer eines fiktiv EK-finanzierten Unternehmens, also zu  $k_{EK}^u$ .

<sup>140</sup> MENGELE (1999) S. 46

Der Kostensatz zur Diskontierung des tax shield ist ein synthetischer, dessen Aufbau folgenden Überlegungen Rechnung trägt<sup>141</sup>: die Steuerersparnis der gegenwärtigen Periode  $t$  hängt eng mit der Zinszahlung zusammen (sie fällt nur dann aus, wenn die Zinsen nicht bezahlt werden), so dass ihr Risiko identisch mit dem Risiko der Zinszahlung ist. Daraus folgt, dass für diese Minderaufwandsgröße in Periode  $t$  der Diskontierungssatz  $k_{FK}$  gilt. Bei der Höhe des Fremdkapitals und des daraus abgeleiteten tax shield aller späteren Perioden ist hingegen das Gesamtrisiko des Unternehmens von Bedeutung. Darüber hinaus muss man noch berücksichtigen, dass  $k_{FK}$  von der Höhe von  $FK$  abhängt, so dass mit einem „periodenspezifischen risikoangepassten Zinsfuß“<sup>142</sup>  $k_{FK,t^*}$  gerechnet werden muss. Demnach gilt:

$$\prod_{t^*=1}^t (1 + k_{FK,t^*}) = (1 + k_{FK})(1 + k_{FK+EK})^{t-1}.$$

Miles und Ezzel<sup>143</sup> haben gezeigt, dass im Falle, wo

$$k_{FK+EK} = \frac{(1 + k_s)(1 + k_{FK})}{1 + k_{FK} \left(1 - s \frac{FK}{FK + EK}\right)} - 1,$$

die APV-Methode und die FCF-Methode zu identischen Ergebnissen – Unternehmenswert und daraus Shareholder Value – führen. (Das Eigenkapital und das Fremdkapital sind auch in diesem Falle zu ihren Marktwerten anzusetzen.)

### c) Zeithorizont

Die Formeln in den Schritten 1 und 2 betrachten nur ein begrenztes Zeitintervall. Es besteht jedoch die Möglichkeit, die Betrachtung auf unendliche Zeit auszuweiten, wobei es üblich ist anzunehmen, dass nach der Periode  $T$  alle

<sup>141</sup> Siehe STEINER-WALLMEIER (1999) S. 5, während BÖCKING-NOWAK (2000) S. 24 aus Vereinfachungsgründen die ausschließliche Verwendung des FK-Kostensatzes für die Diskontierung des tax shield vorschlagen.

<sup>142</sup> MENGELE (1999) S. 45

<sup>143</sup> Zu den Annahmen und weiteren Details über die Formel siehe MILES-EZZELL (1980)

Angaben unverändert bleiben (oder konstant wachsen). Betrachten wir mal den ersten Fall, dann ändert sich die Formel des zweiten Schrittes wie folgt:

2. Schritt:

Wert des Gesamtkapitals unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k_{EK}^u)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{k_{EK}^u \times (1+k_{EK}^u)^T} + \sum_{t=1}^T \frac{s \times k_{FK} \times FK_{t-1}}{\prod_{t^*=1}^t (1+k_{FK,t^*})} + \frac{s \times FK_T}{k_{FK+EK} \times \prod_{t^*=1}^T (1+k_{FK,t^*})}$$

Und nun gehen wir vom konstanten Wachstumsquotienten  $g$  aus. Dann ergibt sich die folgende Formel für den zweiten Berechnungsschritt:

2. Schritt:

Wert des Gesamtkapitals unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung =

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k_{EK}^u)^t} + \frac{FCF_{T+1} \times (1+g)}{(k_{EK}^u - g) \times (1+k_{EK}^u)^T} + \sum_{t=1}^T \frac{s \times k_{FK} \times FK_{t-1}}{\prod_{t^*=1}^t (1+k_{FK,t^*})} + \frac{s \times k_{FK} \times FK_T}{(k_{FK+EK} - g) \times \prod_{t^*=1}^T (1+k_{FK,t^*})}$$

### 3.2.1.4 Equity- bzw. Flow to Equity-Methode (FTE-Methode)

Im Gegensatz zu den bisher erwähnten Varianten der DCF-Methode wird der Shareholder Value hier in einem einzigen Schritt ermittelt, indem ausschließlich die den Eigenkapitalgebern zustehenden Zahlungsüberschüsse mit den Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber (also den Eigenkapitalkosten) diskontiert werden:

$$\text{Wert des Eigenkapitals} = \sum_{t=1}^T \frac{FTE_t}{(1+k_{EK})^t} + \frac{FTE_{T+1}}{k_{EK} \times (1+k_{EK})^T}$$

Die einzelnen Elemente des Schemas sollen im Folgenden näher beschrieben werden.

#### a) Flow to equity (FTE)

Wie bereits erwähnt, der Zähler enthält die Zahlungsüberschüsse, die den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen. Diese Größe schließt die

Steuerersparnis und die Veränderung des Bestandes an Fremdkapital mit ein. Man kann die Höhe von FTE auf direktem Wege (progressiv) ermitteln. Es besteht aber auch die Möglichkeit eine Verbindung zwischen Flow to Equity und Total Cash Flow herzustellen: zieht man nämlich die Fremdkapitalzinsen und die -Tilgung vom TCF ab und addiert die Aufnahme vom neuen Fremdkapital hinzu, dann ergibt sich der FTE. Daran kann man erkennen, dass die Höhe von FTE auch indirekt berechnet werden kann. Das ausführliche indirekte Schema sieht wie folgt aus<sup>144</sup>:

	Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern
-	Fremdkapitalzinsen
+	<u>Steuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen</u>
=	Operatives Ergebnis vor Steuern
-	<u>Steuerzahlungen</u>
=	Operatives Ergebnis nach Steuern
±	Abschreibungen/Zuschreibungen
±	Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
±	Erhöhungen/Verminderungen der langfr. Rückstellungen
±	Veränderungen des Nettoumlaufvermögens (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)
±	Mittelabflüsse für Investitionen/Mittelzuflüsse aus Desinvestitionen
±	Aufnahmen/Tilgung von festverzinslichem Fremdkapital
±	<u>Nichtoperativer Cash Flow</u>
=	Flow to Equity

Charakteristisch ist die Forderung, nur die Bestandsänderungen vom verzinslichen Fremdkapital in die Berechnungen einzubeziehen, weil die anderen Fremdkapitalposten keinerlei Zinszahlungen oder ähnliche Aufwendungen verursachen und damit ihre Änderung – über das tax shield – keine Wirkung auf die den Eigenkapitalgebern zustehenden Cash Flows ausübt. Die genaue Planung der zukünftigen Entwicklung vom Fremdkapital ist Voraussetzung für die Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals durch die FTE-Methode.

Aus der Berücksichtigung der Steuerersparnis in der Cash-Größe folgt, dass das Zirkularitätsproblem auch dieser Methode eigen ist<sup>145</sup>, weshalb die in Verbindung mit der TCF-Methode schilderten Kritikpunkte hier ebenfalls zur Geltung kommen.

---

<sup>144</sup> MENGELE (1999) S. 47 mit eigenen Ergänzungen.

### b) Kapitalkostensatz ( $k_{EK}$ )

Die Zahlungsüberschüsse der Eigenkapitalgeber müssen mit deren Renditeerwartung diskontiert werden, um fundierte Aussagen über die Erhöhung bzw. Minderung des Wertes des Eigenkapitals infolge der zukünftigen FTEs machen zu können. Diese Renditeforderung kann – wie bzgl. der vorherigen Ansätze bereits erwähnt – aus Kapitalmarktmodellen wie z.B. dem CAPM-Modell abgeleitet werden.

### c) Zeithorizont

Die Formel trennt die Zukunft in zwei Teile. Für die folgenden  $T$  Jahre wird unterstellt, dass die jährlichen Flow to Equity-Werte bekannt (oder zumindest detailliert geplant) sind. Im darauf folgenden Zeitraum (ab Jahr  $T+1$ ) geht man von stetigen jährlichen Flows to Equity aus, die als ewige Rente erfasst werden können. Damit gelten die in den Punkten 3.2.1.1 c) und 3.2.1.2 c) beschriebenen Eigenschaften sinngemäß. Dasselbe gilt für den Fall der konstanten Wachstumsrate ab der Periode  $T+1$ , woraus sich folgende modifizierte Formel ergibt:

Wert des Eigenkapitals (unter Berücksichtigung der jährlichen Wachstumsrate  $g$ )

$$= \sum_{t=1}^T \frac{FTE_t}{(1+k_{EK})^t} + \frac{FTE_{T+1} \times (1+g)}{(k_{EK}-g) \times (1+k_{EK})^T}$$

#### 3.2.1.5 Überlegungen zur Anwendung der DCF-Ansätze

In der heilen Welt der neoklassischen Wirtschaftswissenschaft können die dargestellten DCF-Methoden sehr spektakuläre Vorteile aufweisen, die sie zum Maß aller Dinge machen<sup>146</sup>:

- die gewählte Ausgangsbasis Cash Flow ist die einzig richtige Größe zur Ableitung von Ertragskraft und Wert des Unternehmens;
- das Prinzip des going concern kommt uneingeschränkt zur Geltung;

---

<sup>145</sup> Über die Mögliche Lösung dieses Problems s. SCHWETZLER–DARIJTSCHUK (1999) S. 310 und S. 313

<sup>146</sup> SZÉKELY (2000) S. 13

- die langfristige Betrachtung verhilft die Wachstumschancen des Unternehmens zum Vorschein;
- verwendet eine klare und schlüssige Rechenmethodik.

Zieht man das reelle Umfeld der Planung mit ein, werden Kompromisse nötig, die die Varianten der DCF-Methode eher unattraktiv erscheinen lassen<sup>147</sup>:

- man muss einen begrenzten Planungshorizont wählen (außer der sehr fraglichen Annahme der konstanten Cash Flows), dessen Länge das Ergebnis wesentlich beeinflusst;
- als logische Konsequenz muss dann ein sog. Restwert (zum Ende des gewählten Zeithorizonts) geschätzt werden<sup>148</sup>;
- oder aber man nimmt einen konstanten, jedoch gleichwohl unsicher geschätzten Wachstumsfaktor  $g$  für die ferne Zukunft an;
- man findet kaum ein geeignetes (und börsennotiertes) Vergleichsunternehmen zur Ermittlung der begründeten Renditeerwartung der Anteilseigner determinierenden Beta-Wertes;
- es ist fast unmöglich, die Berechnungen für einzelne Geschäftsfelder oder (Investitions)Projekte durchzuführen – hierzu fehlen einerseits die das Risiko quantifizierenden sog. Sparten-Betas, und andererseits die ursachengerechte Aufspaltung des Gesamtkapitals begründenden Verteilungsschlüssel;
- außer Finanzexperten kann dieses abstrakte System niemand durchschauen oder verstehen.

Das sind m.E. auch die Gründe, warum man trotz der erfolgten Ausarbeitung des (nie erreichbaren) ökonomischen Ideals nach für die Praxis geeigneten Surrogaten Ausschau halten musste<sup>149</sup>. Von den erarbeiteten alternativen Lösun-

---

<sup>147</sup> SZÉKELY (2000) S. 14

<sup>148</sup> Zu dieser Problematik s. ausführlich HENSELMANN (2000)

<sup>149</sup> LOITZ (2000) S. 701

gen nimmt meine vorliegende Arbeit den Cash Value Added und den Economic Value Added unter die Lupe.

### 3.2.2. Der Cash Flow Return on Investment (CFRoI)-Ansatz und Cash Value Added (CVA)

Bei diesem Ansatz wird der Shareholder Value in vier Schritten berechnet. Zunächst bestimmt man den fiktiven Cash Flow-basierten internen Zinsfuß der Unternehmung (auch CFRoI genannt), den man im zweiten Schritt zur Ermittlung des Übergewinnes der betrachteten Periode braucht. Durch Diskontierung der Übergewinne (CVA) der einzelnen Perioden und Hinzurechnung einer entsprechend ermittelten Nettoinvestitionssumme erhält man den Wert des Gesamtkapitals. Setzt man den Marktwert des Fremdkapitals in Abzug, so ergibt sich der Shareholder Value. Als Erstes bietet sich daher ein Überblick über die Vorgehensweise und ihre Formeln an:

#### 1. Schritt:

Berechnung von  $CFRoI_{(t)}$  aus der Gleichung:

$$\text{Bruttoinvestitionsbasis (BIB)} = \sum_{t=1}^T \frac{BCF_{(t)}}{(1 + CFRoI_{(t)})^t} + \frac{\text{Fiktive Einzahlung}_T}{(1 + CFRoI_{(t)})^T}$$

#### 2. Schritt:

$$CVA_t = (CFRoI_{(t)} - k_{(t)}) \times \text{BIB}$$

oder

$$CVA_t = BCF_t - (k_{(t)} \times \text{BIB})$$

#### 3. Schritt:

$$\text{Wert des Gesamtkapitals} = \frac{CVA_t}{k_{(t)}} + \text{Nettoinvestition}_0$$

#### 4. Schritt:

Wert des Eigenkapitals = Wert des Gesamtkapitals – Marktwert des Fremdkapitals

Im Falle, dass man das Zeichen (*t*) überall außer Acht lässt, handelt es sich um die einfache CFROI-Rechnung<sup>150</sup>, während beim Abstellen auf periodenbezogene Daten die komplexe jedoch genauere Berechnung zum Zuge kommt.

Die einzelnen Komponenten der Berechnung sollen in chronologischer Reihenfolge entsprechend den aufeinander folgenden Rechenschritten behandelt werden:

*a) Bruttoinvestitionsbasis (BIB)*

Dem CFROI-Ansatz liegt die fiktive Annahme<sup>151</sup> zu Grunde, das ganze Unternehmen sei ein einziges Investitionsprojekt mit der Initialinvestition *BIB*, den jährlichen Zahlungsüberschüssen  $BCF_{(t)}$ , einer (Durchschnitts)Lebensdauer *T*, einem auf den Zeitpunkt *T* bezogenen Residualwert und dem aus diesen Größen abgeleiteten internen Zinsfuß *CFROI*. CFROI steht für eine Cash Flow-orientierte Renditegröße auf Basis einer ebenfalls Cash Flow-orientierten Bruttoinvestitionssumme als Kapitalbasis.

Bereits der Name Bruttoinvestitionsbasis deutet darauf hin, dass es sich um eine Totalsumme handelt und dies gilt in zweierlei Hinsicht<sup>152</sup>: das gebundene Kapital soll in voller Höhe (brutto) und in heutigen Geldeinheiten (real) ausgewiesen werden. Letzteres Kriterium begründet die Inflationsanpassung aller früher erworbenen Aktiva<sup>153</sup> (egal, ob dies durch die Verwendung von Wiederbe-

---

<sup>150</sup> Dabei kann der erste Schritt noch einfacher gestaltet werden. Die Literatur kennt auch die folgende Formel zur Errechnung von CFROI:  $\frac{BCF_t}{BIB_0}$ , die als Gross Profitability Ratio oder auch Cash Recovery Rate genannt wird. Siehe MENGELE (1999) S. 125

<sup>151</sup> SCHMIDBAUER (1999) S. 369

<sup>152</sup> CRASSELT-SCHREMPER (2001) S. 272

<sup>153</sup> Dies ist notwendig, damit die in der Vergangenheit investierten Geldströme (genauer gesagt ihre Summe) mit heutigen und zukünftigen (dann allerdings abgezinsten) DCF-Werten verglichen werden können. Anders formuliert: die Methode fingiert eine konzentrierte Wiederbeschaffung der Aktiva in der Gegenwart. Die Inflationsanpassung soll(te) natürlich anhand von historischen anlagenspezifischen Teuerungs-

schaffungswerten wie bei den meisten Anlagen geschieht, oder durch Multiplikation mit der tatsächlichen kumulierten Inflation der Zwischenzeit wie beim derivaten Geschäfts- und Firmenwert), während die erstgenannte Bedingung die Berücksichtigung aller zur Wertschöpfung beitragenden Vermögenswerte (d.h. unabhängig von deren Ausweis in der Handelsbilanz) postuliert. Die nicht abschreibbaren Aktiva sind ohne jegliche Wertkorrektur, d.h. mit ihren Buchwerten anzusetzen<sup>154</sup>.

Da es im ersten Schritt um das Berechnen einer – internen – Rendite geht, die dann mit den Erwartungen der Kapitalgeber verglichen werden soll, erscheint es plausibel, das Gesamtvermögen um das nichtverzinsliche Fremdkapital zu kürzen, da diese „Verbindlichkeiten ohne Verzinsungserwartung“ die Berechnung verzerren würden. Hierbei ist es allerdings nicht unumstritten, dass der CFRoI-Ansatz alle Rückstellungen als nichtverzinslich ansieht<sup>155</sup> (vgl. gesetzliche Regelung der Pensionsrückstellungen).

Aus obigen Überlegungen ergibt sich dann das folgende Rechenschema<sup>156</sup>:

- Umlaufvermögen
- + Aktive Abgrenzungsposten
- + Finanzanlagevermögen
- + Grund und Boden
- Nichtverzinsliche Verbindlichkeiten
- = Nettowert der nicht planmäßig abschreibbaren Aktiva
- + Buchwert des abschreibbaren immateriellen und Sachvermögens (außer Goodwill<sup>157</sup>)
- + Kumulierte Abschreibung auf das immaterielle und Sachvermögen (außer Goodwill)
- = AHK des planmäßig abschreibbaren immateriellen und Sachvermögens
- + Inflationsanpassung
- = Inflationsangepasster (Brutto)Wert des planmäßig abschreibbaren immateriellen und Sachvermögens
- + Kapitalisierte Miet- und Leasingaufwendungen
- + Selbst erstellte Vermögensgegenstände insbesondere Goodwill<sup>158</sup>

---

raten erfolgen und nicht einen einzigen, allgemeinen Preissteigerungsindex heranziehen, wodurch die Korrektur allerdings wesentlich erschwert wird. MÄNNEL (2001) S. 48

<sup>154</sup> CRASSETT-SCHREMPER (2001) S. 272

<sup>155</sup> SCHMIDBAUER (1999) S. 370

<sup>156</sup> SCHMIDBAUER (1999) S. 369

<sup>157</sup> Der erworbene Goodwill wird deshalb nicht berücksichtigt, weil seine Höhe in sehr hohem Maße subjektiv ist und darüber hinaus bei weitem nicht (unbedingt) die bereits getätigten, also dem Unternehmen zur Verfügung stehenden wertsteigernden Investitionen widerspiegelt. Somit könnte seine Berücksichtigung den zu berechnenden internen Zinsfuß und dadurch alle weiteren Berechnungen verzerren. Vgl. SCHMIDBAUER (1999) S. 370

= Bruttoinvestitionsbasis

Für die weitergehende Betrachtung ist es bedeutsam festzustellen, dass die gleiche Bruttoinvestitionsbasis auch indirekt, d.h. aus dem Jahresabschluss abgeleitet werden kann. Dies soll jetzt gezeigt werden<sup>159</sup>:

Bilanzsumme  
+ Kumulierte Abschreibung auf das immaterielle und Sachvermögen  
+ Inflationsanpassung des immateriellen und Sachvermögens  
+ Kapitalisierte Miet- und Leasingaufwendungen  
– Erworbene Geschäfts- und Firmenwerte<sup>160</sup>  
– Nichtverzinsliche Verbindlichkeiten (einschl. Rückstellungen)  
+ Selbst erstellte Vermögensgegenstände insbesondere Goodwill  
= Bruttoinvestitionsbasis

### *b) Brutto Cash Flow (BCF)*

Die doppelte Bruttobetrachtungsweise in Punkt *a)* spiegelt sich auch in der Höhe des Brutto Cash Flow wider. (Diesmal soll die Darstellung auf die indirekte Herleitung von BCF beschränkt werden.) Es geht beim CFROI-Ansatz um die Gesamtkapitalrendite in Geldeinheiten, deshalb müssen die von der Bruttoinvestitionsbasis erwirtschafteten aber in der GuV in Abzug gebrachten Ertragsteile (z.B. Abschreibungen, Fremdkapitalzinsen<sup>161</sup>) wieder hinzugerechnet werden, wobei auf die theoretisch mögliche Berücksichtigung von tax shield in der Praxis meist verzichtet wird. Die Inflationsanpassung sollte hier auch zum Zuge kommen, und zwar dann, wenn die Materialaufwendungen nach der FIFO-Methode

---

<sup>158</sup> Aber auch die Ingangsetzungs-, Erweiterungs- und Entwicklungsaufwendungen (wenn früher nicht für ihre Aktivierung optiert wurde), Ausgaben für Mitarbeiterschulung, Aufwendungen für die Erschließung neuer Märkte – s. MÄNNEL (2001) S. 42

<sup>159</sup> LORSON (1999) S. 1335 mit eigenen Ergänzungen.

<sup>160</sup> Hier soll nochmals verdeutlicht werden, dass der Abzug der in der Bilanz enthaltenen sekundären Firmenwerte und die Hinzurechnung der dem Aufbau und Erhalt des originären Firmenwertes dienenden, in der Bilanz jedoch nicht anzusetzenden Auszahlungen den gleichen logischen Ursprung und Sinn haben: die Bruttoinvestitionsbasis soll nur diejenigen Geldabflüsse zusammenfassen, die das dem operativen Geschäft dienende Vermögen erhöht haben. Dazu gehören alle Ausgaben, die den eigenen Firmenwert erhöht haben. Aber nur ein (meist sehr geringer) Teil derjenigen Auszahlungen, die bei Firmenakquisitionen zum Erwerb von Firmen- und Geschäftswert verwendet wurden. Bereits die Urheber des CFROI-Ansatzes empfehlen den in der Bilanz ausgewiesenen (sekundären) Geschäfts- und Firmenwert in voller Höhe abzuziehen – wohl wissend, dass ein (begründbarer und so auch für Firmenexterne nachvollziehbarer) Teil davon bei der Inflationsanpassung zur Geltung kommt und dass auch diejenigen Ausgaben berücksichtigt werden (sollten), die zum Aufbau des damals originären Geschäftswertes des inzwischen aufgekauften Unternehmens getätigt wurden. Letztere Ausgaben fallen nämlich aus heutiger Sicht unter dem Begriff des selbst erstellten Goodwills.

bewertet worden sind und/oder die Differenz zwischen den monetären Aktiven und nichtverzinslichen Passiven vom Null wesentlich abweicht. Also<sup>162</sup>:

	Gewinn nach Steuern lt. GuV (eventuell Ergebnis nach DVFA/SG)
+	Fremdkapitalzinsen
+	Abschreibungen
+	Nichtkapitalisierte Miet- und Leasingaufwendungen
+	Anpassung um die LIFO/FIFO-Differenz
±	<u>Inflationsgewinn/Inflationsverlust aus der Nettoliquidität</u>
=	Brutto Cash Flow

Vor allem wegen der zwei letztgenannten Bereinigungsposten ist es nahezu unmöglich, die Brutto Cash Flow-Werte für die Zukunft zu prognostizieren, obwohl dies für die Ermittlung des internen Zinsfußes unbedingt notwendig wäre. Statt dessen nimmt man an, der für das mit dem jüngsten Jahresabschluss angesprochene Jahr gültige BCF würde bis zum Planungshorizont  $T$  (und ggf. auch danach) unverändert bleiben. Dies kann zu einer Vereinfachung genutzt werden, die zu der Ewigen-Rente-Formel im 1. Berechnungsschritt führt. Diese vereinfachende Annahme macht es unerlässlich, den Wert von Brutto Cash Flow jedes Jahr – jeweils aus dem letzten Jahresabschluss – neu zu ermitteln und darauf aufbauend den Wert des Eigenkapitals erneut auszurechnen.

### c) Zeithorizont ( $T$ )

Der interne Zinsfuß kann nur unter Annahme entweder des Falles einer ewigen Rente – in der Formel ohne den Index ( $t$ ) – oder eines festen Zeithorizonts – in der Formel mit dem Index ( $t$ ) ausgedrückt – errechnet werden. Der realistischere Fall ist der letztere, dessen Anwendung jedoch meist die Durchführung einer Iteration erfordert.

Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass das Unternehmen als Investitionsprojekt nur eine fiktive Nutzungsdauer (auch strategische Nutzungsdauer genannt<sup>163</sup>) haben kann, die auf zwei Art und Weise ermittelt werden kann. Der kürzere Weg

---

<sup>161</sup> Damit werden gleichzeitig die Vor- und Nachteile der unterschiedlichen Finanzierungsstruktur eliminiert.

<sup>162</sup> SCHMIDBAUER (1999) S. 370, MÄNNEL (2001) S. 41f. und LORSON (1999) S. 1335 mit eigenen Ergänzungen.

führt über die Summe der abschreibbaren Aktiva, die durch die darauf bezogene jährliche lineare Abschreibung zu dividieren ist<sup>164</sup>. Wählt man die andere Möglichkeit, dann wird aus den jeweiligen Nutzungsdauern<sup>165</sup> der einzelnen abnutzbaren Gegenstände des Unternehmens ein gewogener Mittelwert gebildet, wobei zweckgemäß der Wert der einzelnen Anlagegüter (gemessen an der Bruttoinvestitionsbasis) als Gewicht dienen kann<sup>166</sup>.

#### *d) Fiktive Einzahlung*

Die hier angesprochene Methode der Diskontierung zukünftiger Cash Flows berücksichtigt i.d.R. auch einen Residualwert, der unter verschiedenen Namen (wie z.B. Restwert, Liquidationserlös) bekannt ist. Vom Inhalt her wird darunter all das zusammengefasst und in Geldeinheiten ausgedrückt, was nach Ablauf der Nutzungsdauer, also in der fernen Zukunft passieren würde, wobei wir über diese Ereignisse zur Zeit der Berechnung fast nie begründete Vorstellungen haben (können).

Beim CFROI-Ansatz sieht es anders aus<sup>167</sup>. Zum einen enthält der erste Summand der Formel im Schritt 1 bereits die Zahlungsüberschüsse aus dem abnutzbaren Anlagevermögen. Es verbleiben zum Zeitpunkt  $T$  aus der Unternehmung als Investitionsprojekt also das nichtabnutzbare Anlagevermögen und das Umlaufvermögen übrig, die dann (fiktiv) veräußert werden sollen. Aus dem Zeitwert dieser Vermögensmasse wird die fiktive Einzahlung abgeleitet.

Zum anderen ist dieser Zeitwert noch einmal zu modifizieren: da die Berechnung des internen Zinsfußes auf die Bruttoinvestitionsbasis abstellt, die das nichtverzinsliche Fremdkapital nicht enthält, müssen diese Verbindlichkeiten

---

<sup>163</sup> LORSON (1999) S. 1335

<sup>164</sup> Man errechnet also die durchschnittliche Umschlagsdauer der Bruttoinvestitionsbasis, die mit der Nutzungsdauer nicht unbedingt identisch ist. MÄNNEL (2001) S. 44

<sup>165</sup> Damit ist nicht die rechtliche, sondern die wirtschaftliche Nutzungsdauer gemeint. SCHMIDBAUER (1999) S. 370

<sup>166</sup> Die Durchschnittsbildung aus ungleich langen Nutzungsdauern verursacht einen eigenständigen Rentabilitätseffekt. Vgl. MÄNNEL (2001) S. 45

<sup>167</sup> LORSON (1999) S. 1335

noch abgewickelt werden. Dies geschieht am Ende des Planungszeitraums<sup>168</sup> und mindert somit die Summe der fiktiven Einzahlung. Es kann demnach sehr wohl vorkommen, dass die fiktive Einzahlung letztendlich eine fiktive Auszahlung wird.

*e) Kapitalkostensatz ( $k_{(t)}$ )*

Um die Höhe des Cash Value Added berechnen zu können, müssen wir die Höhe der Renditeforderung der Kapitalgeber wissen, denn erst der darüber hinausgehende Teil der Erträge (hier gemessen in Form von Cash Flows) eine Wertschöpfung begründet. Dieser gewogene Kapitalkostensatz muss in Anlehnung an den Inhalt des verwendeten BCF-Begriffes ermittelt werden. Folgt man der oben zitierten Praxis, wonach bei der Berechnung von BCF das tax shield nicht berücksichtigt wird, dann bietet sich hier die Möglichkeit es nachzuholen<sup>169</sup>. In diesem Falle benutzt man  $k_s$  vom Punkt 3.2.1.1 *b)*. Will man das tax shield gänzlich ignorieren, oder wurde es bereits im Brutto Cash Flow berücksichtigt<sup>170</sup>, dann nimmt man  $k$  vom Punkt 3.2.1.2 *b)* als Ausdruck der Renditeforderungen der Kapitalgeber.

*f) Cash Value Added (CVA)*

Nachdem im Schritt 1 der interne Zinsfuß der Unternehmung ermittelt und dann der adäquate Kapitalkostensatz ausgewählt wurde, kann man die Wertschaffung im untersuchten Jahr ermitteln. Die zwei angegebenen Formeln des zweiten Rechenschrittes führen zu identischen Ergebnissen – vorausgesetzt, man benutzt denselben  $k_{(t)}$ -Wert. In beiden Fällen sieht man deutlich, dass es sich um die Ermittlung eines sog. Übergewinns handelt, die eine unübersehbare Ähnlichkeit zum Market Value Added (s. in 3.3.1) aufweist.

---

<sup>168</sup> Es wird also angenommen, dass der Bestand des zinsfreien Fremdkapitals über die Nutzungsdauer konstant bleibt.

<sup>169</sup> MENGELE (1999) S. 125

<sup>170</sup> CRASSETL-SCHREMPER (2001) S. 273 heben hervor, dass immer dann, wenn die Ermittlung des BCF auf Basis der tatsächlichen Steuerzahlungen erfolgte, das tax shield im Kapitalkostensatz nicht (nochmalig) berücksichtigt werden darf.

Betrachtet man den ermittelten Cash Value Added als eine ewige Rente, dann kann daraus – durch Hinzurechnung der gesondert zu ermittelnden Nettoinvestition in der Periode 0 – der Wert des Gesamtkapitals berechnet werden. Hierbei ist der gleiche  $k_{(t)}$  wie vorher anzuwenden. Die Nettoinvestition<sub>0</sub> ist in der Literatur<sup>171</sup> angegeben als

$$\begin{aligned} & \text{Bruttoinvestitionsbasis in Periode 0 (inflationbereinigt)} \\ - & \text{Wirtschaftliche Abschreibung (inflationbereinigt und kumuliert)} \\ = & \text{Nettoinvestition in der Periode 0.} \end{aligned}$$

Zieht man schließlich den Marktwert des Fremdkapitals ab, gelangt man zum gesuchten Shareholder Value.

Hier muss noch darauf hingewiesen werden, dass die Werte CFROI und CVA nicht nur bzgl. eines Unternehmens, sondern auch für (strategische) Geschäftseinheiten oder einzelne Projekte berechnet werden können. Daraus erwachsen jedoch oft Probleme, die die Ermittlung eines oder mehrerer Parameter(s) der Berechnung tangieren (z.B. Zurechnung von Eigen- und Fremdkapital innerhalb des Unternehmens und die Höhe der damit verbundenen Renditeerwartungen).

#### *g) Überlegungen zur Anwendung des CFROI-Ansatzes*

Im Falle, dass das Untersuchungsobjekt das ganze Unternehmen ist, können wir mit leiser Erleichterung feststellen, dass die Berechnungen grundsätzlich auf Größen der Finanzbuchhaltung basieren. (Für kleinere Einheiten liegt kein entsprechender Datensatz vor.) Zur Inflationsanpassung im Rahmen der Ermittlung der Bruttoinvestitionsbasis braucht man zusätzlich aktuelle Marktpreise bzw. historische Inflationsdaten; und es wird darüber hinaus eine umfassende Liste über diejenigen GuV-Posten benötigt, die zur Erstellung des originären Firmenwertes dienen und dienen (z.B. Ausgaben für langfristig wirkende Werbung, nichtaktivierte Forschungsaufwendungen u.Ä.). Die Ermittlung der fiktiven Einzahlung könnte ein Problem bedeuten, falls die errechnete strategische Nutzungs-

---

<sup>171</sup> MENGELE (1999) S. 128

dauer des Investitionsprojektes Unternehmen länger als der mit Planbilanzen und Plan-GuVs abgedeckte Zeithorizont ist.

$k$  bzw.  $k_s$  können nur dann errechnet werden, wenn Kapitalmarktdaten und Risikomaße oder aber die zur qualitativen Herleitung des Kapitalkostensatzes benötigten Informationen zur Verfügung stehen.

#### *h) Modifizierter CFROI*

Die vielfältigen Schwächen<sup>172</sup> der oben dargestellten Rechenmethodik veranlassten den Bezeichnungsinhaber Boston Consulting Group, eine modifizierte Methode zu entwickeln, die dann 1998 veröffentlicht wurde. Der modifizierte CFROI wird nicht mehr mit Hilfe des internen Zinsfußes, sondern als einperiodige (relative) Rentabilität ermittelt. Dabei führen nunmehr zwei Schritte zur Ableitung des CFROI (während die weiteren Schritte zur Berechnung des Shareholder Value aus dem obigen Schema unverändert übernommen wurden)<sup>173</sup>:

##### *Schritt 1a:*

Nachhaltiger Cash Flow = BCF – „Ökonomische Abschreibung“

##### *Schritt 1b:*

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Nachhaltiger Cash Flow} \times 100}{\text{Bruttoinvestitionsbasis}}$$

Vom oben beschriebenen Brutto Cash Flow (BCF) ist die sog. ökonomische Abschreibung abzuziehen, also jener „Betrag, der über alle Teilperioden des fiktiven Investitionszyklus hinweg in gleichbleibender Höhe kassenwirksam in einen rentierlichen *Ansparfonds* eingestellt werden soll, in dem bis zum Ende der Investitionsdauer einschließlich der Zinseszinserträge ein Ansparvolumen auflaufen soll, das genau zur *finalen Tilgung des ursprünglich investierten*

---

<sup>172</sup> Für einen weit gefassten und systematischen Überblick über die Schwachpunkte MÄNNEL (2001) S. 47

<sup>173</sup> CRASSELT-SCHREMPER (2001) S. 271

*Kapitals* durch eine einzige Zahlung ausreicht”<sup>174</sup>. Es ist also eine konstante periodische Abschreibung, deren kumulierter Endwert gleich der Bruttoinvestitionsbasis (BIB) des Investitionsobjektes Unternehmen ist. Da die Höhe der ökonomischen Abschreibung auch vom Zinseffekt abhängt, ist sie niedriger als die lineare Abschreibung derselben BIB. Der hierüber hinausgehende Teil des jeweiligen BCF (hier als Nachhaltiger Cash Flow genannt) darf dem Unternehmen entnommen werden. Der Bruch mit dem Zähler Nachhaltiger Cash Flow und dem Nenner Bruttoinvestitionsbasis beziffert eine Art Bruttorentabilität.

### *3.2.3 Der Cash Value Added (CVA™) nach Ottosson/Weissenrieder*

Dieser Ansatz betrachtet das Unternehmen als ein Gebilde aus strategischen und nichtstrategischen Investitionen, wobei das Ziel jeder strategischer Investition das Schöpfen von Wert ist, während die nichtstrategischen Investitionen darauf ausgerichtet sind, den durch die strategischen Investitionen geschaffenen Wert zu erhalten, d.h. ihn auch für die Zukunft abzusichern. Die Autoren legen jedoch kein anderes Kriterium vor, mit dessen Hilfe diese Trennung der Investitionen vollzogen werden könnte, was ein sehr hohes Maß an Subjektivität in die Überlegungen einbringt<sup>175</sup>.

Der Kernaussage nach bemisst sich der Wert des Eigenkapitals als Summe der (nominellen, aber durch die nichtstrategischen Investitionen im realen Sinne erhaltenen) Werte aller bisher getätigten strategischen Investitionen. Hierbei soll die Wertschöpfung von strategischen Investitionen auf der Basis von Cash Flow-Werten beurteilt werden. D.h. die Rentabilität der einzelnen strategischen Investitionen bestimmt ihre Wertschöpfung und dadurch den Wert des Eigenkapitals, aber die Rentabilität von früheren strategischen Investitionen (sprich die bisherige durchschnittliche Rentabilität des Unternehmens) hat keinen Einfluss (mehr)

---

<sup>174</sup> MÄNNEL (2001) S. 49, Hervorhebungen aus dem Originaltext übernommen. Ähnlich auch CRASSELTSCHREMPER (2001) S. 273

<sup>175</sup> In diesem Sinne argumentieren auch die Autoren Ottosson und Weissenrieder: „It is crucial for management to ... decide what to treat as strategic investment ... Which investments to consider as value crea-

auf die Beurteilung der Wertschöpfung (und somit auf den Wert des Eigenkapitals).

Daraus ergibt sich eine Vorgehensweise, die aus drei Schritten besteht und sich ausschließlich auf die strategischen Investitionen des Unternehmens bezieht:

*1. Schritt:*

$$\text{CVA}_t = \text{OCF}_t - \text{OCFD}_t$$

*2. Schritt:*

$$\text{Wert des Gesamtkapitals} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{CVA}_t}{(1+k)^t}$$

*3. Schritt:*

Wert des Eigenkapitals = Wert des Gesamtkapitals – Marktwert des Fremdkapitals

Einige Erläuterungen zu den Rechengrößen:

*a) Operativer Cash Flow (OCF)*

Der Begriff des Cash Flow aus operativer Tätigkeit wird von vielen Autoren mit mehr oder weniger unterschiedlichem Inhalt verwendet, deshalb erscheint es mir ratsam, dessen Zusammensetzung im hier verwendeten Sinne näher zu beschreiben<sup>176</sup>. Man nehme die operativen Erträge vor Abschreibung, Zinsen und Steuern, die zuerst um die nichtzahlungswirksamen Posten zu korrigieren sind. Durch die Berücksichtigung der Änderungen im Nettoumlaufvermögen und die Korrektur wegen der (nach den gesetzlichen Regelungen des externen Rechnungswesens) aktivierten nichtstrategischen Investitionen (die nach der Methode von Ottosson/Weissenrieder als Kosten der jeweiligen Periode zu betrachten sind) wird dann der OCF errechnet. Um an die früheren Ausführungen in den

---

ting strategic investments ... can not be left to accountants or auditors to decide.“ OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1999) S. 2

<sup>176</sup> Vgl. OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1999) S. 4

Punkten 3.2.1.1 und 3.2.1.2 anknüpfen zu können, soll jetzt die Höhe von OCF aus dem Operativen Ergebnis vor Zinsen und Steuern abgeleitet werden:

	Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern
±	Abschreibungen/Zuschreibungen
±	Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
±	Erhöhungen/Verminderungen der langfr. Rückstellungen
±	Zunahme/Abnahme des Nettoumlaufvermögens (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)
±	<u>Zunahme/Abnahme von nichtstrategischen Investitionen in der Periode</u>
=	Operativer Cash Flow

*b) Operative Cash Flow Demand (OCFD)*

Diese Cash Flow-Größe drückt aus, wie viel Zahlungsüberschuss das Unternehmen benötigt um die Renditeforderungen der Kapitalgeber restlos befriedigen zu können. Im Gegensatz zu den bisherigen Ansätzen, die dieses Kriterium als Kapitalkostensatz enthalten, fließt hier eine entsprechende Geldsumme in die Berechnungen ein, die man – bezogen auf die Periode – durch Addition der Forderungen der Geldgeber errechnen kann.

Um den OCFD-Wert einer Periode ermitteln zu können, müssen die zu addierenden Renditeforderungen bekannt sein. Diese werden pro strategische Investition wie folgt errechnet: man sucht nach demjenigen jährlich konstanten Cash Flow, der über die Nutzungsdauer der strategischen Investition gerechnet einen Kapitalwert von Null ergibt<sup>177</sup>. Diese nominelle Größe muss nur noch mit der entsprechenden (kumulierten oder geplanten kumulierten) Inflation hochgerechnet werden, damit ein zuverlässiger CVA<sup>TM</sup>-Wert ermittelt werden kann.

Dividiert man den Periodengesamtwert von OCFD (über alle bestehenden strategischen Investitionen) durch das Gesamtkapital, gelangt man zu der durchschnittlichen Renditeforderung der Kapitalgeber der Unternehmung. Jenem Kapitalkostensatz  $k$  also, worauf man (im Falle der Anwendung der DCF-Methoden) in den Berechnungen abstellen würde.

---

<sup>177</sup> OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1999) S. 4

*c) Cash Value Added (CVA™)*

Die Differenz zwischen OCF und OCFD nennt man Cash Value Added (CVA™) und sie ergibt die Wertschöpfung. Man kann aus den Werten OCF und OCFD auch eine Verhältniszahl generieren, die die gleiche Bedeutung und Aussagekraft wie CVA™ besitzt. Wenn nämlich Bruchwert  $> 1,00$ , dann erfolgt eine Wertschöpfung und sonst nicht. Das errechnete Verhältnis kann allerdings auch als (Jahres)Rentabilität gedeutet werden<sup>178</sup>. (Diese Wertschöpfungsanalyse kann auf das ganze Unternehmen, auf strategische Geschäftsbereiche oder auf einzelne (strategische) Investitionen bezogen werden.)

Durch die Diskontierung aller Wertschöpfungen (CVA™s) in der Zukunft<sup>179</sup> gelangt man zum Wert des Gesamt- und dann des Eigenkapitals. Ottosson und Weissenrieder fordern die Anwendung eines adäquaten Abzinsungsfaktors, jedoch ohne dessen nähere Beschreibung. Da die CVA™-Werte mit dem gleichen Risiko wie das Unternehmen selber belastet sind und beim OCF die Besteuerung nicht berücksichtigt wurde, empfiehlt sich m.E. hier der Diskontsatz  $k$  (s. 3.2.1.2 b)).

*d) Überlegungen zur Anwendung des Ansatzes von Ottosson und Weissenrieder*

Dieser Shareholder Value-Ansatz muss noch eine Reihe von Detailfragen beantworten. Ein kritischer Eckpunkt ist die Klassifizierung der Investitionen. Sie wird ebenso dem Management überlassen, wie die Beurteilung der Ergiebigkeit des errechneten CVA™-Wertes<sup>180</sup>. Diese Narrenfreiheit löst das mit den Shareholder Value-Ansätzen angesprochene Principal-Agency-Problem nach meiner Überzeugung nicht im Geringsten.

---

<sup>178</sup> OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1999) S. 5

<sup>179</sup> Unabhängig davon, ob sie auf bereits bestehende oder innerhalb des Planungshorizont geplante strategische Investitionen zurückzuführen sind.

<sup>180</sup> OTTOSSON-WEISSENRIEDER (1999) S. 5

### 3.3 Übergewinnbasiertes Shareholder Value-Konzept

Im Gegensatz zu den Cash Flow-basierten Ansätzen stellt dieses Konzept bewusst und betont auf eine – entsprechend definierte – Gewinngröße ab<sup>181</sup>. Wie oben erwähnt, kommt es zwar sehr wohl vor, dass die Cash Flow-basierten Rechenvorgänge ebenfalls das (operative) Ergebnis als Ausgangsgröße wählen, dieses aber solange modifizieren, bis am Ende ein – in diesem Falle indirekt abgeleiteter – Cash Flow-Wert errechnet wird.

Der Gedanke, der hinter der für den übergewinnbasierten Ansatz charakteristischen Wahl der Rechengröße steht, ist der folgende: wenn man die Berechnung des Wertes des Eigenkapitals auf der Grundlage von Cash Flows als Idealfall ansieht, dann wählt man eine Ausgangsgröße, die von Natur aus größeren Schwankungen ausgesetzt ist (als der vergleichbare Satz von Ergebnisgrößen)<sup>182</sup>. Diese Feststellung trifft selbst dann zu, wenn man davon ausgehen kann, dass in jeder Periode irgendwelche (Erweiterungs- oder zumindest Re-)Investitionen stattfinden. Die Cash Flow-Werte der aufeinander folgenden Perioden sind nämlich miteinander vollständig unkorreliert. Deshalb ist man bestrebt – und seit dem Beweis des Lücke-Theorems<sup>183</sup> dies mit berechtigter Zuversicht<sup>184</sup> – eine Vorgehensweise zu finden, bei der der Jahresabschluss mit seinen die vergangene Geschäftsentwicklung widerspiegelnden Angaben (vor allem dem Periodenerfolg) als Berechnungsbasis ausreicht.

Den durch das noch zu beschreibende Verfahren dieses Ansatzes angesprochenen Gewinn leitet man aus der Gewinn- und Verlustrechnung ab. Seine Höhe entspricht nämlich keiner der im Jahresabschluss ausgewiesenen Gewinngrößen, da die Kernannahme der Wertschöpfung – wonach Wert erst dann entsteht, wenn die tatsächlich erwirtschafteten Erträge die Renditeforderungen aller Kapital-

---

<sup>181</sup> S. CRASSELT-SCHREMPER (2000) S. 814

<sup>182</sup> Vgl. STEINER-WALLMEIER (1999) S. 7

<sup>183</sup> Siehe hierzu LÜCKE (1955)

<sup>184</sup> Nicht jeder Autor ist dieser Meinung. So gibt z.B. SCHNEIDER (2001) S. 2510 mehrere Gründe an, warum Cash Flow-Reihen nicht (immer) mit Gewinnreihen ersetzt werden dürfen. Einer dieser Einwände

geber übersteigen – im buchhalterischen Abschluss keine korrekte Berücksichtigung findet. (Höchstens im internen Rechnungswesen, wo seit längerem üblich ist, kalkulatorische Zinsen auf das gebundene (Eigen)Kapital zu berechnen<sup>185</sup>.)

Der Begriff des Übergewinnes deutet auf eine den obigen Ausführungen entsprechende Trennung zwischen buchhalterischem Gewinn (in der externen Rechnungslegung) und ökonomischem Gewinn (in der internen Rechnungslegung). Letzterer wird auch als Übergewinn genannt, weil er erst dann entstehen kann, wenn nach Befriedigung der Renditeerwartungen sowohl der Fremd- als auch der Eigenkapitalgeber immer noch ein Überschuss verbleibt. Diese Definition ist vom Grundsatz her einwandfrei, kann aber nur als erster Schritt in die richtige Richtung (zur Ermittlung des Shareholder Value) interpretiert werden, wie aus den folgenden Ausführungen ersichtlich sein wird.

### *3.3.1 Economic Value Added (EVA<sup>TM</sup>) und Market Value Added (MVA)*

Den Berechnungen in diesem Ansatz werden die Daten der Bilanz sowie der Gewinn- und Verlustrechnung zu Grunde gelegt. Zunächst soll nach einigen Korrekturen die Wertschöpfung eines Jahres, der sog. EVA errechnet werden. Daraus wird in Form einer ewigen Rente der MVA (der die Differenz zwischen Marktwert und Buchwert des Unternehmens angibt) und schließlich – durch Addieren des investierten Kapitals und des nichtbetrieblichen Vermögens, sowie durch Subtrahieren des Marktwertes des Fremdkapitals – der Shareholder Value ermittelt. Mit den in der Literatur üblichen Abkürzungen ausgedrückt:

#### *1. Schritt:*

Wertschöpfung in der Periode (EVA) = NOPAT – (IK ×  $k_s$ )

---

betrifft die Verrechnung von kalkulatorischen (also Zusatz- und Anders-)Kosten bei der Gewinnermittlung.

<sup>185</sup> Vgl. STEINER-WALLMEIER (1999) S. 7

## 2. Schritt:

$$\text{Wertschöpfung durch das Unternehmen (MVA)} = \frac{\text{EVA}}{k_s}$$

## 3. Schritt:

Wert des Eigenkapitals =

MVA + IK + Marktwert des nichtbetrieblichen Vermögens – Marktwert des Fremdkapitals

Die einzelnen Rechenkategorien können wie folgt beschrieben werden:

### a) *Investiertes Kapital (IK)*

Die zur Ermittlung der (jährlichen) Wertschöpfung benötigten Größen NOPAT und investiertes Kapital hängen sehr stark zusammen. Der Gang der Logik verlangt aber, dass zuerst das investierte Kapital unter die Lupe genommen wird. Hierbei soll diejenige Kapitalgröße ermittelt werden, die am Anfang der Periode im Unternehmen und für den betrieblichen Zweck gebunden war, dort die ganze Zeit lang „gearbeitet“ hat und deshalb eine Belohnung verdient<sup>186</sup>. Diese Belohnung kann die Form eines Zinses (Fremdkapital) oder einer risiko- adäquaten Renditezahlung (Eigenkapital) bestehen. Dieser Begriff des investierten Kapitals ist jedoch nicht mit der (eventuell um die Abgrenzungsposten gekürzten) Bilanzsumme identisch, vielmehr steht er für das betriebsnotwendige Kapital<sup>187</sup>.

Der erste Unterschied ist, dass die unverzinslichen (Fremd)Kapitalteile nicht unter den Begriff von IK fallen und deshalb nicht berücksichtigt werden sollen. (Bei indirekter Ermittlung von IK müssen sie vom Buchwert der ganzen Unternehmung also abgezogen werden.) Dasselbe gilt für sich im Bau befindliche Anlagen, da man annehmen kann, dass sie – bis zur Fertigstellung – noch

---

<sup>186</sup> Nach BÖCKING-NOWAK (1999) S. 284 ist bei starken Schwankungen das durchschnittlich gebundene Kapital zu berücksichtigen. Die Grenze für starke Schwankungen wird – unter Berufung auf die Urheber der Methode – mit jährlich 20 Prozent beziffert.

<sup>187</sup> BÖCKING-NOWAK (1999) S. 284

nicht dem operativen Geschäft dienen. Der Wert der marktgängigen Wertpapiere ist ebenfalls abzuziehen, da diese nicht betriebsnotwendig sind. Darüber hinaus gibt es noch eine Reihe von Zurechnungen zum in der Bilanz ausgewiesenen Vermögen. Sie sind zum Teil darauf zurückzuführen, dass im Rechnungswesen während der Periode (auf freiwilliger oder gesetzlicher Basis) Abzugsposten gebucht worden sind, ohne daß dahinter eine tatsächliche Abnahme des investierten Kapitals steht: z.B. die Abschreibung des erworbenen Firmen- und Geschäftswertes (weil man annehmen kann, dass das gekaufte Unternehmen seinen Wert nach dem Aufkauf nicht verliert); die Wertberichtigungen auf Forderungen; in Inflationszeiten auch diejenige Wertdifferenz im Vorratsvermögen, die auf die gewählte Methode der Abgangsbewertung zurückzuführen ist (d.h. wählt man die LIFO-Methode, dann sind die Vorräte in der Bilanz auf einem sehr niedrigen Wert ausgewiesen, der in dem Maße zu erhöhen ist, als ob man die FIFO-Methode angewandt hätte). Ein anderer Teil der Hinzurechnungen besteht aus der Kapitalisierung von (in der Buchhaltung verrechneten) Aufwendungen der betroffenen Periode, die aus betriebswirtschaftlicher Sicht jedoch dauerhaft der Wertschöpfung dienen: z.B. F+E-Aufwendungen, sog. marktwertbildende Vorlaufkosten, sowie Mietausgaben und Leasinggebühren<sup>188</sup>. Daraus folgt das Rechenchema des investierten Kapitals<sup>189</sup>:

	Buchwert des Anlage- und Umlaufvermögens
–	Nichtverzinsliche (kurzfristige) Verbindlichkeiten
–	Wertpapiere des Umlaufvermögens
–	Anlagen im Bau
±	Differenz zwischen der Bewertung der Vorräte mit der LIFO- und FIFO-Methode
+	Wertberichtigungen auf Forderungen
+	Kumulierte Abschreibung auf derivative Firmenwerte
+	Kapitalisierung von Miet- und Leasingaufwendungen <sup>190</sup>
+	Kapitalisierung von Forschungs- und Entwicklungskosten
+	<u>Kapitalisierung von marktwertbildenden Vorlaufkosten</u>
=	Investiertes Kapital

<sup>188</sup> Die Miet- und Leasingaufwendungen sind deshalb zu aktivieren, denn der Abschluss eines Miet- oder Leasingvertrages – seinem wirtschaftlichen Sinne nach – gleichbedeutend ist dem kreditfinanzierten Promptkauf desselben Vermögensgegenstandes. CRASSELT-SCHREMPER (2000) S. 814

<sup>189</sup> SCHMIEDBAUER (1999) S. 368 mit einigen Änderungen.

<sup>190</sup> Mit dem Fremdkapitalkostensatz vor Steuern diskontiert, vgl. FISCHER (2001) S. 169

## *b) Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)*

Die zur Berechnung von EVA benötigte Gewinngröße kann auch nicht aus der GuV-Rechnung übernommen werden, da dieser Ansatz auf einen Gewinn abstellt, der die Steuerzahlungen nicht<sup>191</sup>, die Fremdkapitalzinsen aber sehr wohl enthält. D.h. die Steuerzahlungen wurden berücksichtigt, die Zinszahlungen jedoch nicht. Neben den hieraus resultierenden Konsequenzen müssen auch die in die Ermittlung von IK einfließenden Korrekturposten spiegelbildlich behandelt werden. Laut Schrifttum soll das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit als Ausgangspunkt der Berechnungen gewählt werden.

Es sind zum einen die in der Buchhaltung ausgewiesenen Kosten zu modifizieren: die Erhöhung (Verminderung) der Wertberichtigung auf Forderungen muss addiert (abgezogen) werden; die Abschreibung auf den derivativen Firmenwert muss hinzugerechnet werden; der nach dem LIFO-Verfahren ermittelte Materialverbrauch ist mit der Differenz zwischen der LIFO-Methode und FIFO-Methode zu kürzen. Zum anderen verursachen die – im Zuge der Berechnung des investierten Kapitals – aktivierten Aufwendungen einige Änderungen: die Forschungs- und Entwicklungsausgaben der Periode sind zu addieren und die Abschreibung auf den Gesamtwert der in früheren Perioden „kapitalisierten“<sup>192</sup> F+E-Aufwendungen am Anfang der Verrechnungsperiode ist noch abzuziehen. Dasselbe gilt für die marktwertbildenden Vorlaufkosten und die Leasingraten, wobei im letzteren Falle keine Abschreibung, sondern der Nicht-Zinsanteil der Rate(n) als Abzugsgröße gilt (oder alternativ dazu kann auch die Addition des Zinsanteils der Leasinggebühren der betrachteten Periode als alleiniger Schritt gewählt werden<sup>193</sup>).

---

<sup>191</sup> Dem Steuerabzug liegt die Annahme der vollständigen Eigenfinanzierung zu Grunde. Daraus folgt, dass das tax shield hier nicht berücksichtigt wird. BÖCKING-NOWAK (1999) S. 283 und SCHNEIDER (2001) S. 2509

<sup>192</sup> Diese Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen werden nicht in der Bilanz kapitalisiert, sondern wurden bei der Berechnung von EVA in früheren Perioden – als Erhöhungsposten zum investierten Kapital – berücksichtigt.

<sup>193</sup> Damit wird deutlich, dass diese Korrektur die Gleichbehandlung zweier Finanzierungsformen: des Kreditkaufs und der Leasingnahme sicherstellen soll. SCHMIEDBAUER (1999) S. 368

Schließlich ist das Zinsergebnis in vollem Umfang zu addieren (was natürlich auch die Korrektur um die Fremdkapitalzinsen umfasst) und die nicht anrechenbaren Steuern abzuziehen. Demnach kann die Zielgröße NOPAT wie folgt ermittelt werden<sup>194</sup>:

	Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit
±	Erhöhung/Verminderung der Wertberichtigungen auf Forderungen
±	Erhöhung/Verminderung der Differenz zwischen dem Ansatz der Vorräte mit der LIFO- und der FIFO-Methode
+	Abschreibung auf den derivativen Firmenwert
±	Erhöhung/Minderung des Barwertes kapitalisierter F+E-Aufwendungen
-	Abschreibung der kapitalisierten F+E-Aufwendungen
±	Erhöhung/Verminderung von Rückstellungen
+	Marktwertbildende Vorlaufkosten
-	Abschreibung der marktwertbildenden Vorlaufkosten
+	Zinsanteil der Leasingraten
+	Zinsergebnis
-	<u>Nichtanrechenbare Steuern</u> <sup>195</sup>
=	Operatives Ergebnis vor Zinsen und nach Steuern (NOPAT)

Die Berechnung zeigt, dass die Korrekturen in Richtung Cash Flow-Ermittlung gehen, dieser Endzustand aber nicht erreicht wird. Der nichtzahlungswirksame Abzugsposten Abschreibungen bleibt nämlich unberührt (abgezogen) und die getätigten Investitionen bleiben auch außer Ansatz. Die Höhe der verrechneten Abschreibungen wird sogar durch weitere Kapitalisierungen (von aus der GuV ausgegliederten Kosten und Aufwendungen) und deren Verrechnung auf mehrere Perioden erhöht.

### c) Kapitalkostensatz ( $k_s$ )

Des Weiteren ist festzustellen, dass der NOPAT die Erträge des Gesamtkapitals erfasst, die Vorteile der Fremdfinanzierung aber nicht berücksichtigt. Daraus folgt, dass bei der Berechnung von EVA ein gewogener Kapitalkostensatz anzuwenden ist, und zwar ein solcher, der auch die Steuerwirkung (das sog.

<sup>194</sup> SCHMIEDBAUER (1999) S. 368

<sup>195</sup> SCHNEIDER (2001) S. 2512 betont, dass hier nicht die rechtliche (also nominelle) Steuerlast, sondern die wirtschaftliche (d.h. mit den Begünstigungen, Ermäßigungen und Subventionen korrigierte) Steuerbelastung zu berücksichtigen ist – allerdings unter Beachtung der fiktiven Annahme der vollständigen Eigenfinanzierung (also ohne tax shield). CRASSETT-SCHREMPER (2000) S. 815

tax shield) erfasst<sup>196</sup>. Diesen Anforderungen trägt der bereits behandelte Kapitalkostensatz  $k_s$  (s. 3.2.1.1 b) Rechnung<sup>197</sup>.

#### d) EVA

Die Zielsetzung des EVA-Ansatzes ist nicht weniger hoch gesteckt, als den aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht idealen, aus Zahlungsgrößen abzuleitenden sog. ökonomischen Gewinn aus Daten der Finanzbuchhaltung herzuleiten. Da er jedoch auf Buchwerte als Ausgangsbasis aufbaut, müssen diese Buchgrößen – die ja kaum geeignet sind Leistungen und Wertigkeit realistisch zu beurteilen<sup>198</sup> – entsprechend korrigiert werden, damit man zu im ökonomischen Sinne korrekten Zahlen (investiertes Kapital und NOPAT!) gelangen kann. Die Mannigfaltigkeit dieser Konversionen, die die Daten der Finanzbuchhaltung in ökonomische Größen überführen, soll jetzt anhand deren Systematisierung aufgezeigt werden<sup>199</sup>.

Die operative Konversion prüft die einzelnen Aktiva- und GuV-Posten auf ihre betriebliche Zugehörigkeit. Sollten dabei Schwierigkeiten auftreten (das ist grundsätzlich nur bzgl. des investierten Kapitals denkbar), kann man sich der Segmentberichterstattungen bedienen. Der nächste Schritt, die Fundkonversion dient der „vollständigen Erfassung der betrieblich genutzten Finanzierungsmittel“<sup>200</sup>. Das wichtigste Literaturbeispiel ist die Kapitalisierung (und in den Folgejahren die Abschreibung) der Leasing<sup>201</sup>- und Mietgeschäfte des Unternehmens. Die Steuerkonversionen sind einerseits wegen der latenten Steuern und andererseits deswegen notwendig, weil das tax shield im Kapitalkostensatz berücksichtigt wird<sup>202</sup>. Um die Vorteilhaftigkeit der Fremdfinanzierung nur einmal in Rechnung zu stellen, muss der NOPAT so umgerechnet werden, als ob das

---

<sup>196</sup> BÖCKING-NOWAK (1999) S. 283 und KELLER-PLACK (2001) S. 349

<sup>197</sup> Zur Kritik der Diskontierung mit  $k_s$  s. SCHNEIDER (2001) S. 2513f.

<sup>198</sup> BÖCKING-NOWAK (1999) S. 285

<sup>199</sup> Hier zitiert BÖCKING-NOWAK (1999) S. 286f. die Arbeit von Hostettler (alle Angaben dieser Quelle s. bei Böcking-Nowak).

<sup>200</sup> BÖCKING-NOWAK (1999) S. 287

<sup>201</sup> Nur bei operativen Leasingverträgen.

ganze Unternehmen ausschließlich eigenfinanziert wäre<sup>203</sup>. Diese Fiktion wird in Form einer Konversion quantifiziert. Schließlich kommt noch ein bunter Strauß der sog. Shareholder Konversionen zum Zuge. Sie dienen dazu, die Vorsichtigkeit der (externen) Rechnungslegung in die risikofreudigere Sichtweise der Shareholder zu transformieren. Das geschieht u.a. durch die Kapitalisierung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung, für Mitarbeiterschulung, für Markteinführungen usw. Hierzu zählt noch die Aufwertung der Vermögensgegenstände<sup>204</sup>, so dass sie mit Marktwerten in die Berechnungen eingehen können.

Die durchzuführenden Konversionen können von Unternehmen zu Unternehmen verschieden sein, da von den theoretisch möglichen Umformungen nur diejenigen tatsächlich zur Geltung kommen sollten, die den Kriterien der Wesentlichkeit, der Greifbarkeit, der Verständlichkeit, der Führbarkeit und der Kommunizierbarkeit genügen<sup>205</sup>. (Sollten immer noch zu viele übrig bleiben, dann muss eine zusätzliche Filterung nach dem erstgenannten Kriterium der Wesentlichkeit erfolgen.) Diese Prüfung soll unternehmensspezifisch erfolgen und führt demnach i.d.R. zu unterschiedlichen Ergebnissen.

Dem Rechenergebnis nach können die Konversionen auch anders unterteilt werden<sup>206</sup>. Ohne Konversionen würden die Jahresabschlussdaten in unveränderter Form in die Berechnung von EVA einfließen. Das nennt die Literatur Basic EVA. Nach den Basisanpassungen, deren Anzahl Böcking-Nowak auf 12 schätzt und deren wichtigste Beispiele in den oben angegebenen Rechenschemata bereits berücksichtigt wurden, gelangt man zum Disclosed EVA, der alle öffentlich zugänglichen (zusätzlichen) Informationen bereits enthält und dadurch die Einflussfaktoren des MVA zu etwa 50 Prozent abbildet. Bezieht man diejenigen

---

<sup>202</sup> KELLER-PLACK (2001) S. 348

<sup>203</sup> Lásd még SCHNEIDER (2001) S. 2509

<sup>204</sup> Das bezieht sich nicht nur auf die Vorräte, wo die Differenz zwischen der FIFO- und LIFO-Bewertung zum Bilanzwertansatz (dem Inhalt nach eine Niedrigbewertung aufgrund von früheren niedrigen Preisen) zu addieren ist. Die gleiche Korrektur sollte bei allen auf dem Markt gehandelten Vermögensgegenständen angewandt werden.

<sup>205</sup> BÖCKING-NOWAK (1999) S. 285

<sup>206</sup> Vgl. BÖCKING-NOWAK (1999) S. 285 und ibidem die Abbildung 3

Konversionen mit ein, die auf Grund der Kenntnis der internen Einflussfaktoren Organisationsstruktur, Geschäftsstrategien und Rechnungslegungspolitik möglich sind, wird die Kennzahl Tailored EVA errechnet. Sie enthält – je nach Unternehmensspezifika – bereits 60-85 Prozent der Auswirkung aller Shareholder Valuebestimmenden Faktoren. Scheut man keine Kosten der Welt, dann ist es theoretisch möglich, das ganze Wissen des Managements in entsprechende Konversionen zu „übersetzen“<sup>207</sup>. Das ergibt den sog. True EVA, dessen Ermittlung jedoch nie rational sein kann: die immer komplexer werdende Beschaffung von zusätzlichen Daten bringt nämlich einen abnehmenden Grenznutzen mit sich.

Der EVA kann so oft errechnet werden, wie oft ein Rechnungslegungsabschluss zusammengestellt wird. Der Regelfall ist das Geschäftsjahr, deshalb wurde in den obigen Ausführungen immer wieder auf den Jahresabschluss Bezug genommen. Damit wurde aber noch eine implizite Annahme getroffen: dass uns der EVA eines Unternehmens (und nicht eines Geschäftsbereiches oder Investitionsvorhabens) interessiert. Ist die Finanzbuchhaltung so detailliert und die Ergänzungsinformationen entsprechend aufgespaltet, dann können die übergewinnbasierten Berechnungen auch für andere Untersuchungsobjekte durchgeführt werden. Das sollte aber eher die Ausnahme sein, deshalb betrachten wir im Folgenden ausschließlich die Jahres-EVAs des – als undifferenzierte Einheit aufgefassten – Unternehmens.

#### *e) MVA*

Der EVA drückt den im betrachteten Jahr neu geschaffenen Wert aus. Die Wertschöpfungen aller vergangenen Perioden sind im – am Anfang der Periode gebundenen – investierten Kapital enthalten, solange sie nicht ausgeschüttet werden. Ihre Höhe spielt bei der Ermittlung vom MVA jedoch keine Rolle! Der Market Value Added, der die Differenz zwischen dem Marktwert und dem Buch-

---

<sup>207</sup> Deren Anzahl beläuft sich nach Stern Stewart auf 164. KELLER-PLACK (2001) S. 348

wert des Unternehmens quantifiziert<sup>208</sup>, ist nämlich eine zukunftsgerichtete Größe, deren Höhe durch Diskontierung aller zukünftigen EVAs zu errechnen ist. Die EVAs zukünftiger Perioden könn(t)en aus Planbilanzen und Plan-GuVs (samt der benötigten ergänzenden Informationen) ermittelt werden. Die Diskontierung erfolgt dann mit dem bereits beschriebenen Kapitalkostensatz  $k_s$ .

Der begrenzte Planungshorizont der Unternehmen, sowie die (zunehmende) Unsicherheit der prognostizierten Daten in den Plan-Jahresabschlüssen gaben den Impuls zur Etablierung einer anderen Vorgehensweise (s. Formel 2 am Anfang dieses Unterkapitels). Sie liefert keine genauen, zuverlässigen Ergebnisse, die einfache Handhabung kann aber die unten noch darzulegende Vereinfachung rechtfertigen<sup>209</sup>.

Der Formel im Berechnungsschritt 2 liegt der EVA eines einzigen (und zwar des letzten) Geschäftsjahres zu Grunde. Die Wertschöpfung dieser Periode wird in die Zukunft projiziert und durch Diskontierung dieser konstanten Wertschöpfungsreihe – mit dem Kapitalkostensatz  $k_s$  – wird der MVA-Wert ermittelt. Dieser Zeitwert aller zukünftigen Wertschöpfungen (d.h. einer ewigen Rente) gibt die Differenz zwischen dem Markt- und dem Buchwert des Unternehmens zum Zeitpunkt der Bewertung an<sup>210</sup>.

Hat man MVA wie beschrieben ermittelt, dann kann – als letzter Schritt – der Shareholder Value folgendermaßen bestimmt werden. Rechnet man das investierte Kapital und MVA (also den diskontierten Wert aller zukünftigen EVAs) zusammen, dann bekommt man den Marktwert des betrieblichen Vermögens. Durch Hinzurechnung (des Marktwertes) des nichtbetrieblichen Vermögens und Abzug des Marktwertes des Fremdkapitals gelangt man schließlich zum gesuchten Marktwert der Anteile der Eigenkapitalgeber.

---

<sup>208</sup> BÖCKING-NOWAK (1999) S. 288

<sup>209</sup> SZÉKELY (2000) S. 11

<sup>210</sup> STEWART (1991) S. 741

Da man EVA jedes Jahr – jeweils aus Daten des jüngsten Jahresabschlusses – neu berechnen muss, wird sich auch der MVA von Jahr zu Jahr ändern. Diese in der Formel 2 verankerte Verbindung zwischen dem EVA-Wert eines Jahres und dem MVA-Wert des Unternehmens ist aber – wie darauf bereits hingewiesen wurde – aus theoretischer Sicht eine unzulässige Annahme<sup>211</sup>. Die Beziehung besteht nämlich ausschließlich zwischen MVA und der Reihe *aller* (tatsächlichen) zukünftigen EVAs<sup>212</sup>.

Richter-Honold plädieren dafür, dass das investierte Kapital nicht zu Buchwerten sondern zu Marktwerten anzusetzen ist<sup>213</sup>. Die Berechnungen könnten auf die verschiedenen Multiplikatoren abstellen<sup>214</sup>. Die logische Konsequenz davon ist, dass der auf der Basis von Buchwerten ermittelte MVA (s. Schritt 2) für die Autoren kein geeignetes Maß für den Gesamterfolg (Gesamtwert) des Unternehmens ist. Um zu genauen Ergebnissen gelangen zu können, sollte die Rechnung demnach um einen originären Goodwill ergänzt werden, der sich als Differenz zwischen Marktwert und Buchwert des investierten Kapitals ergibt. Dieser Goodwill ist ebenfalls im Unternehmen gebunden und verlangt eine entsprechende Verzinsung, womit der NOPAT zu kürzen ist.

Damit sind wir bereits sehr nahe am Ziel. Die Verbindung zwischen EVA und MVA kann nämlich wieder hergestellt werden, wenn die Berechnungen auch die Erwartungsänderungen berücksichtigen<sup>215</sup>. Da die Praxis i.d.R. auf die Buchwerte (und somit auf ein zu niedriges gebundenes Kapital) abstellt, ist festzu-

---

<sup>211</sup> Es gibt Fallkonstellationen, die speziellen Anforderungen genügen, aus denen dann ein Zusammenhang zwischen dem EVA des letzten Jahres und dem Vorzeichen (aber nicht der Höhe!) von MVA abgeleitet werden kann. Einige Beispiele sind bei RICHTER-HONOLD (2000) S. 269f. zu lesen.

<sup>212</sup> RICHTER-HONOLD (2000) S. 265, Hervorhebung auch im Originaltext. Die Autoren belegen anhand von Zahlenbeispielen, dass die Veränderung der Abschreibungsmethode den EVA-Wert der einzelnen Perioden (und natürlich auch den daraus mit der Ewigrente-Formel jährlich neu berechneten MVA) modifiziert, wobei der sich durch Diskontierung der vollständigen EVA-Reihe ergebende MVA-Wert gleich bleibt! RICHTER-HONOLD (2000) S. 267

<sup>213</sup> Zumindest bei Kapitalgesellschaften. Bei Personengesellschaften sollte dem Saldo der früheren Ein- und Auszahlungen aller Anteilseigner der Vorzug gegeben werden. Vgl. RICHTER-HONOLD (2000) S. 271

<sup>214</sup> Die Multiplikatoren könnten auf Umsatz-, Ergebnis- oder Cash Flow-Größen aufbauen.

<sup>215</sup> RICHTER-HONOLD (2000) S. 273 und im gleichen Sinne auch FISCHER (2001) S. 170

halten, dass ein positiver EVA keineswegs zwingend einen tatsächlichen ökonomischen Gewinn und somit eine Wertschöpfung signalisiert.

#### *f) Überlegungen zur Anwendung des EVA-Ansatzes*

Die Schwerpunkte der vorgestellten Rechenmethodik lassen sich – nach Böcking-Nowak<sup>216</sup> – wie folgt charakterisieren:

- sie beschränkt sich auf die betrieblichen Tätigkeiten,
- die errechnete Mindestrenditeforderung berücksichtigt sämtliche Finanzierungsformen,
- sie ist einfach und praktikabel, sowie
- die Einflussfaktoren Investitionen, Finanzierung und operative Entscheidungen (die der Reihe nach folgende Elemente der EVA-Formel bestimmen: das investierte Kapital; die Kapitalkosten; den NOPAT<sup>217</sup>) werden zu einer Kennzahl verdichtet.

Da die Berechnungsgrößen in der EVA-Methode sich an die Buchwerte orientieren, ist diese Methode – im Vergleich zu den Cash Flow-basierten Ansätzen – zwar leichter handhabbar, aber gleichzeitig auch weniger attraktiv (wegen der betonten Abkehr von der ökonomisch einzig richtigen Wertmesszahl der Cash Flows)<sup>218</sup>.

Es kann vorkommen, dass der EVA-Wert einer Periode und der die gesamte Zukunft beziffernde MVA-Wert zu unterschiedlichen Aussagen führen. Ein Produkt (Geschäftsbereich oder Unternehmen) am Anfang seiner Wachstumsperiode kann nämlich einen negativen EVA aufweisen, auch wenn sein langfristig

---

<sup>216</sup> BÖCKING-NOWAK (1999) S. 282

<sup>217</sup> CRASSELT-SCHREMPER (2000) S. 813

<sup>218</sup> Daraus zieht SCHNEIDER (2001) S. 2514 den Schluss, dass der EVA nicht einmal konzeptionell für Zwecke der Konzernsteuerung geeignet sei. BÖCKING-NOWAK (1999) S. 288 wählt hingegen die Formulierung, dass der tailored EVA, der den theoretisch richtigen Wert lediglich zu 60-85 Prozent abbildet und die Verzerrungen der gestaltenden Buchhaltung nicht wettmachen kann, für Leistungsmessung und – Beurteilung weniger sinnvoll ist als die Cash Flow-basierten Ansätze.

gerechneter MVA positiv ist<sup>219</sup>. Daraus folgt, dass die Wertschaffung eines Produktes (Geschäftsbereiches, Unternehmens) in Wachstumsphase anhand einer einperiodigen EVA-Rechnung nicht zutreffend beurteilt werden kann.

### **3.4 Informationsbedarf für die Ermittlung wertorientierter Kennzahlen**

Am Ende des Kapitels 2 wurde bereits darauf hingewiesen, dass die hier vorgestellten Shareholder Value-Kennzahlen eine wichtige Rolle bei allen vier inhaltlichen Elementen der wertorientierten Unternehmensführung spielen. So sind sie Teil des Value Reporting, fließen in die Auswahl der Strategien und in die operativen Entscheidungen ein, sowie sind der (einzige oder teilweise) Bezugspunkt für die variable, d.h. leistungsabhängige Entlohnung. Meine empirische Forschung umfasst davon allein auf das Value Reporting.

Als Zusammenfassung dieses Kapitels und zugleich als teilweise Fundierung der empirischen Untersuchung erscheint es mir geboten, jene Informationen nochmals zusammenzustellen, die das Controlling als Träger des internen Rechnungswesens zur Ermittlung der obigen Kennzahlenwerte (zusätzlich zum Jahresabschluss) zur Verfügung zu stellen hat. Aus obigen Ausführungen wurde klar, dass jede wertorientierte Messgröße mit auf Daten der (externen) Rechnungslegung baut. Ihre Quelle ist der von den Gesellschaften zu veröffentlichende Jahresabschluss und einige analytische Aufstellungen. Ebenfalls klar ist aber, dass der Datensatz des Jahresabschlusses im Falle keiner einzigen wertorientierten Kennzahl ausreicht: man braucht zusätzliche Informationen aus dem internen Rechnungswesen. Im folgenden soll deshalb aufgelistet werden, welche Daten das Controlling für die Ermittlung der verschiedenen wertorientierten Größen bereitstellen muss. Um Missverständnissen vorzubeugen soll erneut darauf hingewiesen werden, dass die unten genannten Informationen zwar vom Controlling zur Verfügung gestellt werden müssen, ihre Errechnung jedoch oft nicht (unbedingt) ihm obliegt. So stammt z.B. die Bewertungsdifferenz der Vorräte mit

---

<sup>219</sup> RICHTER-HONOLD (2000) S. 270

der LIFO- und FIFO-Methode aus dem (externen) Rechnungswesen, der WACC aus der Finanz- oder Treasury-Abteilung usw. (eventuell in Kooperation mit dem Controlling). Die Aufgabe und Verantwortung des Controllings besteht darin, dafür zu sorgen, dass diese Werte ermittelt und dann weitergeleitet werden – in diesem Falle an die Adressaten der wertorientierten Kennzahlen.

Für die Ermittlung der Cash Flow-basierten Kennzahlen benötigt man zukünftige Cash Flow-Werte: das Controlling hat entweder diese Größen oder – bei indirekter Rechnung – Plan-Jahresanschlüsse für zukünftige Perioden bereitzustellen<sup>220</sup>. Daneben braucht man noch den Wert des (gewichteten und durchschnittlichen) Kapitalkostensatzes – bezogen auf die zukünftigen Perioden, der ebenfalls vom Controlling zu planen oder planen zu lassen ist. Genauso darzulegen ist der gewählte Planungshorizont und die Methodik zur Ermittlung des Restwertes (und/oder seine bereits kalkulierte Größe). Auf dieser Grundlage ist es nunmehr möglich den Free Cash Flow, den Total Cash Flow bzw. den Flow to Equity zu bestimmen und dann (je nach gewählter Methodenvariante) den gesuchten Shareholder Value zu errechnen.

Für die Ermittlung des CVA werden vom Controlling Zusatzinformationen anderer Art verlangt (und dies nicht nur zukunftsbezogen). Bleibt man beim traditionellen Recheninhalt dieser Kenngröße, so müssen neben Zeithorizont und gewichtetem durchschnittlichem Kapitalkostensatz folgende Daten aus dem internen Rechnungswesen (bzw. Controlling) bekannt sein:

– zur Errechnung der Bruttoinvestitionsbasis:

- kumulierte Abschreibung auf das immaterielle und Sachvermögen,
- Differenz zwischen dem historischen Einstandspreis und dem aktuellen Marktwert des immateriellen und Sachvermögens (bei unbekanntem

---

<sup>220</sup> Genauer ausgedrückt: mindestens die Jahresabschluss-Planwerte der in den Unterpunkten 3.2.1.1 a), 3.2.1.2 a) oder 3.2.1.4 a) aufgelisteten Größen.

Wiederbeschaffungswert zumindest die Ist-Inflationsraten in der Zwischenzeit),

- (kapitalisierte) zukünftige Miet- und Leasingraten,
- selbst erstellte aber – wegen Aktivierungsverbot oder freiwillig – nicht aktivierte langfristige Vermögenselemente (vor allem: originärer Goodwill sowie Kosten für Ingangsetzung und Umstrukturierungen, für Entwicklungen und Bildung, für Marktakquirierung und Markenbildung usw.);

– zur Ermittlung des Brutto Cash Flow:

- Aufwendungen für Miete und Leasing in der Periode (wenn in der GuV-Rechnung nicht gesondert gesammelt und ausgewiesen),
- Differenz der LIFO- und FIFO-Bewertung des Ist-Materialverbrauchs,
- Inflationsgewinn/Inflationsverlust aus der Nettoliquidität;

– zur Quantifizierung der fiktiven Einzahlung:

- Wert des nicht abschreibbaren Anlagen- und des Umlaufvermögens am Ende des Planungshorizonts, also in Zeitpunkt  $T$ ;

– zur Errechnung des CVA der aktuellen Periode:

- wirtschaftliche Abschreibung (inflationsbereinigt und kumuliert) auf die Bruttoinvestitionsbasis.

Will man hingegen den modifizierten Ansatz von CFROI anwenden, so muss neben den obigen Größen noch die Höhe der sog. ökonomischen Abschreibung (s. Punkt 3.2.2 h)) bekannt sein.

Schließlich hat das Controlling bei der Ermittlung der dritten Shareholder Value-Kennzahl, des EVA über den WACC hinaus folgende Zusatzinformationen bereitzustellen:

– zur Quantifizierung des investierten Kapitals:

- Differenz zwischen der Bewertung der Vorräte mit der LIFO- und FIFO-Methode,
- kumulierte Abschreibung auf derivative Firmenwerte,
- Kapitalwert von zukünftigen Miet- und Leasingaufwendungen,
- Kapitalwert von Forschungs- und Entwicklungskosten,
- Kapitalisierung von marktwertbildenden Vorlaufkosten;

– zur Ermittlung von NOPAT:

- Erhöhung/Verminderung der Differenz zwischen dem Ansatz der Vorräte mit der LIFO- und der FIFO-Methode,
- Abschreibung auf den derivativen Firmenwert,
- Veränderung des Barwertes kapitalisierter F+E-Aufwendungen,
- Abschreibung auf die kapitalisierten F+E-Aufwendungen,
- Veränderung des Barwertes kapitalisierter marktwertbildender Vorlaufkosten,
- Abschreibung auf die kapitalisierten marktwertbildenden Vorlaufkosten der Vorperioden,
- Zinsanteil der errichteten Leasingraten,
- effektive (d.h. mit den Begünstigungen korrigierte) Steuerlast.

Zudem zeigt diese Liste lediglich ein Minimum der geforderten zusätzlichen Informationen, da selbst bei ihrer Berücksichtigung sich der EVA nur näherungsweise errechnen lässt. Deshalb ist m.E. noch folgende Erwartung an das Unternehmen zu stellen: es muss begründen, warum einer oder mehrere

Konversionsschritte durch Informationsverweigerung verhindert sein sollten (über die Konversionen s. Punkt 3.3.1 d)).

## **4. Beschreibung der empirischen Forschung**

Ziel meiner empirischen Forschung – im Sinne einer erschließenden Analyse – war es, mehr Licht in einen Teilbereich der wertorientierten Unternehmensführungspraxis in Ungarn zu bringen. Im Unterkapitel 2.2 wurden (ausgehend aus vorangegangenen empirischen Arbeiten) die vier inhaltlichen Elemente der wertorientierten Unternehmensführung herausgearbeitet. Meine empirische Forschung war einem dieser Elemente, dem Value Reporting gewidmet. Die diesbezüglichen Forschungshypothesen sollten anhand eines aus der Fachliteratur gewählten Modells abgeleitet werden.

Die empirische Auswertung umfasste die an der Budapester Börse notierten Gesellschaften und ergab auf Grund der Datenaufnahme im Sommer 2005 einen Querschnittsüberblick darüber, inwieweit Value Reporting von den genannten Firmen praktiziert wurde. Bei Formulierung und Auswertung der Hypothesen wurde auch auf Besonderheiten dieses Untersuchungskreises abgestellt.

In Unterkapitel 4.1 wird das Value Reporting vorgestellt und inhaltlich abgegrenzt. Daraus lassen sich dann meine Forschungshypothesen ableiten. Die Unterkapitel 4.2-4.5 beschreiben ausführlich die Resultate der abgeschlossenen empirischen Forschung. Die detaillierten Forschungsergebnisse sind in den Tabellen des Anhangs abgebildet. Der Text verweist bei Bedarf immer auf diese Tabellen. Die Resultate der Forschung ermöglichen schließlich die Verifizierung der Hypothesen.

### **4.1 Ableitung und Erläuterung der Forschungshypothesen**

Der Ausklang des Unterkapitels 2.1 war es, dass die Unternehmungen nicht nur nach dem Vorbild des angelsächsischen Wirtschaftssystems, sondern auch unter der sozialen Marktwirtschaft Shareholder Value-orientiert geführt werden sollten. Diese Feststellung gilt für alle profitorientierten Gesellschaften, aber

besonders für die kapitalmarktorientierten Firmen, die mit dem Börsengang zum Ausdruck gebracht haben, dass die Eigenkapitalgeber in ihren Augen eine besondere Aufmerksamkeit unter den Stakeholdern verdienen. Diese Gesellschaften sind daher aufgefordert, allen vier inhaltlichen Elementen der wertorientierten Unternehmensführung (s. Unterkapitel 2.2) Genüge zu leisten. Meine empirische Forschung untersuchte davon lediglich ein Element: das Value Reporting. Dies ist der Grund dafür, warum die Erwartungen bzgl. des Value Reporting in diesem Unterkapitel detailliert erläutert werden, während die anderen drei inhaltlichen Elemente der wertorientierten Unternehmensführung bereits in Unterkapitel 2.2 und dort auch sehr knapp gehalten vorgestellt wurden.

In diesem Unterkapitel soll der Inhalt des Value Reporting anhand des gewählten Modells dargestellt und daraus die Forschungshypothesen abgeleitet werden. Bei der Ausformulierung der Hypothesen wird neben dem ausgewählten Firmenkreis und dem Value Reporting-Modell auch die Tatsache berücksichtigt, dass den immateriellen Vermögensgegenständen immer mehr Gewicht beigemessen und Aufmerksamkeit geschenkt wird<sup>221</sup>. Die Forschungshypothesen H1-H3 adressieren je einen Teilbereich des Value Reporting, während die zusammenfassende Gesamthypothese Hges eine abschließende Beurteilung der Value Reporting-Praxis der untersuchten Gesellschaften ermöglicht.

#### *4.1.1 Inhalt des Value Reporting*

Während Value Reporting in der Fachliteratur früher in zweifacher Weise definiert wurde<sup>222</sup>, wird der Begriff heute nur noch im engeren Sinne gebraucht. Demnach 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 kontrollie-

---

<sup>221</sup> Als Beweis für Ungarn sei auf zwei Dissertationen verwiesen – LÁZÁR (2002) und JUHÁSZ (2004)

<sup>222</sup> Über beide Auffassungen s. FISCHER (2002a) S. 211

ren zu können<sup>223</sup>. Diese Definition im engeren Sinne wurde in den letzten zehn Jahren oft und nicht unbedeutend verändert<sup>224</sup>.

Dieser Value Reporting-Begriff steht im Einklang mit der Shareholder Value-Orientierung und war daher eine nützliche Basis für meine empirische Forschung. Value Reporting im engeren Sinne ergänzt den Rechnungslegungsabschluss zum Business Reporting<sup>225</sup>. Seine Aufgabe ist es, die wertschaffungsbezogene asymmetrische Informationsverteilung zwischen Management und Eigentümer(n) zu mildern<sup>226</sup>.

Ein weiteres wichtiges Charakteristikum für das Value Reporting ist seine Freiwilligkeit. D.h. diese Informationsgestellung wird weder von Rechtsnormen noch durch andere Pflichten vorgeschrieben. In der deutschsprachigen Literatur wird diese Freiwilligkeit immer weniger erwähnt. Der Grund hierfür ist m.E. darin zu sehen, dass in der letzten Zeit mehrere Gesetze bzw. Standards erlassen wurden (z.B. Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, Bilanzrechtsreformgesetz, DSR 15 zur Lageberichterstattung), die die Publikation von Elementen des Value Reporting erzwingen. Dadurch wird der Kreis der tatsächlich freiwillig veröffentlichten Informationen deutlich eingeschränkt<sup>227</sup>. Die Regelungen der ungarischen Rechnungslegung (Hungarian Accounting Standards, HAS) sind bis Einreichung meiner Dissertation diesbezüglich weitgehend unverändert geblieben.

---

<sup>223</sup> FISCHER-KLÖPFER (2006) S. 4. Dieselbe Definition steht auch bei RUHWEDEL-SCHULTZE (2004) S. 491, die die Gemeinsamkeiten der verschiedenen Auffassungen in der Literatur summieren. 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. HALLER (2006) plädiert schließlich dafür, dass das Value Reporting um Informationen zur sog. Nachhaltigkeitsleistung erweitert werden sollte.

<sup>224</sup> Als Zusammenfassung der verschiedenen Literaturauffassungen und über die älteren Wurzeln s. RUHWEDEL-SCHULTZE (2004) S. 490ff. und neuerlich FISCHER-KLÖPFER (2006) S. 5ff.

<sup>225</sup> RUHWEDEL-SCHULTZE (2002) S. 608, ausführlicher s. BÖCKING (1998)

<sup>226</sup> 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.

<sup>227</sup> Eine ähnliche Wirkung hatte die Verschärfung der SEC-Regeln für die in den USA notierten Gesellschaften (s. die Berichte 10-K und 20-F), sonst gab es aber bei den US-GAAP keine diesbezüglichen Änderungen. Bzgl. der IFRS ist darauf hinzuweisen, dass die Erarbeitung eines (nicht unter die Pflichtpublizität fallenden) sog. Management Commentary beginnen wurde. S. FISCHER-KLÖPFER (2006) S. 7f. und auch BAETGE-SOLMECKE (2006) S. 17 und 29, sowie KIVIKAS-WULF (2006) S. 43

Die freiwillige Information im Falle der börsennotierten Gesellschaften bedeutet, dass ihre Veröffentlichung weder von Rechnungslegungsvorschriften noch von Börsenregeln vorgeschrieben wird. Die HAS 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. Im Folgenden soll – ausgehend aus dem gewählten Value Reporting-Modell – erarbeitet werden, welche Informationen von den börsennotierten Firmen freiwillig publiziert werden sollten. Die Operationalisierung der Forschungshypothesen wird später auch hierauf aufbauen.

Das Schrifttum nennt – ausgehend aus der betrieblichen Praxis<sup>228</sup> – eine breit gefächerte Palette jener Informationen, die beim Value Reporting nicht fehlen dürfen. Über die konkrete Ausgestaltung dieser inhaltlichen Elemente kann das zu berichtende Unternehmen dann frei entscheiden<sup>229</sup>, die Begründung und Auswirkungen dieser Wahl sind jedoch ebenfalls zu erläutern.

Die im Rahmen des Value Reporting zu veröffentlichenden Zusatzinformationen lassen sich in Kategorien einteilen. Abbildung 3 zeigt die bei den empirischen Untersuchungen in Deutschland meistens angewendete Klassifizierung, die ich als zweckmäßigen Ausgangspunkt für meine Forschung ansah. Wie aus Abbildung 3 ersichtlich, lassen sich die zusätzlich zum Jahresbericht zu veröffentlichenden Informationen in drei Gruppen einteilen<sup>230</sup>. Die erste Gruppe beschreibt den für die Eigentümer erwirtschafteten Ertrag, ihre Elemente sind also vergan-

---

<sup>228</sup> 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 (2002b), 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)

<sup>229</sup> Dabei steht ihm die Berücksichtigung der branchen- und der unternehmensspezifischen Kontextfaktoren usw. frei, s. FISCHER-BECKER-WENZEL (2001) S. 2002. Inhaltlich dasselbe beschreiben die zweite und dritte Reportingstufen bei DIPIAZZA-ECCLES (2002)

<sup>230</sup> WOLF (2003) S. 1090 und RUHWEDEL-SCHULTZE (2002) S. 604. Der gleiche Inhalt aber etwas anders unterteilt findet man bei ARBEITSKREIS (2002)

genheitsorientiert (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). 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).

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

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

Abbildung 3: Inhaltliche Elemente des Value Reporting (Empfehlung)<sup>231</sup>

Vergleicht man diese (Empfehlungs-)Liste mit den Publizitätsvorschriften der ungarischen Wertpapierbörse<sup>232</sup>, so ergeben sich deutliche Parallelen zwischen den o.g. Anforderungen und den Elementen der regulären und außerordentlichen Informationspflichten an die Börse. Es gibt aber auch nicht weniger wichtige Unterschiede – vor allem bzgl. der Darstellung von Wertschaffung und von strategischen Wettbewerbsvorteilen. Zwei davon sollen hier explizit genannt werden. An die Börse sind Entstehung und Veränderung von wichtigen Risiken zu berichten<sup>233</sup>; Inhalt und Form dieses Reporting bleiben jedoch offen. Die Beiträge über Value Reporting verlangen hingegen die Darstellung des Risikomanagementsystems – also des ganzen Risikomanagementprozesses – der Unternehmung: von der Bestimmung der Risikomanagementstrategie über Identifikation und Bewertung der Risiken, die hierauf aufbauende Zusammenstellung des

<sup>231</sup> FISCHER-WENZEL (2002) S. 329 und FISCHER-KLÖPPER (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.

<sup>232</sup> BÉT (2003) S. 41ff., sowie Anhang 1 und 2 dieses Regelwerks.

<sup>233</sup> BÉT (2003) S. 47

Risikomaps und Risikohandhabung bis zur Risikoüberwachung<sup>234</sup>. Daraus wird klar, dass die „börsenpflichtigen“ Informationen nur einen (geringen) Teil der im Sinne des Value Reporting erwarteten Veröffentlichungen abdecken. Und ähnlich: die Handhabung der im Börsenreglement genannten Risikoarten (marktbezogene, finanzielle, organisatorische, rechtliche, behördenbezogene, Umwelt- und andere Risiken)<sup>235</sup> wird dadurch erleichtert und transparenter gemacht, wenn sie – eben nach Empfehlungen des Value Reporting<sup>236</sup> – differenziert werden in interne oder operative Risiken (vor allem bzgl. Fertigungsprozesse, Informationstechnologie und Beschaffung) auf den unteren Hierarchieebenen, sowie in externe oder strategische Risiken (Markt-, finanzielle, politische, gesellschaftliche Risiken), die sich eher für das Gesamtunternehmen kritisch auswirken (können).

Der zweite zu erwähnende Unterschied besteht darin, dass 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 dahingehend 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 dahingehend ergänzt,

---

<sup>234</sup> WOLF (2003) S. 1090f.

<sup>235</sup> BÉT (2003) S. 47

<sup>236</sup> Siehe WOLF (2003) S. 1092 und die dort angegebenen Quellen.

dass in seinem Rahmen auch über folgende immaterielle Ressourcen zu berichten war<sup>237</sup>:

- Innovation Capital: Produkt-, Dienstleistungs- und Verfahrensinnovationen  
Indikatoren-Empfehlungen: F+E-Ausgaben, Portfolio von Patenten und ähnlichen Schutzrechten, Neuproduktrate am Umsatz
- Human Capital: Wissen und Kompetenzen, Betriebsklima, Wissensdatenbank  
Indikatoren-Empfehlungen: Altersstruktur, Fluktuation, Qualifikation der Mitarbeiter, Weiterbildung, Fehlzeiten, Wertbeitrag<sup>238</sup>
- Customer Capital: Kundenstock und -Potenziale, Markennamen  
Indikator-Empfehlungen: Kundenzufriedenheit, Kundenqualität, Marktanteil, Markenportfolio, Wertbeitrag
- Supplier Capital: Bezug knapper Ressourcen  
Indikator-Empfehlungen: erworbene Lizenzen, Schlüssellieferanten
- Investor Capital: gute Konditionen für die Eigenkapital- und Fremdkapitalbeschaffung  
Indikator-Empfehlungen: Eigentümerstruktur, Bonität,  $\beta$ -Faktor
- Process Capital: operative und Kommunikationsprozesse  
Indikator-Empfehlungen: immaterielle Werte in der Aufbau- und Ablauforganisation, Schnelligkeit der Prozessabläufe, Prozessqualität, Beschwerdequoten, Gewährleistungsaufwendungen (zum Umsatz)
- Location Capital: Standortvorteile (Verkehrslage, Steuervorteile)  
Indikator-Empfehlungen: Standortqualität, Arbeitsmarktattraktivität

Aus obigen Ausführungen folgt, dass auch die börsennotierten Gesellschaften Zusatzinformationen bereitzustellen haben um den Erfordernissen des Value Reporting genügen zu können: es reicht also nicht aus, wenn sie ihren Offenle-

---

<sup>237</sup> 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-KLÖPFER (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. 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. Wegen der größeren Detaillierung und somit leichteren Handhabung soll meine Forschung auf das Modell der Schmalenbach-Gesellschaft aufbauen.

gungspflichten lt. HAS und den weiter gefassten Publizitätspflichten lt. Börsenvorschriften nachkommen. Noch mehr zusätzliche Informationen müssen (freiwillig) veröffentlicht werden! Gerade diese freiwillige Information stand im Fokuspunkt meiner Forschung. Berücksichtigt man, dass die obigen Informationszusammenstellungen lediglich theoretische Empfehlungen und/oder empirische Muster sind, so konnten die in der Abbildung 3 erwähnten Kennzahlen für meine empirische Forschung lediglich als Leitfaden und nicht als starr zu erfüllender Erwartungskatalog dienen. Diesem Merkmal wurde bei der Operationalisierung und der Auswertung der Hypothesen (s. Unterkapitel 4.5) ebenfalls Rechnung getragen.

Schließlich musste noch berücksichtigt werden, dass die Gesellschaften den Return für die Eigentümer bereits seit Längerem ermittelten und auch veröffentlichten. Zudem waren diese Zahlen auch anderen Quellen zu entnehmen, sowie ein großer Teil dieser Größen ließ sich aus Daten des Jahresabschlusses errechnen. Unter den o.g. anderen Quellen sollen die Börsenberichte wegen ihrer Relevanz für meine empirische Forschung explizit hervorgehoben werden. Die Informationen über den Total Return (der Eigentümer) standen und stehen demnach stets und allen zur Verfügung, so dass deren Veröffentlichung nicht unter das Value Reporting fällt.<sup>239</sup> Ihre Bekanntmachung war demnach mit meinem Forschungsthema, dem Value Reporting nur indirekt verbunden. Dies führte dazu, dass die Gesamthypothese (über das Value Reporting) das Total Return Reporting nicht erfasste. Somit war für diesen Teilbereich des Value Reporting keine Hypothese aufzustellen<sup>240</sup>.

---

<sup>238</sup> Ein interessanter Vorschlag zur Monetarisierung des Humankapitals findet sich bei MARSCHLICH-MENNINGER (2006), wo der Kapitalwert der strategisch relevanten Humanressourcen ausgehend aus dem HCRoI ermittelt wird.

<sup>239</sup> 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 werden. Dies würde jedoch eher als Geste und nicht als inhaltlich relevante Information(sveröffentlichung) anzusehen sein.

<sup>240</sup> Bei der Datenerfassung und -Analyse habe ich das Total Return Reporting doch nicht außer Acht gelassen (s. Punkt 4.5.1). Dies diente einerseits der Vervollständigung des Querschnittsbildes über das Value Reporting und bahnte andererseits den Weg für einen Vergleich meiner Forschungsergebnisse mit

Bzgl. Value Reporting waren daher folgende Hypothesen zu überprüfen:

**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).

Hypothese H1 beschreibt das Value Added Reporting. Im Fokus dieses Reportingteils stehen die in Kapitel 3 vorgestellten Kennzahlen. 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 (s. Unterkapitel 3.4) publiziert, die dem (aktuellen oder potenziellen) Eigentümer ermöglichen, den Kennzahlenwert selber auszurechnen.

Eines der wichtigsten Anwendungsgebiete der genutzten wertorientierten Kennzahl ist die variable Vergütung. Die freiwillige Veröffentlichung lt. gewählten Forschungsmodells umfasst erstens die Aussage, dass die wertorientierte Größe zur leistungsabhängigen Entlohnung tatsächlich benutzt wird. Zweitens wird darüber hinaus noch erläutert, welche Teile der Mitarbeiter variabel entlohnt werden und wie hoch der Anteil der variablen Vergütung ist.

Die Zusammenfassung der wertorientierten Kennzahl und ihrer Verwendung bei der Entlohnung zu einer gemeinsamen Hypothese liegt darin begründet,

---

Erkenntnissen aus anderen Untersuchungen (aus dem Ausland), die das gleiche Value Reporting-Modell zur Basis gewählt haben – dazu mehr s. in Punkt 4.5.5

dass diese Größe sehr oft in Verbindung mit der Entlohnung (des Managements) vorgestellt wird.

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

Diese Hypothese hebt die immateriellen Werte aus dem Strategic Advantage Reporting hervor und formuliert ihre Darstellung als eigenständige Hypothese. Der Hintergrund hierfür ist in der kontinuierlichen Zunahme ihrer Wichtigkeit zu sehen. 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 Kategorie nicht verfügt.

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

Diese Hypothese fasst die in H2 nicht erwähnten Elemente des Strategic Advantage Reporting zusammen. Im gewählten Value Reporting-Modell sind dies die zukunftsorientierten Informationen, die Beschreibung des Unternehmenshintergrunds, sowie einige Zusatzinformationen. Bei der späteren Operationalisierung dieser Hypothese war noch zu berücksichtigen, dass die Pflichtangaben der Börsenmitglieder einige der im Modell genannten Hintergrundinformationen inkludierten; während die meisten Zusatzinformationen auch aus anderen Quellen als das Value Reporting zur Verfügung standen.

Die Operationalisierung der Hypothesen H1, H2 und H3 siehe bei deren Auswertung, d.h. im Unterkapitel 4.5.

**Hges:** Die meisten der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften erfüllen die Anforderungen des Value Reporting.

Diese Gesamthypothese muss dann nicht verworfen werden, wenn die Hypothesen H1, H2 und H3 gleichermaßen bestätigt worden sind. Dies bedeutet, dass meine empirische Untersuchung des Value Reporting – den obigen Ausführungen entsprechend – auf das Value Added Reporting und das Strategic Advantage Reporting begrenzt war. In dieser die Forschung abschließenden Gesamthypothese sind die Vorstellung der Wertschöpfung, die Information über die immateriellen Werte und die Beschreibung der strategischen Vorteile gleich gewichtet.

Die Hypothesen H1, H2, H3 und Hges adressieren die Gesamtheit der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften. Ihre Auswertung gab daher einen abschließenden Querschnittsüberblick über die Value Reporting-Praxis dieser Firmen. Diese umfassende Darstellung wurde wegen des erschließenden Charakters der Forschung gewünscht und durch die angewandte Forschungsmethodik auch ermöglicht.

Es lohnte sich ebenfalls, die oben formulierten Hypothesen auf Ebene der einzelnen Gesellschaften auszuwerten. Es konnte nämlich vorkommen, dass eine sehr gute oder sehr unterentwickelte Value Reporting-Praxis der Einzelfirmen durch die Durchschnittswerte der Gesamtdarstellung ausgeblendet wurde. Die Datenerhebung erfolgte firmenbezogen, so dass diese Einzelbetrachtung der freiwilligen Informationsgewährung ohne Probleme vorgenommen werden konnte.

Die Auswertung der einzelnen Hypothesen in Unterkapitel 4.5 erfolgte gleichermaßen für die Gesamtheit der notierten Gesellschaften, sowie für die einzelnen Gesellschaften. Auch die Zusammenfassung der Ergebnisse aller Hypothesen wurde separat für die Grundgesamtheit und für die einzelnen Firmen erarbeitet. Dadurch sollte sichergestellt werden, dass das Forschungsergebnis nicht nur umfassend, sondern auch differenziert erfasst wurde. Und daraus ließen sich die weiteren Forschungsrichtungen besser ableiten.

## 4.2 Vorstellung und Begründung der Datenaufnahme

Zweck von Value Reporting ist es, die Charakteristiken der jeweiligen wertorientierten Unternehmensführung gegenüber bestehenden und potenziellen Investoren aufzuzeigen. Die drei inhaltlichen Bausteine von Value Reporting wurden in Unterkapitel 4.1 bereits detailliert vorgestellt. Das Value Reporting soll öffentlich zugängliche Informationskanäle nutzen, die für alle jetzigen und zukünftigen Investoren frei erreichbar sind. Ausgehend aus den Literaturempfehlungen sollten in meiner Forschung folgende Kanäle erschlossen werden: Jahresabschluss, Börsenjahres- und Börsenquartalsberichte, sowie Informationsgehalt der Gesellschaftswebseiten<sup>241</sup>. Aufgrund der Untersuchung dieser öffentlichen Informationsquellen wurden die Hypothesen über das Value Reporting 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 Börsenjahresberichtes<sup>242</sup>. Letzterer muss aber darüber

---

<sup>241</sup> 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. Ebenso soll die Ad-hoc-Publizität außer Acht gelassen werden, da ihr Ziel eher die sofortige Bekanntmachung von Änderungen in den wesentlichen Gesellschaftsdaten, als eine detaillierte und erläuternde Darstellung derselben ist. Im Vorfeld der empirischen Forschung habe ich die Ad-hoc-Publizität der vier bedeutendsten BÉT-Gesellschaften (MOL, OTP, Magyar Telekom und Richter) im Zeitintervall Januar-Juni 2004 daraufhin untersucht, ob darin Elemente des Value Reporting enthalten waren. Es wurden keine „Treffer“ gefunden. Daraus habe ich gefolgert, dass die Nichtuntersuchung der Ad-hoc-Publizität nicht zum Verlust von relevanten Informationen führen dürfte.

<sup>242</sup> Punkt 19.2.2 in BÉT (2003) reguliert den Börsenjahresbericht. Die Beschreibung seiner zwingenden inhaltlichen Elemente 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, HAS).

hinaus weitere Angaben beinhalten, wie dies im Börsenreglement<sup>243</sup> vorgeschrieben ist. Der Quartalsbericht<sup>244</sup> „bezweckt wichtige Informationen über die finanzielle Lage und die Leistung des Emittenten sowie deren Änderungen zu veröffentlichen, die von den Marktaktoren zu Investitionsentscheidungen benötigt werden“<sup>245</sup>. Diese Definition ist deckungsgleich mit dem Begriff des Value Reporting<sup>246</sup>. Nach Schulz<sup>247</sup> schätzen die Kapitalmarktteilnehmer den Informationsgehalt von Quartalsberichten höher als den von Jahresberichten ein. Deswegen waren die Quartalsberichte in die empirische Untersuchung unbedingt einzu beziehen.

Auf den Webseiten können Gesellschaften sehr vielfältige Daten veröffentlichen. Meist findet man dort auch die Börsenjahres- und Börsenquartalsberichte sowie die 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 Value Reporting-Praxis der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften sollte – entsprechend einer explorationsmotivierten Forschung – anhand eines Querschnittsbildes dargestellt werden. Die empirische Forschung startete nach der Annahme des Research Proposals im Frühjahr 2005. Der frühest-

---

<sup>243</sup> Für meine empirische Forschung war die Regulierung in BÉT (2003) maßgeblich, da im Erstellungszeitraum der untersuchten Berichte dies gültig war.

<sup>244</sup> Die offizielle Bezeichnung für Quartalsbericht im ungarischen Börsenrecht heißt Schnellbericht. Die in Kategorie A notierten Gesellschaften haben den Schnellbericht jedes Quartal, während die in 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.

<sup>245</sup> BÉT (2003) S. 41

<sup>246</sup> Ausführlicher s. Unterkapitel 4.1

<sup>247</sup> SCHULZ (1999) S. 189

mögliche Zeitpunkt zur Querschnittsanalyse bot sich deshalb im Sommer 2005 (genauer gesagt im August 2005) an, weil dann sowohl die von der Jahresversammlung gebilligten Börsenjahresberichte und/oder Jahresabschlüsse aus 2004, als auch die Quartalsberichte von Juli 2005 zur Verfügung standen. Meine Wahl fiel deswegen auf die Quartalsberichte von Juli 2005, weil diese von Gesellschaften in beiden Börsenkategorien zu erstellen waren, während quartalsweise nur die Gesellschaften der Kategorie A zu berichten haben (s. obige Ausführungen zur Quartalsberichtserstellungspflicht). Die Analyse der Gesellschaftswebseiten fand ebenfalls in diesem Monat statt.

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. Danach wurden die heruntergeladenen Berichte und Abschlüsse im Hinblick auf freiwillige Veröffentlichungsinhalte ausgewertet. Durch diese Vorgehensweise konnte sichergestellt werden, dass die Analyse gänzlich auf August 2005 bezogen gehalten blieb und für diesen Monat ein ganzheitliches Bild über die damals aktuelle Value Reporting-Praxis erstellt werden konnte.

Am 8. August 2005 wurde die Stammaktie der Zalakerámia AG von der BÉT zurückgezogen. Kurz davor war der letzte Handelstag der Aktien der Brau Union Rt. (Ungarn). Obwohl beide Gesellschaften ihre Berichte erstellt gehabt haben, wurden diese jedoch nicht mehr daraufhin analysiert, ob darin freiwillig über wertorientierte(?) Führungsaktivitäten berichtet wurde. Von der Untersuchung ebenfalls ausgeklammert blieben die Mitglieder des sog. Klubs der börsenfähigen Gesellschaften. Diese haben sich – nach eigener Angabe – zwar auf die Börsennotierung vorbereitet, ihre Aktien wurden im genannten Monat jedoch (noch) nicht notiert. Deswegen waren sie auch nicht verpflichtet, Börsenberichte

jeglicher Art weder zu erstellen noch zu veröffentlichen. Ohne diese Berichte galten sie für meine Forschung als nicht ausreichend zugänglich.

Es sollen im Folgenden die Ergebnisse der Analyse der Webseiten einerseits (s. Unterkapitel 4.3) und die der Berichte (Börsenjahresberichte, Jahresabschlüsse sowie Börsenquartalsberichte s. Unterkapitel 4.4) andererseits getrennt beschrieben werden. Diese sind nämlich voneinander klar abgegrenzte und deutlich abweichende Kommunikationskanäle der Unternehmen. Die Auswertung der zuvor abgeleiteten Hypothesen soll dann nach Zusammenführung beider Ergebnisse erfolgen (s. Unterkapitel 4.5).

### **4.3 Ergebnisse aus der Auswertung der Webseiten**

Die Liste der untersuchten Webseiten ist im Punkt II des Quellenverzeichnisses zu lesen. Vergleicht man diese Liste mit der Auflistung der im August 2005 an der BÉT notierten Gesellschaften (s. Anhang I), so gibt es Differenzen bzgl. der Kategorie B. Der Grund hierfür liegt in der Tatsache, dass folgende Gesellschaften im Untersuchungsmonat keine Webseite hatten: Agrimill-Agrimipex, BIF, EHEP, Hungagent, Kartonpack, Konzum, Novotrade und Skoglund. Diese Feststellung schließt mit ein, dass auf der offiziellen Webseite von BÉT (unter den Emittentendaten) keine Webseitenadresse angegeben war, also auch die Börse wusste von keiner Webseite dieser AGs<sup>248</sup>. Im Falle von Agrimill-Agrimipex, BIF und Kartonpack stand auf der BÉT-Webseite zwar eine Adresse, die aber zu keiner Webseite führte und es war auch keine automatische Weiterleitung eingerichtet. Deswegen konnten insgesamt 35 Webseiten untersucht und ausgewertet werden.

---

<sup>248</sup> Die Webseiten dieser Gesellschaften versuchte ich im August 2005 mehrmals zu erreichen. Es war nämlich auch denkbar, dass sie nur kurzfristig nicht aufzufinden waren. Keiner meiner Versuche wurde mit Erfolg gekrönt. Das Fehlen der genannten Webseiten habe ich nach einem Jahr (also im August 2006) erneut kontrolliert. Skoglund hatte immer noch keine Seite im Internet. Bei Novotrade und Konzum fand ich auf der BÉT-Webseite zwar keine Adresse, aber nach Eingabe der Firmennamen in einen Suchmotor waren die offiziellen Webseiten doch herunterzuladen. Bei den übrigen Gesellschaften existierte ebenfalls je eine Homepage und auch die Börse wusste darüber Bescheid. Die Daten auf den in 2006 aufgefundenen Webseiten spielten bei der Auswertung meiner Forschungshypothesen natürlich keine Rolle.

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. Dabei dienten die in Unterkapitel 4.1 vorgestellten konkreten inhaltlichen Elemente – wie bereits dort angedeutet – nicht als zwingende Vorgabe mit Vollständigkeitsanspruch, sondern lediglich als fachliche Orientierungshilfe. Diese Orientierungsfunktion galt gleichermaßen für die drei Teilbereiche von Value Reporting und für die sieben Arten von immateriellen Werten.

Anhang II zeigt die detaillierte Liste jener Daten und anderer Angaben, die auf den untersuchten Webseiten zu finden waren und in den Bereich des Value Reporting fallen. Die Tabelle enthält völlig leere Zeilen, wo also keine relevanten Angaben gefunden werden konnten. Dies trifft nicht nur Gesellschaften, die keine Webseite hatten und somit nicht untersucht werden konnten (s. ihre Erwähnung oben), sondern auch tatsächlich aufgefundene Firmenwebseiten. In der Kategorie A fand ich auf der Webseite von FOTEX keine für die empirische Untersuchung relevanten Angaben. Nicht einmal die Jahresabschlüsse und die Börsenberichte waren dort aufzufinden. Die Firma nutzte die Webseite im August 2005 ausschließlich als Werbekanal für das aktuelle Produktsortiment. Die Webseiten von Inter-Európa Bank und Pannonplast (beide ebenfalls in der Kategorie A) boten lediglich die Börsenberichte an, weitere relevante Angaben

konnten nicht gefunden werden. Nicht viel ausführlicher war zum Untersuchungszeitpunkt die Webseite von Linamar, wo neben den Börsenberichten lediglich die Mission und die Vision der Gesellschaft zu lesen waren.

In der Kategorie B hatte die Firma Domus eine marketingorientierte (also dem FOTEX ähnliche) Webseite. In dieser Kategorie konnten von den Webseiten von econet.hu und Pannon-Váltó lediglich die Börsenberichte heruntergeladen werden. Es war interessant, dass Csepel Holding keine Webseite hatte<sup>249</sup>, dafür war die Homepage von einer Tochtergesellschaft der Holding – Excel-Csepel – erreichbar. Im Sinne des Grundsatzes „pars pro toto“ habe ich die Informationen auf dieser Tochter-Webseite als Value Reporting der Holding angesehen.

Aus obigen Ausführungen folgt, dass von den insgesamt 43 an der BÉT (im August 2005) notierten Firmen lediglich 29 (also 67%) die Webseite zum Zwecke des Value Reporting nutzten. Die Rate betrug in Kategorie A 86%, während sie in Kategorie B nur 50 v.H. ausmachte. Letztere Zahl ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass 8 Gesellschaften (36%) aus dieser Kategorie im Untersuchungsmonat überhaupt keine Webseite hatten.

Die Elemente-Kategorien des Value Reporting waren wie folgt auf den untersuchten Webseiten aufzufinden:

	<b>Total Return Reporting</b>		<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advan- tage Reporting</b>	<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>
	Kennzahlen	nur Berichte			
Kategorie A (18 Firmen)	15 (83%)	3 (17%)	8 (44%)	17 (94%)	17 (94%)
Kategorie B (11 Firmen)	0 (0%)	6 (55%)	0 (0%)	6 (55%)	10 (91%)
Insgesamt (29 Firmen)	15 (52%)	9 (31%)	8 (28%)	23 (79%)	27 (93%)

Tabelle 7: Elemente von Value Reporting auf den untersuchten Webseiten

Das spärlichste Informationsvorkommen betraf die für die Unternehmensführung verwendete(n) wertorientierte(n) Kennzahl(en), bzw. deren detaillierte Errechnung. Solche Angaben veröffentlichten zudem nur Firmen aus der Kategorie A. Ebenso nur Gesellschaften dieser Kategorie berichteten – und das in einer überzeugenden Anzahl – über den Total Return der Eigentümer (oft über Links

<sup>249</sup> Diese Tatsache galt nicht nur im August 2005, sondern auch noch ein Jahr später.

auf andere Webseiten). Das Total Return Reporting in Kategorie B ging über die Angaben in den auf der Webseite zur Verfügung gestellten Berichten nicht hinaus. Letztere Feststellung gilt auch für drei Firmen aus der Kategorie A (Globus, Graphisoft N.V. und Linamar).

79 v.H. der untersuchten Webseiten enthielten Angaben über die strategischen Vorteile (meist durch Beschreibung der Vision/Mission oder der Strategie) und 93 v.H. berichteten konkret über Intangibles. Bei den immateriellen Vermögenswerten schnitten Kategorie A und B gleich ab, während bei allen anderen Bausteinen des Value Reporting die Differenzen mit zweistelligen Prozentpunkten zu beziffern waren.

Die obigen Analyseergebnisse geben eher die quantitative Seite des Value Reporting zurück. Sie spiegeln den Reportingwillen der Gesellschaften wieder, sagen aber nichts über die Qualität der auf den Webseiten gefundenen Angaben aus. Deswegen sollen hier einige ergänzende Anmerkungen gemacht werden. Die SWOT-Analyse von NABI hielt einer inhaltlichen Prüfung nicht stand. Alle Zahlen auf der Webseite von Rába waren mindestens seit zwei Jahren veraltet. Die aktuellen Werte der Kennzahlen zum Total Return Reporting konnten bei EGIS nicht geöffnet werden. Diese qualitativen Aussagen werden später bei der Datenreinigung (d.h. erst nach Zusammenführung der aus den Webseiten und aus den Berichten gewonnenen Informationen) Berücksichtigung finden. Die Zahlen der obigen Tabelle geben also lediglich die Ergebnisse der quantitativen Betrachtung wieder. Ich fand noch eine interessante Tatsache, dass nämlich die Strategie von MOL nur in Form einer englischsprachigen Slideshow zu lesen war.

#### **4.4 Ergebnisse aus der Auswertung der Börsenberichte (Jahres- und Quartalsberichte)**

Neben den in Punkt 4.3 analysierten Webseiten bestand die andere Quelle der Datensammlung grundsätzlich in den Börsenjahresberichten 2004 und in den

Quartalsberichten zu 30. Juni 2005 der notierten Gesellschaften<sup>250</sup>. Diese Berichte wurden vorzüglich von den Firmenwebseiten heruntergeladen, und wenn dies nicht möglich war (z.B. keine Webseite vorhanden oder keine Berichte darauf), dann habe ich mich der BÉT-Webseite bedient. Die Präferenz der Firmenwebseiten 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. DH (2004a) und DH (2004b) bei Danubius und RÁ (2004b) und RÁ (2004c) bei Rába. Die Analyse des breitestmöglichen Berichtskreises deckt sich 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. Das bedeutet, dass pro Firma im Durchschnitt nicht nur zwei (ein Jahres- und ein Quartalsbericht), sondern fast drei Berichte ausgewertet wurden. Alle untersuchten Berichte sind in Punkt III des Quellenverzeichnisses aufgelistet. Die Benennungen in dieser Liste entsprechen den Titeln der Dokumente und geben den Inhalt (Jahresabschluss oder weiter gefasster Börsen(jahres)bericht) nicht immer präzise zurück.

Zu jeder Gesellschaft gehörte genau ein Quartalsbericht. Es können ergänzend – als selbstständige Dateien – Datenblätter für die Börse (FOTEX, Forrás und Hungagent) oder Zusammenfassungen in einem anderen Dateiformat (Antenna Hungária) hinzukommen. Den umfangreichsten Quartalsbericht veröffentlichte die OTP Bank (54 Seiten), während das andere Extrem mit jeweils 7 Seiten

---

<sup>250</sup> Wo das Geschäftsjahr vom Kalenderjahr abwich, standen Berichte über andere Zeiträume zur Verfügung. So untersuchte ich z.B. bei EGIS den Jahresbericht zum 30. September 2005 (wurde nachträglich heruntergeladen) und den Quartalsbericht zum 31. März 2005. Zwack hat ihre Berichtszeiträume gerade in 2005 so geändert, dass das Geschäftsjahr ab diesem Jahr an immer am 01. April begann. Deswegen standen in diesem Falle folgende Berichte zur Verfügung, die ich auch alle ausgewertet habe: Jahresbericht 2004 ZW (2004), Bericht über das Rumpfgeschäftsjahr 2005 ZW (2005a) und ZW (2005b) – beide erstellt zum 31. März 2005 –, sowie der ebenfalls später heruntergeladene Quartalsbericht zum 30. September 2005 ZW (2005c)

von Konzum und von Skoglund erstellt wurde. Weitere 12 Firmen haben die 10-Seiten-Stärke nicht überschritten (zwei davon sind in Kategorie A notiert). Die untersuchten Quartalsberichte beliefen sich auf insgesamt 733 Seiten.

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<sup>251</sup> vier verschiedene Jahresabschlüsse: für die Muttergesellschaft OTP Rt. und für die OTP-Gruppe jeweils nach HAS und nach IFRS. Dieser war übrigens der ausführlichste Bericht in ungarischer Sprache (141 Seiten); es gab nur einen längeren Bericht und zwar zusammengestellt von Magyar Telekom für die New York Stock Exchange (Typ 20-F, in Englisch, 236 Seiten). Der mit 12 Seiten kürzeste Jahresbericht wurde von Quaestor vorgelegt. 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)				

<sup>251</sup> OT (2004d)

Tabelle 8: Häufigkeit der Anwendung verschiedener Rechnungslegungsstandards in den untersuchten Börsenberichten

Die Tabelle zeigt, dass während IFRS – in Kategorie A – bei beiden Berichten eine dominierende Rolle spielte, bevorzugten die Firmen in Kategorie B durchgehend die inländischen Regelungen. Nach US-GAAP haben lediglich drei Gesellschaften bilanziert (alle in Kategorie A) und bei den Quartalsberichten folgten auch sie den IFRS (ähnlich der vorherrschenden Mehrheit). Den Quartalsbericht ausschließlich nach HAS haben zwei Gesellschaften (EGIS und IEB Bank) publiziert.

Die Abschlusswährung war bei Graphisoft der Euro und bei NABI der US-Dollar. Alle anderen Firmen stellten ihre Berichte in Forint zusammen. Die beiden zuvor genannten Gesellschaften berichteten über das Jahr 2004 interessanterweise nach US-GAAP und folgten dann beim Quartalsbericht den IFRS.

Anhang III zeigt die für das Value Reporting relevanten Inhalte aus den untersuchten Berichten und Abschlüssen auf. Demnach hat fast jede notierte Firma mindestens eine Kennzahl zum Total Return Reporting veröffentlicht, eine Angabe über immaterielle Werte gemacht, ein Element des strategischen Vorteils vorgestellt und etwas zur Errechnung einer wertorientierten Kennzahl beigetragen oder über die wertorientierte Entlohnung berichtet. Die in Anhang III dargestellten Ergebnisse ermöglichten jedoch noch nicht, die Forschungshypothesen zu testen. Sie mussten nämlich zuerst gereinigt werden (s. Unterkapitel 4.5). Es hätte allerdings keinen Sinn gehabt, diese Datenbereinigung separat für die aus den Berichten gesammelten Informationen durchzuführen<sup>252</sup>. Vielmehr war es angebracht gewesen, zuerst die Ergebnisse aus der Analyse der Webseiten und der Berichte (je Gesellschaft) zusammenzutragen und dann die Datenbereinigung vorzunehmen. Unter Verwendung der gereinigten Datensätze konnten die For-

---

<sup>252</sup> Eine Folge dieser Tatsache ist es, dass keine Übersichtstabelle (im Gegensatz zu Unterkapitel 4.3) allein aus Daten der Berichte und Abschlüsse zusammengestellt werden konnte. Deswegen war es auch nicht möglich, das Value Reporting durch Webseiten einerseits und durch Berichte und Abschlüsse andererseits miteinander zu vergleichen. Daraus resultierten aber insoweit keine Schwierigkeiten, dass es sich

schungshypothesen einzeln getestet und zum Schluss insgesamt ausgewertet werden. Ab dem nächsten Unterkapitel werden die auf den Webseiten und in den Berichten und Abschlüssen gefundenen Daten und weiteren Informationen stets zusammengefasst behandelt.

#### **4.5 Auswertung der Hypothesen**

In diesem Punkt sollen die das Value Reporting betreffenden Forschungshypothesen auf Basis der auf den Webseiten sowie in den Börsenberichten (bzw. ersatzweise in den Jahresabschlüssen) der notierten Gesellschaften gefundenen Angaben ausgewertet werden. Zu diesem Zweck mussten die in den Unterkapiteln 4.3 und 4.4 gesammelten Daten in eine gemeinsame Datenbank überführt werden. Ab diesem Punkt zählt bei der Auswertung der Hypothesen nicht mehr, ob die einzelnen Daten oder weiteren Informationen auf der Webseite oder in einem Bericht gefunden wurden, geschweige denn ob es um einen Jahres- oder einen Quartalsbericht handelte. Entsprechend der Explorationsmotivation der Forschung war allein die Tatsache wichtig, dass die Angaben mindestens einmal publiziert wurden.

Der erste Schritt der Zusammenführung war demnach 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 Trennung fokussierte auf die am häufigsten vorkommenden Posten:

- Die Namen der leitenden Angestellten sind im Börsenbericht aufzuführen<sup>253</sup>, 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 Vorstand und Aufsichtsrat). Zudem die-

---

um ganz unterschiedliche Kommunikationskanäle handelt. Zudem fokussierte meine Forschung nicht auf diese Gegenüberstellung, so dass sie bei der Auswertung der Hypothesen ohnehin keine Rolle spielte.

<sup>253</sup> BÉT (2003) S. 71

nen diese Informationen dem Zweck von Value Reporting und speziell der Darstellung von strategischen Vorteilen besser – als die Namen alleine.

- Die Börsenberichte müssen auch die Anzahl der Beschäftigten angeben<sup>254</sup>. Deshalb musste zum Value Reporting etwas Zusätzliches publiziert werden: eine Detaillierung des Mitarbeitertums (z.B. nach Qualifikationen wie auf [www.demasz.hu](http://www.demasz.hu)) oder eine weiterführende Kennzahl (z.B. der Umsatz pro Mitarbeiter, der von mehreren Gesellschaften veröffentlicht wurde). 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 werden<sup>255</sup>. 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 – wie z.B. bei FHB Bank<sup>256</sup> und MOL<sup>257</sup>). 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 zukünftigen 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 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.

---

<sup>254</sup> BÉT (2003) S. 42 und 71

<sup>255</sup> BÉT (2003) S. 42

<sup>256</sup> FH (2004b) S. 89

<sup>257</sup> MO (2004) S. 102

- Nach IFRS und US-GAAP<sup>258</sup> 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. Im Unterkapitel 4.4 ist die Häufigkeit der Anwendung der verschiedenen Rechnungslegungsvorschriften bei den untersuchten Jahresabschlüssen dargestellt. Danach ist es nicht weiter verwunderlich, dass die freiwillige Angabe von EPS typischerweise in Kategorie B vorkommen kann. Der einzige solche Fall in Kategorie A ist Egis<sup>259</sup>.

Als letzter Schritt der Bereinigung der noch verbliebenen, wirklich freiwillig publizierten Daten erfolgte die Überprüfung der Einordnung von Segmentinformationen (als Segment dienten z.B. Geschäftsbereiche, Regionen usw.). Der Umsatz nach Segmenten ist eine Angabe bzgl. der immateriellen Vermögenswerte, da der daraus resultierende Marktanteil ein Element des Customer Capital ist. Die Angabe der Segmentergebnisse zählte aber zum Total Return Reporting, da hierdurch die Gesamtrentabilität des Unternehmens aufgespalten und dadurch erläutert wurde. Ebenfalls zum Total Return Reporting zählte, wenn das Segmentergebnis zusammen mit den Aktiva oder der Kapitalbindung nach Segmenten angegeben worden war, da daraus die Rentabilität problemlos zu errechnen gewesen wäre (s. z.B. Antenna Hungária und NABI)<sup>260</sup>. Eine vollständige Bilanz und GuV je Geschäftsbereich diene eher der Darstellung von immateriellen Vermögenswerten als der „Detaillierung“ von Total Return (obwohl daraus die Rentabilität errechnet werden konnte) – so wurde diese Angabe in der letzten Spalte meiner Tabelle aufgeführt (z.B. DÉMÁSZ). Bei FOTEX und Linamar

---

<sup>258</sup> Laut einer merkwürdigen Regel von US-GAAP darf die Kennzahl CFPS (d.h. Cash flow per share) im Jahresabschluss nicht genannt werden (ARBEITSKREIS (2002) S. 2337). Diese Größe ist jedoch in meinem Value Reporting-Forschungsmodell potentieller Teil von Total Return Reporting. Da aber die Elemente des Forschungsmodells keineswegs einen zwingenden Katalog, sondern eher mögliche Beispiele darstellen und zudem die (Nicht)Veröffentlichung einer einzigen Kennzahl die Auswertungen nicht beeinflusst (s. ausführlicher bei der Analyse des Total Return Reportings), war dem Publikationsverbot von CFPS keine besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

<sup>259</sup> EG (2005a)

<sup>260</sup> Die gleichzeitige Publikation von Segmentergebnis und -Umsatz (s. z.B. Pannonplast) sagt demgegenüber nichts über den Total Return der Eigentümer aus. Die sich ergebende Kennzahl (Return on sales) hat nämlich keinen direkten Bezug zu den Anteilseignern.

kam es diesbezüglich zu einer interessanten Fallkonstellation: es wurden die Segmentergebnisse und –Kapitalbindungen nach Geschäftsbereichen publiziert, woraus die Segmentrentabilitäten problemlos zu errechnen gewesen wären, aber keine der Datenquellen die Kennzahl der Gesamtkapitalrentabilität angegeben hatte (wobei Letztere sich aus den zur Verfügung stehenden Informationen natürlich gut abschätzen ließe). Das ist ein Fall von inkonsequentem Value Reporting.

Nimmt man einen strengen Zusammenhang zwischen Vergangenheit und Zukunft an, so können die Segmentrentabilitäten eine wichtige Information über die Strategie des Unternehmens darstellen, da sie dem Herausfinden der Kernkompetenz(en) dienen können. Dieser Zusammenhang ist aber nicht zwingend gültig und wurde deswegen bei der Einordnung der gefundenen Angaben auch nicht verfolgt.

Nach den oben beschriebenen Schritten der Datenbereinigung entstand jene die Auswertung der Hypothesen ermöglichende Datentabelle (s. Anhang IV). Mit Hilfe dieser Tabelle wurden die Hypothesen über das Value Reporting getestet (s. Punkte 4.5.2-4.5.4). Die Analyse wurde auf Ebene sowohl der Gesamtheit als auch der einzelnen Gesellschaften durchgeführt. Die zusammenfassende Auswertung der Hypothesen ist in Punkt 4.5.5 und in Anhang V zu lesen. Die Forschungshypothesen klammern das Total Return Reporting aus (da hier eine Veröffentlichungspflicht lt. Börsenreglement besteht und somit die Freiwilligkeit nicht zutrifft), zum Gesamtbild des Value Reporting gehört aber auch die Betrachtung dieses Reportingelements hinzu. Deswegen wird in Punkt 4.5.1 kurz geschildert, welche Befunde sich während meiner Forschungen bzgl. Total Return Reporting ergeben haben und dann wende ich mich der Auswertung der einzelnen Hypothesen zu.

#### *4.5.1 Freiwillige Angaben über den Total Return der Eigentümer*

Ein Teilbereich des Value Reporting ist das Total Return Reporting. Die Gesellschaften können hier den in der letzten Periode (bzw. in den letzten Perio-

den) für die Eigentümer erwirtschafteten Nutzen anhand verschiedener Kennzahlen und anderer Informationen darstellen. Unterkapitel 4.1 nennt – aus der Literatur – mehrere mögliche Kenngrößen des Total Return Reporting, aber es soll deutlich herausgestellt werden, dass dort keine abschließende Liste über diese Kennzahlen aufgestellt wurde, sondern nur Beispiele aufgeführt wurden. Dies bedeutet, dass die Gesellschaften einerseits nicht alle Kennzahlen und weitere Informationen aus der Liste publizieren mussten und andererseits der Total Return auch mit Hilfe anderer Kennzahlen und Daten beschrieben werden konnte.

Ein Teil der angeführten Kennzahlen kann sich jeder leicht errechnen (z.B. Cash Flow per Share, Verhältnis von Kurs- und Buchwert), da die Daten sowohl des Jahresabschlusses als auch des Börsenberichts öffentlich zugänglich sind. Ebenso lassen sich die Dividendenzeitreihe und die Aktienkursentwicklung von jedermann abbilden. In diesen Fällen ist der Sinn von Value Reporting nicht in der Veröffentlichung von neuen, woanders nicht auffindbaren Informationen zu sehen, sondern es soll gezeigt werden, dass die Eigentümer von den Unternehmen als wichtig erachtet werden und deswegen die für sie relevanten Daten als sofort verzehrbare „Fertiggericht“ von den Gesellschaften aufgetischt werden. Dadurch werden die aktuellen und potenziellen Eigentümer von der Mühe der Datensammlung entlastet. Es handelt sich aber betont um Daten und Informationen, die jeder hätte er- oder zusammenstellen können. Diese lediglich Signalfunktion ist der Grund dafür, dass in der Forschung keine Hypothese(n) bzgl. dieses Reportingelements formuliert wurde(n). Die Value Reporting-Praxis soll nämlich über ihre anderen Bestandteile beurteilt werden.

Von den in Unterkapitel 4.1 beispielhaft genannten Informationen ließen sich viele in den untersuchten Datenquellen wiederfinden. Dazu einige konkrete Beispiele:

**Kennzahlen und Daten zum Total Return Reporting**  
 Aktienkursentwicklung  
 Volatilität des Kurses  
 Aktueller Börsenkurs  
 Höchst- und Tiefststand des Börsenkurses in der Periode

**Beispielunternehmen**  
 Skoglund Holding  
 Zwack Unicum  
 FHB Bank  
 Pannonflax

**Kennzahlen und Daten zum Total Return Reporting**

Schlusskurs  
Aktienrendite  
Dividendenausschüttung  
Dividendenzeitreihe(n)  
Vergleich des Aktienkurses mit einem aggregierten Benchmark  
Vergleich der Kursentwicklung mit der Zeitreihe des Branchenindex  
Earnings per Share (EPS)  
Kurs-Gewinn-Verhältnis  
Kurs-Buchwert-Verhältnis

**Beispielunternehmen**

Gardénia  
NABI  
Magyar Telekom  
EGIS  
Rába  
Richter Gedeon  
Freesoft  
TVK  
OTP Bank

Tabelle 9: Konkrete Beispiele des Total Return Reporting

Es wurden dagegen in den Datenquellen keine Nennungen von Cash Flow-basierten Kennzahlen, relativen Dividendengrößen und Value-at-Risk-Daten gefunden. Gleichzeitig waren auch Kennzahlen publiziert, die in dem Literaturmodell nicht genannt werden – so z.B. die Bruttodividende (DÉMÁSZ<sup>261</sup>) und das „Nettoergebnis“ (NABI<sup>262</sup>). Einen bestimmten Informationsgehalt hat auch die Aussage, dass NABI keine Dividende zahlt<sup>263</sup>.

Zum Total Return Reporting zählt des Weiteren die Angabe der Anzahl eigener Aktien sowie die Erläuterung des Zwecks ihres Rückkaufs<sup>264</sup> (Borsodchem<sup>265</sup>). Es kann auch der konkrete Hauptversammlungsbeschluss mit Ermächtigung zum Aktienrückkauf genannt werden (MOL<sup>266</sup>). BIF hat diesbezüglich angegeben, dass ein Teil der Stammaktien gesperrt wurde<sup>267</sup>.

Auch die Erläuterungen zu Kursbewegungen sind ein Teil des Total Return Reporting<sup>268</sup>. Es konnte ein konkretes Beispiel dafür gefunden werden und zwar bei DÉMÁSZ<sup>269</sup>. Die Kennzahl ROE (Return on Equity) hat dagegen keinen nützlichen Informationswert über die Rendite für die Eigentümer, da sie das Ergebnis mit dem Buchwert des Eigenkapitals in Relation setzt (d.h. hier spielt statt des Marktwertes der nach den Rechnungslegungsvorschriften ermittelte Buchwert eine Rolle). Die Rentabilitätsgrößen ROA, ROACE bzw. ROS – die

---

<sup>261</sup> DE (2004a) S. 15

<sup>262</sup> www.nabi.hu

<sup>263</sup> NA (2004) S. 12

<sup>264</sup> S. FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) S. 1210

<sup>265</sup> BC (2004a) S. 32

<sup>266</sup> MO (2004) S. 100

<sup>267</sup> BI (2004b) S. 25 und 37

<sup>268</sup> S. FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) S. 1210

die jeweilige Ergebnisgröße mit dem Gesamtkapital, dem Capital Employed und dem Umsatz vergleichen – sagen gleichsam nichts über den Return für die Eigentümer aus. Es ist zudem vorgekommen, dass einige Kennzahlenwerte nach einer falschen Formel errechnet wurden<sup>270</sup>.

Die Literatur empfiehlt des Weiteren, dass zur Errechnung von EPS nicht nur der Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag, sondern auch andere Ergebnisstufen herangezogen werden sollten. Namentlich erwähnt werden EBIT (ist mit dem operativen Ergebnis gleichzusetzen) und EBITDA<sup>271</sup>. Diese genannten Ergebnisgrößen werden von mehreren notierten Gesellschaften veröffentlicht, ihre Aufteilung auf eine Aktie wird aber nur im Quartalsbericht von Pannonplast angegeben<sup>272</sup>.

Anhand der untersuchten Webseiten und Berichte lässt sich über das Total Return Reporting zusammenfassend Folgendes festhalten (die detaillierte Auswertung nach Firmen ist Anhang V zu entnehmen):

- Total Return Reporting war bei 23 Gesellschaften aus den insgesamt untersuchten 43 Firmen (53%) nicht oder nicht in ausreichendem Maße aufzufinden. Von diesen 23 Firmen haben 12 überhaupt keine diesbezüglichen Angaben gemacht (alle gehören Kategorie B an). Die anderen 11 Gesellschaften (3 davon aus Kategorie A) haben zwar mindestens eine relevante Kennzahl publiziert, aber insgesamt konnte in diesen Fällen von einer wirklich inhaltvollen Informationsgewährung nicht gesprochen werden.
- Weitere 13 Gesellschaften (30%) genügten gänzlich den Anforderungen von Total Return Reporting, da sie jeweils mehrere und auch verschiedenartige Informationen zur Verfügung gestellt haben. Darunter auch solche Angaben, die die Eigentümer nur durch langwierige und/oder kostenintensive For-

---

<sup>269</sup> DE (2004a) S. 14ff.

<sup>270</sup> S. z.B. SK (2004b) S. 10

<sup>271</sup> S. FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) S. 1210

<sup>272</sup> PA (2005) S. 2

schung hätten herausfinden können. Lediglich eine dieser Firmen gehört Kategorie B an.

- Die übrigen sieben Firmen (16%) – darunter wieder nur einer aus Kategorie B – sind in einem Zwischenstadium. Sie veröffentlichten zwar einige relevante Informationen über den Total Return der Eigentümer, die sind aber weder vielfältig noch dermaßen neuartig, dass diese freiwillige Datenangabe als überzeugend hätte beurteilt werden können. Deshalb heißt ihre Auswertung teilweise, d.h. sie haben den Anforderungen nur teilweise entsprochen.
- Es gab in Kategorie B eine Gesellschaft, die das freiwillige Total Return Reporting ohne Abstriche publizierte und eine, die dieses teilweise getan hatte. Die übrigen Firmen veröffentlichten überhaupt keine oder zu wenige relevanten Daten.
- In Kategorie A dominieren die den Erwartungen von Total Return Reporting in vollem Maße entsprechenden Firmen (12 also 57%) und 6 Unternehmen (29%) haben die Beurteilung teilweise erhalten. Hier zählte also zu den Ausnahmen (3 Unternehmen, also 14%), wenn den Anforderungen von Total Return Reporting nicht Genüge getan wurde.
- Die am häufigsten freiwillig publizierte Kennzahl/Information war EBITDA (13 Firmen) gefolgt von der Darstellung der Kursentwicklung (11 Firmen). Die Höchst- und Tiefstkurse wurden von 9 und der EBIT von 8 Gesellschaften angegeben. Die lediglich einmal vorkommenden Angaben wurden bereits oben erwähnt.

#### 4.5.2 Auswertung der Hypothese H1

**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).

Die der wertorientierten Führung dienlichen Kennzahlen und der Weg ihrer Errechnung wurden in Kapitel 3 ausführlich erläutert. Aufgrund dieser Beschreibung wurden in Unterkapitel 3.4 zusammenfassend jene Informationen aufgelistet, die die Firmen zusätzlich zum Jahresabschluss veröffentlichen sollten, damit die aktuellen und potenziellen Investoren alle entscheidungsrelevanten Informationen über den (Markt)Wert des Eigenkapitals und dessen Änderungen erhalten.

Darüber hinaus sollten die Gesellschaften auch darlegen, wie sie die konkrete Kennzahl in der Unternehmensführung anwenden<sup>273</sup>. Die aus Investorensicht wichtigste Information ist, ob die Entlohnung von Führungskräften oder sogar von allen Mitarbeitern an die wertorientierte Kennzahl geknüpft ist. Die gängigste Form dieser Anknüpfung ist die Aktien- oder die Optionsgewährung.

Die detaillierten firmenbezogenen Ergebnisse darüber, welche diesbezügliche Informationen auf den Webseiten und in den Berichten gefunden wurden, sind in Anhang IV nachzulesen.

Die in der Entstehungsperiode als Aufwand verrechneten Kosten für Forschung und Entwicklung sind in der EVA-Berechnung zu berücksichtigen. Einige Firmen gaben diese Information in allgemeiner Form an (z.B. Richter<sup>274</sup>, Rába<sup>275</sup>, Pannonplast<sup>276</sup>, NABI<sup>277</sup>, MOL<sup>278</sup>), während andere auch den konkreten Inhalt dieser Kosten benannten (Herstellung von Schonkost – Székesfehérvári Hütöipari AG<sup>279</sup>; Vorratserhöhung, Bohrungen und Feldentwicklung – MOL<sup>280</sup>; integriertes Technologiesystem – DÉMÁSZ<sup>281</sup>). Es war natürlich auch ein vollwertiges

---

<sup>273</sup> S. FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) S. 1210

<sup>274</sup> RI (2004) S. 53, 75 und 105

<sup>275</sup> RÁ (2004a) S. 31

<sup>276</sup> PA (2004a) S. 24

<sup>277</sup> NA (2004) S. 23

<sup>278</sup> MO (2004) S. 48

<sup>279</sup> SZ (2004) S. 51

<sup>280</sup> MO (2004) S. 88

<sup>281</sup> DÉ (2004b) S. 76

ges Reporting, wenn die Gesellschaft ausführte, dass im betrachteten Zeitraum keine Forschungen und Entwicklungen stattgefunden hatten<sup>282</sup>.

Die marktwertbildenden und in der Periode als Aufwand verrechneten Vorlaufkosten spielen ebenfalls in der EVA-Berechnung eine Rolle. Es gab ein einziges Beispiel dafür: die für die Arzneimittelzulassungen gezahlten Gebühren bei Richter<sup>283</sup>. Die Höhe des Bruttowertes vom und der kumulierten Abschreibungen auf das Anlagevermögen ist hingegen bei der CVA-Berechnung zu berücksichtigen.

Unter den außerbilanziellen Posten werden die zukünftigen Leasingraten bzw. deren Gegenwartswert sowohl in der CVA- als auch in der EVA-Berechnung benötigt (z.B. Antenna Hungária<sup>284</sup>, NABI<sup>285</sup>, Synergion<sup>286</sup>). Der vorherige Satz bezieht sich auf das operative Leasing. Die Garantien und Bürgschaften stellen dagegen (wegen ihren Eventualcharakters, woraus auch ihre schwere Planbarkeit folgt) keine relevanten Informationen für die Errechnung von wertorientierten Kennzahlen dar.

Die Anwendung der DCF-Methode setzt schließlich die Kenntnis der zukünftigen Cash Flows voraus. Einige Mosaikstücke dazu liefern manche außerbilanzielle Posten (wie die Verbindlichkeiten aus Finanzleasing). Als Beispiele hierzu sind OTP Bank<sup>287</sup>, NABI<sup>288</sup> und Synergion<sup>289</sup> zu nennen. Auch die Aussage, dass es keine außerbilanziellen Posten gegeben hat, ist eine vollwertige Information<sup>290</sup>. Bei der indirekten Ermittlung der Cash Flows ist die Höhe der nicht cashrelevanten Kosten interessant, die von Graphisoft<sup>291</sup> angegeben wurde.

---

<sup>282</sup> EC (2004) S. 39

<sup>283</sup> RI (2004) S. 84

<sup>284</sup> AH (2004b) S. 34f. mit Zurechnung auf die einzelnen Zukunftsjahre.

<sup>285</sup> NA (2004) S. 27 mit Zurechnung auf die einzelnen Zukunftsjahre.

<sup>286</sup> SY (2004) S. 27 mit einer zeitlichen Dreiteilung der Zukunft.

<sup>287</sup> OT (2004d) S. 28, 92ff. und 122ff., wobei die Unterteilung nach Jahren unterblieb.

<sup>288</sup> NA (2004) 31f. mit einer Aufteilung der Zukunft in mehrere Zeitabschnitte.

<sup>289</sup> SY (2004) 26f. mit der Angabe von eventuellen zukünftigen Cash Flows aus einer Acquisition.

<sup>290</sup> Z.B. TV (2005) S. 7, wobei diese Aussage gemeinsam mit den Informationen auf TV (2004) S. 56ff. zu betrachten sind.

<sup>291</sup> GR (2004) S. 9

Die Berechnung jeder wertorientierten Kennzahl ist abgestellt auf die (gewichteten durchschnittlichen) Kapitalkosten (WACC) bzw. deren Grunddaten. Diesbezügliche Informationen haben zwei Gesellschaften – Synergon und Magyar Telekom – veröffentlicht<sup>292</sup>. Synergon gab die bei der Akquisition einer Auslandstochter benutzte Diskontrate an<sup>293</sup>. Obwohl man hier den Diskontsatz sowohl des letzten und des aktuellen Geschäftsjahres erfuhr, waren diese wohl nicht als Prognose der zukünftigen WACCs anzusehen. Darüber hinaus hat die Firma den gewichteten Durchschnittszinssatz ihrer Dispositionskredite angegeben<sup>294</sup>. Ohne weitere Details ihrer Berechnung war der Informationsgehalt dieser Zahl ebenfalls schwer zu deuten. Die o.g. Bezeichnung ließ aber darauf schließen, dass es nicht um den WACC der Gesellschaft handelte. Da der angegebene Wert vergangenheitsorientiert war, wäre er für die Berechnung von wertorientierten Kennzahlen nur mit strengen Restriktionen geeignet gewesen. Daraus folgt, dass Synergon – trotz der obigen Angaben – weder den zur Diskontierung der zukünftigen Cash Flows zu verwendenden Diskontierungssatz noch seine Detailgrößen publizierte. Die im Bericht auffindbaren Daten gewährten somit kaum relevante Zusatzinformationen im Sinne des Value Reporting.

Kapitalkosten wurden noch von Magyar Telekom veröffentlicht. Ihr Bericht enthielt den risikofreien Basiszinssatz<sup>295</sup> in Form einer Datenreihe ab 2000 bis 2004. Dies war aber aus Sicht des Value Reporting noch zu wenig. Es wurde weiter der bei der Abschreibungsrechnung verwendete Diskontsatz angegeben. Da diese Größe an die „MLLN-, DTU-, FMUX- und Highspeed-Tools für Vertragskunden“<sup>296</sup> anknüpfte, war es nicht klar, ob es sich hier um eine Diskontrate für das Gesamtunternehmen oder nur für einen Geschäftsbereich handelte. Darüber hinaus sagte der Wert des aktuellen Jahres wenig über die zukünftige(n)

---

<sup>292</sup> MO (2004) S. 90 beschreibt eine Art Diskontierung, wo “nach SFAS 69 ein Diskontfaktor von 10% angewendet wurde”. Es gibt aber keine Anhaltspunkte dafür, wie dieser 10%-Diskontfaktor zu den WACC der Firma steht. Deswegen kann hier von Value Reporting nicht gesprochen werden.

<sup>293</sup> SY (2004) S. 19

<sup>294</sup> SY (2004) S. 25

<sup>295</sup> MT (2004b) S. 230

<sup>296</sup> MT (2004a) S. 68

Höhe(n) der Rate aus. Schließlich war dem Report auch der gewichtete Durchschnittszinssatz der aufgenommenen Kredite zu entnehmen – sowohl bzgl. der Vergangenheit<sup>297</sup> als auch für die Zukunft<sup>298</sup>. Letztere Zeitreihe umfasste fünf Folgejahre. Damit fand man hier eine relevante Information zur Berechnung der wertorientierten Kennzahlen. Um den WACC ermitteln zu können, hätte man noch die risikoadäquaten Eigenkapitalkosten kennen müssen, die aber weder auf der Homepage noch in den Berichten zu finden waren. Deswegen hieß meine Schlussfolgerung, dass auch Magyar Telekom die für die Berechnungen benötigten Kapitalkostendaten letztendlich nicht veröffentlichte.

Es bleibt noch zu klären, warum in der Datentabelle bei Freesoft der Ausdruck „Mehrwert“<sup>299</sup> aufgeführt wurde. Der Rechenweg dieser Größe wurde im Bericht nicht angegeben. Deshalb konnte ich nur – bewusst gutmütig – annehmen, dass es hier um eine fachlich korrekt ermittelte Kenngröße der Wertschöpfung ging. Stimmt diese Annahme, so war diese Zahl ähnlich einem Residualgewinn, worauf bei der Berechnung von EVA abgestellt wird.

Im gewählten Forschungsmodell zum Value Reporting müssen die Gesellschaften nicht nur die wertorientierte(n) Kennzahl(en) publizieren, sondern auch erläutern, welche Rolle die Wertorientierung in der Vergütung der Mitarbeiter (einschl. Führungskräfte) spielt. Die gängigste Form ist die Gewährung von Aktienlohn oder von Aktienoptionen.

13 Firmen (30%) führten aus, eine leistungsabhängige Vergütung zu praktizieren. Drei davon gewährten diese Vergütung auch an nicht leitende Angestellten, während in 10 Fällen nur die Führungskräfte in den Genuss von Aktien- oder Optionsvergütung kamen. Bei einer Firma (Linamar) kam der Kreis der Betroffenen aus den Ausführungen nicht eindeutig hervor (sie zählte ich deshalb zu keiner Gruppe hinzu). In ihren Berichten steht nämlich nur, dass in der jeweiligen Berichtsperiode keine Aktienoptionen emittiert wurden (die Betroffenen

---

<sup>297</sup> MT (2004a) S. 71

<sup>298</sup> MT (2004a) S. 72

wurden jedoch nicht präzisiert)<sup>300</sup>. Eine andere Gesellschaft (Graphisoft) bot eine etwas konfuse Beschreibung. An einer Stelle stand, dass sie Vorzugsaktien für die Belegschaft ausgegeben hatte<sup>301</sup> und an anderer Stelle las man über ein Managementoptionsprogramm, dessen Beschreibung dann wieder die Angestellten erwähnte<sup>302</sup>. Die beiden Aussagen ergaben insgesamt ein wirres Bild, so dass Graphisoft keiner Gruppe eindeutig zuzuordnen war. In diesem Falle – da hier Optionen tatsächlich gewährt wurden – wählte ich die Lösung, dass (aufgrund separater Bewertung beider Aussagen) Graphisoft bei beiden Gruppen mitgezählt wurde.

Alle Mitarbeiter erhielten einen leistungsabhängigen Lohn – neben Graphisoft – auch bei Borsodchem<sup>303</sup> und Richter<sup>304</sup>. Alle drei Firmen gaben den Mitarbeitern Aktien, was ein Zeichen dafür ist, dass die wertorientierte Anreizschaffung jeden erfasste und somit konsequent umgesetzt wurde. Graphisoft veröffentlichte auch weitere Details (wobei das Gesamtbild eher konfus ist, wie oben bereits ausgeführt), während die Berichte der beiden anderen Firmen nur die Tatsache der wertorientierten Anreizschaffung konstatierten.

Die Empfänger der variablen Vergütung sind meist nur die Führungskräfte, die also Aktien oder Aktienoptionen erhalten. Eine detaillierte Beschreibung der Bedingungen für diese variable Vergütung publizierten FHB<sup>305</sup>, Graphisoft<sup>306</sup>, Magyar Telekom<sup>307</sup>, MOL<sup>308</sup> und NABI<sup>309</sup>. Dagegen wurde die aktuelle oder frü-

---

<sup>299</sup> FR (2004) S. 34

<sup>300</sup> LI (2004) S. 24 und LI (2005) S. 7

<sup>301</sup> GR (2004) S. 32f., wo auch die Anzahl der Vorzugsaktien und die darauf gezahlten (Vorzugs)Dividenden beziffert sind.

<sup>302</sup> GR (2004) S. 30ff., wo am Anfang nur das Management genannt wird (S. 30), aber die nächste Seite dann undifferenziert “Angestellten” sagt.

<sup>303</sup> [www.borsodchem.hu](http://www.borsodchem.hu), wo die Gewährung von Belegschaftsaktien nur erwähnt wird, und daneben BC (2004a) S. 68 und S. 32, sowie BC (2004b) S. 24. In den angegebenen Berichten findet man zwei Aussagen, die nicht unbedingt deckungsgleich sind. Laut BC (2004a) S. 68 werden die Belegschaftsaktien eingezogen; während BC (2004a) S. 32 und BC (2004b) S. 24 davon spricht, dass in der Zukunft ein Motivationssystem für Angestellte (d.h. Aktienlohn) eingeführt werden soll.

<sup>304</sup> RI (2004) S. 57 und S. 69

<sup>305</sup> FH (2004a) S. 50 und FH (2004b) S. 47 erwähnen nur jene Managementvergütungsbestimmungen, die auf der Webseite [www.fhb.hu](http://www.fhb.hu) zu lesen waren.

<sup>306</sup> GR (2004) S. 30ff. und GR (2005) S. 18f.

<sup>307</sup> MT (2004a) S. 77f., wo neben dem Optionsprogramm auch das mittelfristige Motivationsprogramm beschrieben ist, wobei Letzteres ebenfalls an die Kursentwicklungen angeknüpft ist.

here Anwendung dieses Instruments der Managementvergütung nur erwähnt (d.h. ohne Details) von DÉMÁSZ<sup>310</sup>, OTP Bank<sup>311</sup>, Pannonplast<sup>312</sup>, Rába<sup>313</sup> und Kartonpack<sup>314</sup>.

Der Fall von DÉMÁSZ bedarf einer separaten Betrachtung. Die Firma berichtete über teilweise variable Vergütung der Angestellten. Dafür mussten sie einerseits ihre persönlichen Leistungsziele (die sich auf Key Performance Indicators (KPIs), eine konkrete Aufgabenstellung oder die Einhaltung eines Termins beziehen konnten) erreichen und andererseits in ihren Kompetenzen Fortschritte aufweisen. Diese Leistungselemente können mit der Wertschöpfung für die Eigentümer nur in einem indirekten Verhältnis stehen. Die variable Vergütung wurde nicht in Form von Aktienlohn oder Optionsgewährung, sondern bar ausbezahlt – was im Gegensatz zum Ansatz der wertorientierten Führung steht. Zudem führt das Management bezüglich der Prinzipien des ungarischen Corporate Governance-Kodex (der lediglich einen Empfehlungscharakter hat) aus, dass es selber NICHT die Interessen der Eigentümer vertrete. „Die Geschäftsführung handelt im Sinne der Gesamtinteressen der Firma... Das Gesetz legt an keiner Stelle die Berücksichtigung der Shareholderinteressen aus... Die Befolgung der Interessen einzelner Eigentümer ist mit der Gesetzesregelung nicht vereinbar.“<sup>315</sup> Diese Aussage war die Antwort auf jene Empfehlung seitens der Börse (und des Corporate Governance-Kodex), die besagt, dass die Geschäftsführung im Sinne der Interessen der Eigentümergesamtheit agieren sollte. Und die Antwort der Firma darauf fing – noch vor dem obigen Zitat – mit einem eindeutigen NEIN an. Wegen dieses eindeutigen Neins hatte der Unterschied in den Formulierungen

---

<sup>308</sup> MO (2004) S. 77f. mit differenzierter Beschreibung der Anreize für die externen Boardmitglieder, das Topmanagement und die Mitglieder der nächsten Führungsebene (insgesamt cca. 200 Personen), s. auch MO (2004) S. 94

<sup>309</sup> NA (2004) S. 30f. mit noch offenem Bestand der früher gewährten Optionen und mit der Angabe, dass ab 2003 keine neuen Optionen mehr ausgegeben wurden. Daraus folgt, dass im untersuchten Zeitraum keine Motivation durch Optionen erfolgte.

<sup>310</sup> DÉ (2004b) S. 18

<sup>311</sup> OT (2004) S. 102

<sup>312</sup> PA (2004b) S. 29f.

<sup>313</sup> RÁ (2004d) S. 7 mit Beschreibung des Aktienlohns in einer Periode (aber lange Jahre zuvor).

<sup>314</sup> KA (2004) S. 24

„Interessen der Eigentümergesamtheit“ und „Interessen einzelner Eigentümer“ keine Relevanz. Wichtiger war die Tatsache, dass DÉMÁSZ über ihre Wertorientierung zwar berichtete, dieser Bericht aber negativ war. Dafür steht meine Beurteilung in Anhang V.

Zum Schluss ist noch zu erwähnen, dass das Topmanagement von MOL (auch) anhand der EVA-Größe leistungsabhängig entlohnt werden sollte<sup>316</sup>, es waren aber weder die Höhe dieser Kennzahl noch die zu ihrer Berechnung benötigten Daten aufzufinden.

Die Hypothese H1 wurde aufgrund der oben beschriebenen Erkenntnisse ausgewertet (ausführlicher s. die Tabelle in Anhang V). Es gab keine notierte Gesellschaft, die die für die wertorientierte Führung verwendete Kennzahl oder die zu ihrer Errechnung benötigten und in Unterkapitel 3.4 aufgelisteten Ergänzungsangaben veröffentlichte. Besonders hervorzuheben ist die mangelnde Beschreibung der Kapitalkosten, deren Kenntnis aber 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 hier bei Weitem nicht erfüllt waren. Es gab also keine Gesellschaft, die den Anforderungen aus Hypothese H1 vollständig Genüge getan hatte.

Das zweite Element des Value Reporting bzgl. der wertorientierten Führung sind die Angaben über variable Vergütung und über die so entlohnte Leistung. Darüber haben fünf Firmen ausführlich berichtet (FHB, Graphisoft, Magyar Telekom, MOL und NABI) – alle in der Kategorie A notiert. NABI praktizierte diese Entlohnungsart nur in der Vergangenheit, während die anderen Gesellschaften auch im Untersuchungszeitraum hiervon Gebrauch machten. Deswegen wurde Hypothese H1 bei diesen Firmen teilweise bestätigt, während bei allen anderen Gesellschaften eine negative Auswertung steht. DÉMÁSZ entsprach

---

<sup>315</sup> DÉ (2004b) S. 22

<sup>316</sup> MO (2004) S. 94

zwar – wie oben ausführlich dargestellt und begründet wurde – dem Value Reporting, der Inhalt ist aber negativ.

Für den Kreis der börsennotierten Gesellschaften musste die **Hypothese H1** also **verworfen werden**.

#### 4.5.3 Auswertung der Hypothese H2

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

Zur Beurteilung der Hypothese H2 mussten alle relevanten Daten aus den Webseiten und den Berichten zusammengetragen werden. Dazu bedurfte es einer Textanalyse, die alle Beiträge auf den Webseiten und den Volltext der untersuchten Berichte umfasste. Im Rahmen dieser Textanalyse habe ich mit Anspruch auf Vollständigkeit alle verbalen und numerischen Informationen gesammelt, die die immateriellen Werte beschrieben. Den Kreis der immateriellen Werte habe ich anhand der umfangreichsten Klassifizierung in der Literatur abgegrenzt<sup>317</sup>. Die gefundenen relevanten Angaben sind im Detail in Anhang IV nachzulesen. Es gab fünf Firmen (12% und alle in Kategorie B), die über kein Element der immateriellen Werte berichteten. Bevor die Ergebnisse in Einzelheiten dargestellt werden, soll zunächst ein Gesamtüberblick vermittelt werden:

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 10: Häufigkeit der Nennung verschiedener Elemente von immateriellen Werten

<sup>317</sup> S. ARBEITSKREIS (2003) und Punkt 4.1.1 dieser Dissertation.

Danach wurden die gefundenen Informationen klassifiziert:

1. Das von den meisten Firmen (34 also 79%) und durch die meisten Informationen dargestellte Element der immateriellen Werte ist das Customer Capital. Dies beschrieben alle Gesellschaften der Kategorie A und noch 13 weitere Firmen (59%) aus Kategorie B. Die meisten diesbezüglichen Informationen haben Magyar Telekom (9 Angaben), OTP Bank (7 Angaben), Richter und Synergion (je 6 Angaben) bereitgestellt.

Das am öftesten berichtete Detail dieses Reportingelements war die Verteilung des Umsatzes (von 25 Firmen angegeben, davon 16 aus Kategorie A und 9 aus Kategorie B), wobei die Verteilung nach Produkten, Geschäftsbereichen, Regionen (oder einem anderen geografischen Merkmal), Tätigkeiten, Segmenten und Vertriebskanälen gleichermaßen anzutreffen war. Ebenfalls oft wurden die Marketingausgaben beziffert (16 Firmen, davon 9 aus Kategorie A und 7 aus Kategorie B). Viel seltener angegeben war der Marktanteil (8 Gesellschaften, ausschließlich aus Kategorie A) und das Ergebnis nach Produkten – oder nach Tätigkeitsbereichen, Segmenten, Regionen (6 Gesellschaften, davon nur eine aus Kategorie B). Die Ergebnisdaten variierten auch danach, ob EBITDA, EBIT, Deckungsbeitrag oder vollständige GuV veröffentlicht wurde.

Zum Reporting über das Customer Capital zählten auch noch weitere Angaben. Zwei Firmen sagten aus, dass ihre Kunden zufrieden waren (DÉ-MÁSZ<sup>318</sup> und OTP Bank<sup>319</sup>). Aus einem anderen Blickwinkel gesehen, aber doch etwas Ähnliches verdeutlichten die gewonnenen Kundenauszeichnungen (5 Gesellschaften<sup>320</sup>, ausschließlich aus Kategorie A) sowie die von Magyar Telekom angegebene Abwanderungsquote<sup>321</sup>. Ein Teil von Customer Capital

---

<sup>318</sup> DÉ (2004b) S. 30

<sup>319</sup> [www.otp.hu](http://www.otp.hu)

<sup>320</sup> Siehe DÉ (2004b) S. 7, FH (2004a) S. 4 und FH (2004b) (obwohl diese Auszeichnungen – zumindest nach ihrem englischen Namen: Best Structured Borrower 2004 und Best Growth – auch das Process Capital betreffen), MT (2004a) S. 17, OT (2004d) S. 4, ZW (2004) S. 52f. und ZW (2005a) S. 26

<sup>321</sup> MT (2004a) S. 44 mit durchschnittlicher Abwanderungsquote der Handy-Vertragskunden.

kann durch den Markennamenwert konkret monetisiert werden (Fotex<sup>322</sup>). Die Beschreibung von Form und Stärke des Marktwettbewerbs<sup>323</sup> charakterisiert die Marktchancen (und dadurch das Customer Capital) ohne konkrete Zahlen. Weitere Angaben bzgl. Customer Capital waren die Liste der vertraglich gebundenen Gesundheitskassen (Danubius<sup>324</sup>), die Auflistung der Partnerbanken und der ausländischen Korrespondenzbanken (FHB und OTP<sup>325</sup>), das Netz der Wiederverkäufer (Graphisoft<sup>326</sup>), der Kreis der Referenzapotheken (Richter<sup>327</sup>) und die Liste der Wiederverkäufer im Ausland (Zwack<sup>328</sup>).

- Über das Human Capital haben 13 Gesellschaften (30%) berichtet. Davon gehören 10 der Kategorie A und 3 der Kategorie B an. Am Öftesten genannt war der Umsatz pro Mitarbeiter (7 Firmen); und ebenfalls mehrere Nennungen betrafen die Aus- und Weiterbildungskosten (5 Firmen), die entweder insgesamt oder pro Kopf beziffert waren. Weitere relevante Angaben waren: Produktionswert pro Kopf (Csepel Holding<sup>329</sup>), gesamte Ausbildungszeit (TVK<sup>330</sup>), Zufriedenheit der Mitarbeiter (MOL<sup>331</sup>), Fluktuation in % (FHB<sup>332</sup>) und die Zusammensetzung der Mitarbeiter nach Qualifikationen (DÉMÁSZ<sup>333</sup>).

Drei Angaben wurden von einer Gesellschaft (DÉMÁSZ) gemacht, zwei relevante Informationen waren bei zwei Firmen zu lesen (Antenna Hungária und Borsodchem), während die anderen Unternehmen nur je eine Angabe darlegten. Im Vergleich zum Reporting über das Customer Capital (s. oben) lässt

---

<sup>322</sup> FX (2004a) S. 27

<sup>323</sup> GL (2004) S. 28 und 35, MT (2004a) S. 20 und 30, NA (2004) S. 4ff., RI (2004) S. 43 und 46. Einen ähnlichen Informationsgehalt hätte die auf [www.borsodchem.hu](http://www.borsodchem.hu) zu lesende Aussage, wonach es Markteintrittsbarrieren gebe – aber nur dann, wenn diese auch konkret beschrieben worden wären. Ohne Details zählt diese Anmerkung nicht zu den von mir gesuchten, relevanten Informationen.

<sup>324</sup> [www.danubiusgroup.com](http://www.danubiusgroup.com)

<sup>325</sup> [www.fhb.hu](http://www.fhb.hu) und [www.otp.hu](http://www.otp.hu)

<sup>326</sup> [www.graphisoft.hu](http://www.graphisoft.hu) mit der Liste von Wiederverkäufern des Ingenieur-Programms ArchiCAD.

<sup>327</sup> [www.richter.hu](http://www.richter.hu)

<sup>328</sup> [www.zwack.hu](http://www.zwack.hu)

<sup>329</sup> CS (2004a) S. 25

<sup>330</sup> TV (2004) S. 14

<sup>331</sup> MO (2004) S. 21

<sup>332</sup> FH (2004b) S. 22

<sup>333</sup> [www.demasz.hu](http://www.demasz.hu)

sich festhalten, dass das Human Capital – in der Messung, im Management und im Berichten – bei den untersuchten Gesellschaften eine wesentlich kleinere Rolle spielte.

3. Insgesamt 12 Firmen (10 aus Kategorie A und zwei aus Kategorie B) haben über das Innovation Capital berichtet (28%). Am häufigsten genannt wurden die gewonnenen Preise – z.B. Produktpreise<sup>334</sup>, Innovationspreise<sup>335</sup>, Kármán-Tódor-Preis<sup>336</sup> und der Grand Prix der Ungarischen Produkte<sup>337</sup>. Zwei Gesellschaften bezifferten ihre Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen (Richter<sup>338</sup> und Pannonflax<sup>339</sup>), während ihre relative Höhe einmal zu lesen war (EGIS<sup>340</sup>). Zwei Firmen (aus der pharmazeutischen Industrie) gaben den Umsatzanteil aus Neuprodukteinführungen der letzten Jahre an (EGIS<sup>341</sup> und Richter<sup>342</sup>).

Ebenfalls zum Innovation Capital gehörten die Angaben über weltweite Patente (Rába<sup>343</sup>) und andere Patente (NABI, Richter<sup>344</sup>), über Produkte und Produktideen im Entwicklungsstadium (Synergon<sup>345</sup>), sowie über die Anzahl der eingeführten Neuprodukte (Pannonflax<sup>346</sup>). Die Webseite von Magyar Telekom listete die F&E-Partnerschaften auf, die Homepage von Phylaxia Pharma beschrieb die eigenen Forschungskräfte und die gemeinsam mit Universitäten ausgeführten Forschungsprojekte. Rába<sup>347</sup> berichtete an mehreren Stellen über ihre laufende Entwicklungstätigkeit.

---

<sup>334</sup> GL (2004), während die Unterseite Preisauszeichnungen auf [www.globus.hu](http://www.globus.hu) im Datenerhebungsmonat keine Eingaben hatte; GR (2004) S. 48, 49, 50 und 53; [www.nabi.hu](http://www.nabi.hu)

<sup>335</sup> [www.borsodchem.hu](http://www.borsodchem.hu) und [www.richter.hu](http://www.richter.hu)

<sup>336</sup> DÉ (2004b) S. 36

<sup>337</sup> [www.pannon-flax.hu](http://www.pannon-flax.hu) und PF (2004) S. 12

<sup>338</sup> [www.richter.hu](http://www.richter.hu)

<sup>339</sup> PF (2004) S. 7

<sup>340</sup> [www.egis.hu](http://www.egis.hu)

<sup>341</sup> EG (2005a) S. 3 und EG (2005b) S. mit dem Umsatzanteil der seit 1997 eingeführten neuen Arzneien.

<sup>342</sup> RI (2004) S. 31 berichtet über den Umsatzanteil der seit Anfang der 90er Jahre eingeführten Präparate.

<sup>343</sup> RÁ (2004d) S. 15 und 24

<sup>344</sup> [www.nabi.hu](http://www.nabi.hu) und [www.richter.hu](http://www.richter.hu)

<sup>345</sup> SY (2005) S. 8f.

<sup>346</sup> PF (2004) S. 7

<sup>347</sup> RÁ (2004b) S. 12, 14f. und RÁ (2004d) S. 11, 16f.

Die meisten Angaben über Innovation Capital veröffentlichte Richter mit fünf relevanten Informationen. Jeweils drei Angaben fand man bei NABI und Pannonflax (Letztere ist in Kategorie B notiert).

4. Unter Investor Capital sind die Kapitalakquirierungsmöglichkeiten zusammengefasst, wobei kein Unterschied zwischen Eigen- und Fremdkapital gemacht wird. Diesbezügliche Angaben fand man bei drei Firmen (7%, alle in Kategorie A). Alle drei haben die eigenen Ratingergebnisse veröffentlicht<sup>348</sup>. Daneben wurden die von der Zeitschrift Investor Relations Magazin vergebenen Preise<sup>349</sup> als diesbezügliche, jedoch indirekte Information gewertet.
5. Angaben über das Location Capital wurden ebenfalls von drei Firmen (7%) veröffentlicht. Rába kann die Testmöglichkeiten des Rába-Rings nutzen<sup>350</sup>. Der Mineralölkonzern MOL gibt sein gesichertes Rohölvorkommen<sup>351</sup> und dessen geografische Verteilung an. Im Falle der OTP Bank waren Anzahl und geografische Ansiedlung der Filialen und vielleicht noch mehr der ATM- und POS-Terminals<sup>352</sup> eine wichtige Information. Dagegen ließen die Hotels von Danubius und die Tankstellen von MOL keinen Schluss aufs Location Capital, sondern eher einen aufs Customer Capital zu.
6. Über das Process Capital haben 27 Firmen (63%) Angaben gemacht – 15 gehören Kategorie A und 12 Kategorie B an. Damit war es das zweithäufigst erwähnte Element der immateriellen Werte. In den meisten Fällen haben die Gesellschaften über die Anwendung von Qualitätsstandards (z.B. ISO, OHSAS, EFSIS, AQAP etc.) berichtet. Mehr als 20 Firmen nannten mindestens ein von ihnen eingeführtes QS-System<sup>353</sup>.

---

<sup>348</sup> FH (2004a) S. 12, MT (2004b) S. 110 und [www.otp.hu](http://www.otp.hu)

<sup>349</sup> MT (2004a) S. 17

<sup>350</sup> [www.raba.hu](http://www.raba.hu)

<sup>351</sup> MO (2004) S. 4, S. 82 und S. 86

<sup>352</sup> OT (2004d) S. 13 und S. 40, über das Filialennetz s. [www.otp.hu](http://www.otp.hu)

<sup>353</sup> [www.phylaxiapharma.hu](http://www.phylaxiapharma.hu) gibt an ein nichtauditierendes Qualitätssicherungssystem zu haben. Dieses habe ich bei der Auswertung nicht berücksichtigt, da ein QS-System ohne Audit in den Augen externer Partner nicht viel Wert ist.

Drei Unternehmen beschrieben den Übertragungsverlust in ihrem Stromnetz (DÉMÁSZ<sup>354</sup>, ELMŰ<sup>355</sup> und ÉMÁSZ<sup>356</sup>). Fünf Gesellschaften nannten IT-Entwicklungen und IT-Investitionen<sup>357</sup>. Umweltmanagementsysteme wurden von zwei Firmen eingeführt (TVK<sup>358</sup>, Forrás<sup>359</sup>). Darüber hinaus wurde das Process Capital auch durch folgende Angaben beschrieben: Klasseneinteilung von Hotels (Danubius<sup>360</sup>), schnelles Call Center und verlässliche Kundendatenbank (DÉMÁSZ<sup>361</sup>), Durchschnittskosten der Neukundengewinnung (Magyar Telekom<sup>362</sup>), Bohrungserfolgsrate (MOL<sup>363</sup>), vollständige CAD-basierte Produktplanung (NABI<sup>364</sup>) und die Grid-Technologie (econet<sup>365</sup>). Unter den genannten Fällen hat das Process Capital bzw. dessen Veränderung allein die Gesellschaft MOL beziffert; bei allen anderen Gesellschaften hätte es weiterer Berechnungen oder Schätzungen bedurft um zu den von den Eigentümern gewünschten monetären Angaben zu kommen.

Von den oben erwähnten 27 Firmen haben 14 nur eine einzige Angabe bzgl. des Process Capitals gemacht, während zwei Daten von 9 und drei Daten von 3 Gesellschaften publiziert wurden. Ein Unternehmen (DÉMÁSZ) veröffentlichte sechs verschiedene relevante Angaben.

7. Das Supplier Capital wurde von neun Gesellschaften (21%) beschrieben. Dies ist das einzige Element der immateriellen Werte, das von Firmen der Kategorie B in größerer Anzahl als von jenen in der Kategorie A dargestellt wurde. Auf das Supplier Capital ließ sich schließen aus der Existenz von langfristigen Lieferverträgen<sup>366</sup>, aus der Angabe eines spezifischen Grundstoffs<sup>367</sup>,

---

<sup>354</sup> DÉ (2004b) S. 7 und 24f.

<sup>355</sup> EL (2004) S. 13

<sup>356</sup> ÉM (2004) S. 13

<sup>357</sup> DÉMÁSZ, FHB, Globus, OTP und Zwack.

<sup>358</sup> [www.tvk.hu](http://www.tvk.hu)

<sup>359</sup> FO (2004b) S. 16

<sup>360</sup> [www.danubiushgroup.com](http://www.danubiushgroup.com)

<sup>361</sup> DÉ (2004b) S. 31

<sup>362</sup> MT (2004a) S. 43 und MT (2005) S. 9

<sup>363</sup> MO (2004) S. 28

<sup>364</sup> [www.nabi.hu](http://www.nabi.hu)

<sup>365</sup> EC (2005) S. 1 und 7

<sup>366</sup> DÉ (2004b) S. 79, MO (2004) S. 70, TV (2004) S. 56

aus der Liste der auditierten Lieferanten<sup>368</sup>, aus einem Exklusivvertriebsrecht<sup>369</sup> und aus der Benennung der Applikationslieferanten<sup>370</sup>.

Aus Tabelle 9 ist ersichtlich, dass nur über zwei Elemente der immateriellen Werte – nämlich Process Capital und Customer Capital – von mindestens der Hälfte der notierten Gesellschaften berichtet wurde. Als relevantes Reporting galt bereits – wie weiter oben ausgeführt –, wenn lediglich eine Zahl oder ein andere Information über das jeweilige Element der immateriellen Werte angegeben wurde. (Ich hätte auch eine Angabe im negativen Sinne als relevante Information gelten lassen, aber solche waren – im Gegensatz zu den außerbilanziellen Posten und zu den F&E-Kosten, s. Punkt 4.5.2 – nicht zu finden.)<sup>371</sup>

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 V). Das Reporting galt dort als vollwertig (und wurde dadurch die Hypothese bestätigt), wo über mindestens vier Elemente der immateriellen Werte berichtet wurde. Im Falle der Beschreibung von drei Elementen habe ich das Adjektiv teilweise benutzt. Schließlich war das Reporting zu verneinen bei der Beschreibung von zwei oder noch weniger Elementen. Die meisten (insgesamt sechs) Elemente der immateriellen Werte hatte DÉMÁSZ beschrieben, während fünf Firmen über keine Elemente Angaben gemacht hatten. Die Anzahl der berichteten Elemente variierte in der Kategorie A zwischen 1 und 6 bzw. in der Kategorie B zwischen 0 und 3:

---

<sup>367</sup> [www.humet.hu](http://www.humet.hu)

<sup>368</sup> [www.elmu.hu](http://www.elmu.hu) und [www.emasz.hu](http://www.emasz.hu)

<sup>369</sup> [www.gardenia.hu](http://www.gardenia.hu)

<sup>370</sup> Angegeben von zwei IT-Firmen: Freesoft ist ein international präferierter ORACLE-Partner (FR (2004) S. 7), während Synergion die jeweiligen Kooperationspartner nach Produkten auflistet ([www.synergion.hu](http://www.synergion.hu)).

<sup>371</sup> Die lediglich allgemein gehaltenen Angaben wurden nicht gewertet. Als Beispiel sei hier auf die (fehlende) Beschreibung der Mitarbeiterzufriedenheit in DÉ (2004b) S. 35 hingewiesen („...in 2004 liefen jene Aktionen im Humanbereich weiter, deren Zweck... die Erueirung bzw. Erhöhung der Zufriedenheit von Mitarbeitern und von internen Geschäftspartnern war“).

	Kategorie A							Kategorie B			
Anzahl der reportierten Elemente der immateriellen Werte	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 11: Häufigkeit des Reporting über verschiedene Anzahl von Elementen der immateriellen Werte

#### 4.5.4 Auswertung der Hypothese H3

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

Da die vorige Hypothese H2 verworfen wurde, müsste diese Hypothese H3 bzgl. des Strategic Advantage Reporting an dieser Stelle neu formuliert werden. Die Sammlung und Auswertung der Daten erfolgte parallel für alle Hypothesen, deswegen wäre eine nachträgliche Änderung der Hypothese H3 nur aus optischen Gründen wichtig, was in meinen Augen keinen ausreichenden Grund hierfür darstellt.

Im gewählten Forschungsmodell des Value Reporting ist der Bericht über die immateriellen Werte ein Teil des Strategic Advantage Reporting. Da diese Ressourcen heutzutage eine wichtige und immer wichtigere Rolle spielen, habe ich ihnen eine selbstständige Hypothese H2 gewidmet (s. Punkt 4.5.3). Die jetzt zu untersuchende Hypothese H3 umfasst demnach nur die weiteren Elemente der freiwilligen Berichterstattung über die strategischen Vorteile. Trotzdem geht es hier um einen vielfältigen Berichtsinhalt.

Einige Posten des aus der Literatur übernommenen Forschungsmodells sind jedem frei zugänglich. So war in der Operationalisierungsphase der Hypothese H3 zunächst eine Filterung geboten, wodurch – entsprechend dem freiwilligen Charakter von Value Reporting – jene Elemente des Strategic Advantage Reporting herauszuarbeiten waren, die nicht unter die Pflichtpublizität fallen:

- 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. Zur Vision und zu 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<sup>372</sup> als zusammengehörendes Reportingelement zu betrachten.

---

<sup>372</sup> Die aktuellen Mitteilungen (im Anhang oder auf der Webseite) – d.h. die Veröffentlichungen von zusätzlichen aktuellen Daten – sind von der Ad-hoc-Publizität, die im Börsenreglement vorgeschrieben ist, klar zu trennen. Diese Trennung wird ermöglicht durch die spezifische Benennung der Ad-hoc-Mitteilungen, sowie durch ihre Veröffentlichung auf der Webseite der Börse. Dagegen sind die freiwillig

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),
- Lebensläufe 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.

Jedes genannte Berichtselement ist an sich relevant für das Value Reporting: es dient der fundierten Entscheidungsfindung der Eigentümer sowie der Erfolgskontrolle der getroffenen Entscheidungen.

Alle in den Datenquellen gefundenen, relevanten Informationen sind in Anhang IV zusammengetragen. Es gab demnach sechs Firmen (14%, eine davon aus Kategorie A), die keine diesbezüglichen Angaben publiziert hatten. Bei den anderen Firmen lässt sich aus der Tabelle in Anhang IV ablesen, welche der obigen fünf Reportingelemente auf den Webseiten oder in den Berichten gefunden werden konnten.

Für die Auswertung der Hypothese war auch zu untersuchen, ob die gefundenen Angaben plausibel, d.h. in fachlicher Hinsicht korrekt und einwandfrei waren. Wenn nicht, dann trugen sie zur Entscheidungsfundierung für die aktuellen und potenziellen Eigentümer wahrlich nicht bei und verfehlten damit den Zweck von Value Reporting. Im Falle der Lebensläufe von leitenden Angestellten sowie

---

veröffentlichten Daten im Anhang des Jahresabschlusses und/oder auf der eigenen Webseite (und dort auch nicht unter Ad-hoc-Publizität) aufzufinden.

der Liste von Analysten waren keine solchen Überlegungen anzustellen. Bei den anderen drei Elementen von Strategic Advantage Reporting wurden folgende Variationen berücksichtigt:

- Die Beschreibung der Strategie war in folgenden Fällen als nicht plausibel anzusehen: zu allgemein formuliert (Globus<sup>373</sup>, Linamar<sup>374</sup>, Skoglund<sup>375</sup>); strategische Ziele lediglich für ein einziges kommendes Jahr angegeben (zudem war es das Jahr, in dem der Börsenbericht tatsächlich erstellt wurde – Antenna<sup>376</sup>); kein Zeithorizont der Strategie genannt (Rába<sup>377</sup>, Synergon<sup>378</sup>); nicht über die Beschreibung von Markttrends hinausgegangen (Graphisoft<sup>379</sup>), oder nicht mehr als eine SWOT-Analyse dargestellt (NABI<sup>380</sup>); Darstellung nur der Mission ohne weitere strategische Informationen; Nennung lediglich der strategischen Segmente (econet<sup>381</sup>) bzw. der neuen Zielsegmente (Phylaxia Pharma<sup>382</sup>). Bereits wegen obiger Ausführungen zählten die bei NABI und Csepel gefundenen Angaben in der Auswertung nicht, trotzdem ist es wichtig anzumerken, dass die SWOT-Analyse von NABI<sup>383</sup> und die Mission von Csepel<sup>384</sup> fachlich inkorrekt waren. Der Börsenbericht von TVK widmete den wichtigen strategischen Zielen ein ganzes Kapitel, aber es wurde dort nicht die Strategie, sondern nur ein einziges strategisches Projekt (dafür aber wirklich ausführlich) dargestellt<sup>385</sup>. Schließlich hat eine Gesellschaft *expressis verbis* angegeben, ihre Geschäftsstrategie NICHT zu veröffentlichen (DÉMÁSZ<sup>386</sup>).

---

<sup>373</sup> GL (2004) S. 3 und 46f.

<sup>374</sup> LI (2004) S. 2

<sup>375</sup> SK (2004) S. 2

<sup>376</sup> [www.ahrt.hu](http://www.ahrt.hu)

<sup>377</sup> [www.raba.hu](http://www.raba.hu)

<sup>378</sup> [www.synergon.hu](http://www.synergon.hu)

<sup>379</sup> GR (2004) S. 3 und 41ff.

<sup>380</sup> [www.nabi.hu](http://www.nabi.hu)

<sup>381</sup> EC (2004) S. 1

<sup>382</sup> PH (2005) S. 8

<sup>383</sup> Siehe die oben bereits zitierte Stelle der SWOT-Analyse.

<sup>384</sup> CS (2004b) S. 1, wo unter der Bezeichnung Ziel eine inadäquate Missionsformulierung zu lesen war.

<sup>385</sup> TV (2004) S. 8f. über das petrochemische Entwicklungsprojekt.

<sup>386</sup> DÉ (2004b) S. 20 und als Prinzip nochmals formuliert in DÉ (2004b) S. 17

- Es galt nicht als Beschreibung des Risikomanagementsystems, wenn die Risiken lediglich aufgelistet wurden, über ihre Handhabung aber nichts ausgeführt wurde (Danubius<sup>387</sup>, Synergon<sup>388</sup>, TVK<sup>389</sup>, Zwack<sup>390</sup>, ÉMÁSZ<sup>391</sup>, Forrás<sup>392</sup>, Gardénia<sup>393</sup>, Hungagent<sup>394</sup>, Székesfehérvári Hütőipari AG<sup>395</sup>); oder ein Risiko zwar näher beschrieben, aber seine Handhabung nicht erläutert wurde (Fotex<sup>396</sup>); die Angaben sich auf die finanziellen Risiken (Antenna<sup>397</sup>) oder darunter nur auf ein einziges finanzielles Risiko beschränkten (z.B. auf das Wechselkursrisiko wie bspw. Borsodchem<sup>398</sup>). Danubius hat angegeben, ihre (finanziellen) Risiken NICHT zu managen<sup>399</sup>. Die allgemein gehaltenen Ausführungen von Pannonflax<sup>400</sup> dienten ebenfalls nicht der Entscheidungsfindung seitens der Eigentümer. DÉMÁSZ hat schließlich wortwörtlich angegeben, KEINE Informationen über das Risikomanagement zu veröffentlichen<sup>401</sup>.
- Die unternehmensinternen Prognosen stellen nur dann wertorientierte Informationen dar, wenn sie konkrete Zahlen für mehrere Zukunftsjahre beinhalten (das Gegenbeispiel hierfür lieferten Hungagent<sup>402</sup> und Phylaxia Pharma<sup>403</sup>). EGIS veröffentlichte die Anzahl der im Berichtsjahr eingeführten Neuprodukte<sup>404</sup> – dies eröffnete zwar die Möglichkeit, Prognosen seitens der Eigentümer aufzustellen, aber die freiwillige Berichterstattung hierüber würde etwas anderes bedeuten: die daraus abgeleiteten Prognosen (z.B. die Auswirkungen

---

<sup>387</sup> DH (2004b) S. 57f. und noch interessanter DH (2004a) S. 84

<sup>388</sup> SY (2004) S. 3 und 26

<sup>389</sup> TV (2004) S. 59

<sup>390</sup> ZW (2004) S. 36

<sup>391</sup> ÉM (2004) S. 32

<sup>392</sup> FO (2004a) S. 29f. sowie FO (2004b) S. 23f.

<sup>393</sup> GA (2004) S. 19

<sup>394</sup> HU (2004a) S. 25

<sup>395</sup> SZ (2004) S. 77

<sup>396</sup> FO (2005a) S. 2, 5 und 7 erwähnen die Devisenkursabhängigkeit.

<sup>397</sup> AH (2004b) S. 35

<sup>398</sup> BO (2004a) S. 85f., obwohl BO (2004b) S. 32 weitere zwei Risikotypen erwähnt.

<sup>399</sup> DH (2004b) S. 57f.

<sup>400</sup> PF (2004) S. 20

<sup>401</sup> DÉ (2004b) S. 20 und entsprechend knapp gehalten war die „Beschreibung“ des Risikomanagements im IFRS-Abschluss in DÉ (2004b) S. 77

<sup>402</sup> HU (2004a) S. 21

<sup>403</sup> PH (2004) enthält einige Eckwerte für 2005 (z.B. bzgl. der Exporterlöse auf Seite 5).

<sup>404</sup> EG (2004) S. 3 und EG (2005) S. 2

auf Umsatz und Ergebnis) müssten vom Unternehmen selber er- und vorgestellt werden. So genügte die Beschreibung der aktuellen Ereignisse (z.B. Ereignisse, die nach dem Stichtag eingetreten waren) für sich noch nicht dem Value Reporting, sondern es mussten konkrete Informationen über deren Auswirkungen auf die Zukunft, auf zukünftige Perioden dargestellt werden.

Nachstehend werden jene konkreten Berichtselemente genannt, die das Strategic Advantage Reporting betreffend – und entsprechend den obigen Ausführungen – gefunden werden konnten:

- Angaben über die Strategie: Geschäftsstrategie (IEB<sup>405</sup>), Strategien nach Märkten, Ländern und Produkten (OTP<sup>406</sup>), Geschäftsbereichsstrategien (Rába<sup>407</sup>), Nennung der Wettbewerbsvorteile (Synergon<sup>408</sup>), Wettbewerbsvorteile nach Sparten (Telekom<sup>409</sup>), Wettbewerbsvorteile begründende Fähigkeiten (Freesoft<sup>410</sup>), Kernkompetenz (Gardénia<sup>411</sup>, Quaestor<sup>412</sup>). Bei der Auswertung der Hypothese zählte nicht die Bezeichnung der strategiebezogenen Angaben, sondern ausschließlich deren Inhalt – so galt z.B. das geschäftspolitische Konzept von Novotrade<sup>413</sup> in meiner Auswertung als Mission.
- Lebensläufe der leitenden Angestellten: das CV der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat waren bei insgesamt acht Unternehmen zu lesen (auf der Homepage oder im Bericht).
- Prognosen: zweijähriges Emissionsprogramm (FHB<sup>414</sup>), nach Ländern differenzierte Pläne (OTP<sup>415</sup>), geplante Marktanteile (OTP<sup>416</sup>), zukünftige

---

<sup>405</sup> IE (2004) Kapitel 3

<sup>406</sup> [www.otp.hu](http://www.otp.hu)

<sup>407</sup> RÁ (2004c) S. 6ff.

<sup>408</sup> [www.synergion.hu](http://www.synergion.hu)

<sup>409</sup> MT (2004a) S. 2

<sup>410</sup> FR (2004) Unterkapitel 3.1

<sup>411</sup> [www.gardenia.hu](http://www.gardenia.hu)

<sup>412</sup> [www.quaestor.hu](http://www.quaestor.hu)

<sup>413</sup> NO (2004) S. 16

<sup>414</sup> [www.fhb.hu](http://www.fhb.hu)

<sup>415</sup> [www.otp.hu](http://www.otp.hu)

<sup>416</sup> [www.otp.hu](http://www.otp.hu)

Kosten eines großen F&E-Projektes (TVK<sup>417</sup>), Planwerte für zwei kommende Jahre (Zwack<sup>418</sup>). Es zählten also ausschließlich längerfristige, also über das kommende Jahr hinausgehende Prognosen als relevante Veröffentlichungen.

- Risikomanagementsystem: Leitsätze zum Risikomanagement (FHB<sup>419</sup>, Linamar<sup>420</sup>), knapp gehaltene Beschreibung des Risikomanagementprozesses (FHB<sup>421</sup>), allumfassendes Risikomanagementsystem (Telekom<sup>422</sup>), Zulieferantenbewertungssystem (MOL<sup>423</sup>), die Existenz von Value-at-Risk Kapitalgrößen (OTP<sup>424</sup>), Risiken bzgl. Operation und Aufzeichnungen (econet<sup>425</sup>). Alle genannten Befunde beschrieben materiell das Risikomanagement oder einige seiner Teilbereiche.
- Liste der Analysten: ein Unternehmen hat den Volltext der Analysen (auf seiner Webseite) zur Verfügung gestellt (Graphisoft<sup>426</sup>), wobei es sich leider nicht um aktuelle Analysen gehandelt hat. Lediglich eine Liste der Analysten war bei vier Gesellschaften – zweimal auf der Homepage und zweimal im Bericht – zu lesen (DÉMÁSZ<sup>427</sup>, NABI<sup>428</sup>, OTP<sup>429</sup>, Richter<sup>430</sup>).

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%)
Unternehmensinterne Prognosen und Planwerte	4 (19%)	0 (0%)	4 (9%)
Darstellung des Risikomanagementsystems	5 (24%)	1 (5%)	6 (14%)

<sup>417</sup> [www.tvk.hu](http://www.tvk.hu)

<sup>418</sup> ZW (2004) S. 25

<sup>419</sup> FH (2004a) S. 52 und 54

<sup>420</sup> LI (2004) S. 11

<sup>421</sup> [www.fhb.hu](http://www.fhb.hu)

<sup>422</sup> MT (2004b) S. 118f. und über die abgedeckten Risiken s. MT (2004b) S. 11ff.

<sup>423</sup> [www.mol.hu](http://www.mol.hu)

<sup>424</sup> OT (2004d) S. 96 und 127

<sup>425</sup> EC (2004) S. 24f.

<sup>426</sup> [www.graphisoft.hu](http://www.graphisoft.hu)

<sup>427</sup> DÉ (2004b) S. 13

<sup>428</sup> [www.nabi.hu](http://www.nabi.hu)

<sup>429</sup> [www.otp.hu](http://www.otp.hu)

<sup>430</sup> RI (2004) S. 16

Liste der Analysten	5 (24%)	0 (0%)	5 (12%)
---------------------	---------	--------	---------

Tabelle 12: 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 Tabelle x 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 V). In Kategorie A waren 14 Unternehmen (67%) zu finden, die mindestens über ein relevantes Element berichteten. Davon veröffentlichten vier Gesellschaften lediglich ein Element, bei sieben Firmen waren zwei-erlei 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.

Bei der Auswertung des Strategic Advantage Reporting der einzelnen Firmen bedeutet die Wertung Ja, dass mindestens über drei Elemente berichtet wurde. Das Adjektiv teilweise steht für die Veröffentlichung von zwei Elementen und darunter bedeutet das Nein, dass die in der Hypothese formulierten Anforderungen nicht erfüllt wurden. Die zusammenfassende Bewertung zeigt, dass die Hypothese H3 lediglich bei drei Firmen nicht verworfen werden musste (alle aus Kategorie A, s. voriger Absatz).

#### *4.5.5 Abschließende Bewertung der Gesamthypothese Hges und Skizzierung von weiteren Forschungsinteressen*

**Hges:** Die meisten der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften erfüllen die Anforderungen des Value Reporting.

In den vorigen Punkten 4.5.2-4.5.4 wurde aufgezeigt, inwieweit die drei Hypothesen H1-H3 zum Value Reporting – im Folgenden auch Detailhypothesen genannt – durch meine Untersuchungen bestätigt werden konnten. Durch Analyse der öffentlich zugänglichen Angaben (auf den Webseiten sowie in Börsenberichten und/oder Jahresabschlüssen) aller in August 2005 an der Budapester Börse notierten Gesellschaften ergab sich die Folgerung, dass alle der anhand der Literatur ausformulierten Hypothesen verworfen werden mussten. Demnach galt im Untersuchungszeitraum für die Mehrheit der in Ungarn börsennotierten Firmen, dass sie

- weder die von ihnen benutzte wertorientierte Kennzahl (DCF, CFRoI, EVA) 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, d.h. die vorhandenen Elemente nicht beschrieben und die fehlenden Elemente nicht begründeten;
- keine Angaben zu den weiteren (d.h. über die immateriellen Werte hinausgehenden) Teilbereichen des Strategic Advantage Reporting machten.

So konnten die Detailhypothesen H1-H3 nicht bestätigt werden. Deswegen war die zusammenfassende **Hypothese Hges** zu **verwerfen**. Mit anderen Worten: die Anforderungen des Value Reporting wurden von den an der Budapester Börse notierten Gesellschaften in August 2005 mehrheitlich nicht erfüllt.

Dies bedeutete gleichzeitig, dass das Management der notierten Unternehmen es nicht für wichtig hielt, den aktuellen und potenziellen Investoren all jene Informationen zugänglich zu machen, die diese zur Entscheidungsfindung benötigten, jedoch nicht Teil der Pflichtpublizität im Rahmen der Rechnungslegung und/oder der Börsenberichterstattung waren. Das Management als Agent gab die vom Prinzipal benötigten und erwarteten Zusatzinformationen nicht preis.

Die Gründe hierfür können zweigeteilt werden. Es ist einerseits denkbar, dass diese Zusatzinformationen (z.B. der Wert der wertorientierten Kennzahl) zwar intern zur Verfügung standen, sie aber nicht publiziert wurden. Dies bedeutet, dass das Unternehmen in diesem Falle zwar wertorientiert agierte oder agieren konnte, dies aber vor den darin primär interessierten Eigentümern verschwiegen wurde. Damit wurde ignoriert, dass die Eigentümer nicht nur die Wertorientierung i.e.S. erwarten, sondern hierüber auch informiert werden möchten – eine logische Konsequenz aus dem bestehenden Prinzipal-Agent-Verhältnis (s. Kapitel 2).

Andererseits kann das (Ver)Fehlen von Value Reporting darin begründet sein, dass es nichts zu berichten gab – weil die Unternehmen nicht wertorientiert geführt wurden, also die Eigentümerinteressen keinen Primat hatten. Unter diesen Umständen standen jene Zusatzinformationen erst gar nicht zur Verfügung, deren freiwillige Veröffentlichung durch die notierten Gesellschaften –

entsprechend den aus der Literatur abgeleiteten Hypothesen – untersucht wurde. (Und diese Informationen wurden in der Planung, Führung und Vergütung auch nicht benutzt.)

Aus Sicht der jeweiligen Eigentümer, die das Risiko der Erfolglosigkeit und des Verfalls der Unternehmung zum größten Teil tragen, ist es natürlich wichtig zu wissen, welcher der beiden Fälle tatsächlich vorliegt bzw. vorlag. Nach Verwurf der bzgl. Value Reporting ausformulierten Hypothesen (H1, H2, H3 und Hges) würde es sich deshalb anbieten, weitere Untersuchungen durchzuführen, um dadurch herauszufinden, welche Gründe hinter dem Fehlen von Value Reporting standen. Diese Analysen wären unternehmensspezifisch durchzuführen und die Einzelergebnisse würden Teile des Gesamtbildes darstellen.

Bezogen auf die Einzelgesellschaften ergab sich bereits durch die Auswertung der Hypothesen H1-H3 bzw. Hges ein detaillierteres Bild. Jede Hypothese wurde nämlich auch auf Ebene der Einzelunternehmen betrachtet. Die Ergebnisse sind in Anhang V mit einer dreistufigen Bewertung je Detailhypothese (keine, teilweise und volle Bestätigung) nachzulesen. Da die Detailhypothesen H1-H3 die Veröffentlichung von mehreren bis vielen Daten umfassten (ausführlich s. 4.5.2-4.5.4), sah ich es geboten, eine mittlere Bewertungsstufe: die teilweise Bestätigung einzuführen. Dies unterstützte mein Vorhaben, die Auswertung der Detailhypothesen zu synthetisieren und dadurch firmenbezogene Gesamtbeurteilungen (Hges) abzugeben. Dazu musste sichergestellt werden, dass auch die teilweise Erfüllung der freiwilligen Publizitätserwartungen berücksichtigt werden konnte. Dafür war es unerlässlich, die firmenbezogene Auswertung der Detailhypothesen differenzierter zu gestalten. Hierzu diente das Adjektiv „teilweise“ bei der Auswertung der einzelnen Hypothesen.

Nachdem die Detailhypothesen H1-H3 pro Gesellschaft ausgewertet worden waren, waren diese Teilergebnisse zusammenzuführen. Dafür wurden die zuvor gegebenen Bewertungen in Punktzahlen transformiert – die volle Bestätigung einer Hypothese wurde mit 1 Punkt gleichgesetzt, die teilweise Bestätigung

mit 0,5 Punkten bewertet und in sonstigen Fällen gab es 0 Punkte. Die so umgerechneten Punktzahlen wurden pro Unternehmen aufsummiert. Wenn diese Summe mindestens 2 Punkte erreichte, ergab dies eine endgültige Beurteilung, wonach die Anforderungen bzgl. Value Reporting erfüllt waren, d.h. diese Gesellschaft hat die Hypothese Hges bestätigt. Unterhalb von 2 Punkten war die freiwillige Zusatzveröffentlichung als nicht ausreichend zu bewerten. Diese 2-Punkte-Grenze für die unternehmensbezogene Bestätigung der Hypothese Hges soll hier ausführlicher begründet werden. Die maximal erreichbare Gesamtpunktzahl pro Firma lag bei drei Punkten (die Auswertung des Total Return Reporting zählte hier nicht, die Begründung hierfür s. oben). Mehr als die Hälfte dieser Punktzahl sollte die Marke für ein ausreichendes freiwilliges Reporting für die Eigentümer sein. Diese Marke erscheint auf den ersten Blick vielleicht zu hoch gesteckt. Man sollte aber zwei Merkmale der Punktevergabe noch berücksichtigen. Zum einen wurde auch die teilweise Bestätigung der einzelnen Detailhypothesen berücksichtigt (s. die Bewertung „teilweise“); zum anderen zählten bei der Auswertung der Detailhypothesen bereits einzelne Zahlen oder andere Angaben als freiwillige Information – ganz im Sinne der Explorationsmotivation der Forschung. Im Endeffekt ist also die 2-Punkte-Marke als nicht restriktiv zu beurteilen.

Die Ergebnisse in Anhang V zeigen, dass es vier Gesellschaften gab, die in August 2005 den Anforderungen des Value Reporting gerecht wurden: die Banken FHB und OTP, den Telekommunikationsdienstleister Magyar Telekom sowie die Ölgesellschaft MOL. Alle waren in Kategorie A der Börse notiert. Keine von denen hat alle drei untersuchte Teilbereiche des Value Reporting je mit der Höchstpunktzahl gemeistert. Die wertorientierte Kennzahl und deren Verwendung im Unternehmen wurden von Magyar Telekom und von MOL nur partiell vorgestellt (daher die Gesamtpunktzahl 2,5 statt maximal 3 Punkte). Die anderen beiden Firmen kamen auf je 2 Punkte. Die Vorstellung der wertorientierten Kennzahl und ihrer Verwendung fehlte bei OTP gänzlich, während FHB

hierzu einige Angaben leistete; über die immateriellen Werte haben dagegen beide Firmen ausführlich berichtet.

Die Auswertung der Hypothese H<sub>ges</sub> zeigte, dass lediglich vier der insgesamt 43 notierten Gesellschaften dem Value Reporting Genüge getan haben, während die freiwillige Berichterstattung der anderen 39 Firmen höchstens Fragmente der erwarteten Inhalte umfasste. Wie oben bereits erwähnt, können sich zwei verschiedene Ursachen dahinter verbergen: es wurde auf die Veröffentlichung verzichtet bzw. es gab nichts zu veröffentlichen. Es bedarf weiterer Forschungen herauszufinden, welche Ursache bei welchen Gesellschaften zutreffend war.

Diese Untersuchung könnte mit Hilfe von strukturierten Interviews herausfinden, wie die weiteren drei Teilbereiche der wertorientierten Unternehmensführung (Strategiefindung, operative Führung, Vergütung – s. Unterkapitel 2.2) zu charakterisieren waren. Im Rahmen der Interviews sollten wertorientierte Merkmale bzgl. dieser Teilbereiche gesucht werden. Dies würde ebenfalls der Exploration dienen, wie auch die von mir durchgeführte und oben vorgestellte Forschung dies getan hat. Von den notierten Gesellschaften wären je mehrere Interviewpartner auszuwählen. Die Befragung sollte sich auf die wertorientierte Unternehmensführung in 2004-2005 beziehen, um ein schlüssiges Gesamtbild erstellen zu können. Dieses Gesamtbild würde aus den gefundenen Mosaiksteinen bzgl. aller vier Teilbereiche der wertorientierten Führung entstehen.

Die Interviews wären nicht nur in den 39 Gesellschaften zu führen, deren Value Reporting-Praxis sich in meiner Forschung als mangelhaft herausstellte. Die anderen vier Unternehmen wären ein genauso interessantes Forschungsterrain. Hier sollte man – im Lichte der Veröffentlichung von die Wertorientierung nahe legenden Angaben – der Frage nachgehen, ob das Management seine Führungsarbeit tatsächlich auf diese Angaben abstellte. Oder waren die Angaben nur ein Scheinbild, das der Agent dem Prinzipalen gegenüber darstellen wollte.

Die weitergehende Analyse ist also in ihren Methoden und Inhalten völlig identisch im Falle der 39 und der 4 Gesellschaften. Da einige Jahre seit 2005 bereits verstrichen sind, könnte das Auffinden der geeigneten Interviewpartner Schwierigkeiten bereiten.

Es erscheint auch eine andere Forschungsrichtung recht interessant. Die aktuellen Berichte und Webseiten der oben untersuchten Gesellschaften könnten erneut ausgewertet werden. Die Gegenüberstellung der Ergebnisse von 2005 und von heute würde die bisher statische, da ausschließlich auf August 2005 bezogene Untersuchung dynamisieren. Dadurch könnte man die Entwicklung der Value Reporting-Praxis aufzeigen. Bei der Auswertung der Veränderungen wären allerdings auch die inzwischen vollzogenen Veränderungen in der Umwelt zu berücksichtigen (z.B. das Vorrücken des Nachhaltigkeitsgedanken und die wegen der Krise knapp gewordenen Finanzierungsmöglichkeiten).

Als dritter weiterführender Schritt empfiehlt sich ein Vergleich auf internationaler Ebene. Die abgeleiteten Forschungshypothesen fußen auf ausländischen (vorwiegend deutschen) Literaturbeiträgen. Die in den Hypothesen formulierten Anforderungen geben also eine internationale Messlatte vor, die sich für die an der Budapester Börse notierten Gesellschaften in August 2005 als zu hoch erwiesen hatte.

Untersuchungen anhand von ähnlichen Messlatten wurden auch im Kreise anderer börsennotierten Unternehmen durchgeführt. Die Erfahrungen zeigen, dass die Erwartungen auch an anderen Börsen nicht immer erfüllt worden sind. Deswegen würde ein Vergleich der Ergebnisse aus Budapest (ob aus 2005 oder in der Neuauflage aus 2010) und aus anderen Börsenorten wohl interessante Einsichten mit sich bringen. U.a. das Value Reporting folgender notierter Gesellschaftskreise wurde in ausländischen Untersuchungen ausgewertet:

- DAX 30<sup>431</sup>
- DAX 100<sup>432</sup>
- Eurostoxx-50<sup>433</sup>
- HDAX<sup>434</sup>
- NEMAX 50<sup>435</sup>
- alle in Frankfurt notierten Gesellschaften aus den Branchen Media, Telekommunikation, Pharma/Health, Technology und Software<sup>436</sup>.

## 5. Zusammenfassung

Die Dissertation beschreibt die Value Reporting-Praxis aller an der Budapester Börse notierten Gesellschaften aufgrund einer primären und vollständigen Datenaufnahme bezogen auf August 2005.

Im Falle der börsennotierten Unternehmen haben die Eigentümer eine besondere Stellung und spielen daher eine spezifische Rolle unter den Stakeholdern. Die Berücksichtigung ihrer Interessen wird durch die sog. wertorientierte Unternehmensführung sichergestellt, d.h. durch die wertorientierte Strategiefindung, durch die konsequente Durchführung dieser Strategien im Rahmen des operativen Geschäfts, sowie durch 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

---

<sup>431</sup> FISCHER (2002b) und FISCHER-RÖDL (2005) untersuchen die Wertschöpfung und fokussieren auf die Veröffentlichung von wertorientierten Kennzahlen; FISCHER-BECKER-WENZEL (2001) analysieren die internetbasierte wertorientierte Berichterstattung (Web-Based Value Reporting), wobei FISCHER-BECKER-WENZEL (2002) letztere mit den internetbasierten Geschäftsberichten der NEMAX 50-Unternehmen vergleichen.

<sup>432</sup> FISCHER-VIELMEYER (2004) beschäftigen sich mit der Risikoberichterstattung.

<sup>433</sup> QUICK-KAYADELEN-FLASHAAR-BLOEDORN (2008) werten Geschäftsberichte aus.

<sup>434</sup> GLEIBNER-BERGER-RINNE-SCHMIDT (2005) analysieren die Risikoberichterstattung und Risikoprofile; KAJÜTER-ESSER (2007) untersuchen die Risiko- und Chancenberichterstattung im Lagebericht.

<sup>435</sup> FISCHER-WENZEL-KÜHN (2001) umfassen das ganze Value Reporting; KRENSEL-SIEMES-AFRA (2002) stellen auf die variable Vergütung ab; FISCHER-BECKER-WENZEL (2002) vergleichen die internetbasierte wertorientierte Berichterstattung mit jener der DAX 30-Gesellschaften.

<sup>436</sup> GÜNTHER-BEYER-MENNINGER (2003) beschreiben die strategierelevanten Informationen dieser Branchen.

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 wertorientierten Zusatzberichterstattung zu praktizieren, das die Wertorientierung des Managements fundiert und zuverlässig bezeugt. Diese Zusatzberichterstattung ist freiwilliger Natur, ihre Erstellung und Publikation wird also weder von Rechtsnormen noch von Börsenregeln vorgeschrieben. Value Reporting steht zudem nicht für einen einzigen formalisierten Bericht, sondern für die Veröffentlichung von vielen Einzelangaben, die darüber hinaus durch unterschiedliche Kommunikationskanäle (Webseiten, Anhang des Jahresabschlusses, Börsenbericht) bekannt gegeben werden können. Meine empirische Forschung untersuchte diese freiwillige Berichtspraxis der börsennotierten Gesellschaften.

Die Literatur kennt verschiedene Modelle zum Value Reporting, die sich in Inhalt und Reportingelementen unterscheiden. Meine Forschung basierte auf einem für empirische Arbeiten oft gewählten Value Reporting-Modell, wonach die freiwillige Berichterstattung drei Bereiche umfassen sollte:

- Total Return Reporting
- Value Added Reporting (Hypothese H1)
- Strategic Advantage Reporting (Hypothesen H2 und H3).

Das Total Return Reporting ist vergangenheitsorientiert und füllt mehrere detaillierte Pflichtberichte (z.B. Jahresabschluss und Börsenberichte). Deswegen kann hier eine freiwillige Berichterstattung nicht oder nur sehr beschränkt unterstellt werden. Die Forschungshypothesen H1-H3 beziehen sich deshalb lediglich auf die beiden letztgenannten Elemente des Value Reporting.

Bzgl. des Value Added Reporting ist hauptsächlich darzustellen, welche der in Kapitel 3 vorgestellten Kennzahlen – also DCF, CFRoI und EVA – für Zwecke der Unternehmensführung (z.B. für die Bewertung von strategischen Alternativen oder als Basis für die variable Vergütung) verwendet wird. Dabei sollten der aktuelle Kennzahlenwert oder zumindest jene zusätzlichen Informa-

tionen (s. Unterkapitel 3.4) angegeben werden, die die Eigentümer für die Berechnung des Kennzahlenwertes benötigen.

Ein eminent wichtiger Anwendungsbereich für die wertorientierte Kennzahl ist die Berechnung der leistungsorientierten Vergütung der Mitarbeiter. Eine freiwillige Berichterstattung diesbezüglich konstatiert, dass die wertorientierte Größe tatsächlich als Bemessungsgrundlage der Leistungsvergütung herangezogen wird. Daneben sollte ebenfalls angegeben werden, welcher Kreis der Arbeitnehmer variabel entlohnt wird und wie hoch der leistungsabhängige Anteil innerhalb des Gesamtlohnes und -Gehaltes sind. Dies wurde in meiner Forschung durch die Hypothese H1 untersucht.

Zwei Forschungshypothesen betrafen das Strategic Advantage Reporting. Die eine (Hypothese H2) analysierte die Veröffentlichung der immateriellen Werte, die immer mehr an Bedeutung gewinnen. Customer-, Human-, Innovation-, Investor-, Location-, Process- und Supplier Capital können gleichermaßen Werttreiber sein. Die Angaben hierüber sind interne Informationen, die die Eigentümer nur durch freiwillige Veröffentlichung seitens der Gesellschaften erfahren können.

Hypothese H3 umfasste die übrigen Elemente des Strategic Advantage Reporting – d.h. Beschreibung von Strategien und Kernkompetenzen, Lebensläufe der leitenden Angestellten, Angabe von Planwerten, Beschreibung des Risikomanagements, Auflistung der Analysten.

Die vorgestellte empirische Forschung gibt – entsprechend ihrer Explorationsmotivation – eine Querschnittsanalyse der Value Reporting-Praxis der an der Budapester Börse notierten Gesellschaften. Die primäre Datensammlung umfasste alle Quellen, die für jedermann – d.h. für aktuelle und potenzielle Eigentümer gleichermaßen – öffentlich zugänglich waren: Webseiten, sowie Börsenberichte. Die Methode der Textanalyse wurde deswegen gewählt, da das Value Reporting nicht einen einzigen, gut abgegrenzten oder abgrenzbaren

Bericht zum Inhalt hat, sondern die relevanten Angaben an vielen verschiedenen Stellen in diesen Quellen zerstreut waren.

Keine der drei Forschungshypothesen konnte bestätigt werden, was soviel bedeutet, dass die börsennotierten Gesellschaften im August 2005 den Anforderungen des Value Reporting nicht Genüge getan haben. Etwas detaillierter formuliert bedeutet dieses Forschungsergebnis, dass die börsennotierten Unternehmen in der Mehrzahl

- weder die von ihnen verwendeten wertorientierten Kennzahlen noch die zu ihrer Ermittlung benötigten Zusatzinformationen veröffentlichten,
- keine Angaben über die Anwendung von wertorientierten Kennzahlen als Basis für die Anreizschaffung machten,
- ihre immateriellen Werte nicht vorstellten und
- die weiteren Berichtselemente des Strategic Advantage Reporting nicht publizierten.

Die Forschung hat dieses Bild gleich damit ergänzt, dass es vier Gesellschaften gab (10% der Gesamtheit), deren Value Reporting-Praxis den Erwartungen mehr oder weniger gerecht wurde. Alle waren in Kategorie A notiert. Die gesteckte Messlatte war allerdings für 39 Firmen zu hoch.

Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass der überwiegende Teil der börsennotierten Gesellschaften jene Informationen freiwillig nicht veröffentlichte, die die Eigentümer (zu ihrer Entscheidungsfindung) benötigten. Trotz der Tatsache, dass diese Informationen in den meisten Unternehmen teilweise wohl vorlagen. Ihre Veröffentlichung hätte also lediglich ein wenig Aufmerksamkeit und etwas Mehraufwand bedurft.

Heutzutage wird die Forderung nach einem nachhaltigen Wirtschaften laut und viele Firmen scheinen sich diesem zu widmen. Die Nachhaltigkeit bedeutet, dass gute Leistungen auf drei Gebieten gefordert sind: neben den wirtschaftlichen Erfolgen müssen Gesellschaft und Umwelt ebenfalls bedient werden. Darü-

ber 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? Die fehlende Veröffentlichung der nachhaltigkeitsrelevanten Angaben entzieht aber den Boden der Nachhaltigkeit, da die Betroffenen nicht (ausreichend) informiert werden! Dazu kommt noch, dass es methodisch wesentlich schwieriger ist, die Leistung bzgl. Gesellschaft und Umwelt zu messen, festzuhalten, verständlich zu machen und dies auch noch entsprechend den vielfältigen Interessierten zu veröffentlichen. Diese Probleme sprengen aber die Grenzen meiner Forschung und auch die meiner Dissertation.

## Quellenverzeichnis

### I. LITERATURQUELLEN

- 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
- BACKES-GELLNER, Uschi – PULL, Kerstin (1999): Betriebliche Sozialpolitik und Maximierung des Shareholder Value: ein Widerspruch?, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft S. 51-70
- BADEN, Axel (2001): Shareholder Value- oder Stakeholder-Ansatz?, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium S. 398-403
- 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
- BAKACSI Gyula (1998): Szervezeti magatartás és vezetés (Organizational Behaviour und Führung), Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- BALDENIUS, Tim – FUHRMANN, Gregor – REICHELSTEIN, Stefan (1999): Zurück zu EVA, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis S. 53-65
- BARTH, Thomas A. – ALLMENDINGER, Daniela (2001): Auswirkung von Basel II auf das Controlling, in: Controlling S. 545-552
- BECKER, Gernot M. (2003): Shareholder Value Analysis, in: Das Wirtschaftsstudium S. 749-752

- BEHRINGER, Stefan (1999): Methoden der wertorientierten Unternehmensführung – Ein Überblick, in: *Betrieb und Wirtschaft* S. 805-809
- BESCHORNER, Thomas (2000): Wertorientierte Unternehmensführung einmal anders... Überlegungen zu einer Wirtschaftsethik nach Max Weber, in: *Die Unternehmung* S. 215-238
- 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
- BODNÁR Viktória (1999): Controlling, avagy az intézményesített eredménycentrikusság (Controlling oder die institutionalisierte Ergebnisorientierung), Dissertation, Budapest
- BOKOR Attila (1994): Posztmodern a menedzsmenttudományban (Das Postmoderne in der Managementlehre), in: *Közgazdasági Szemle*, S. 1118-1132
- BÖCKING, Hans-Joachim (1998): Zum Verhältnis von Rechnungslegung und Kapitalmarkt: Vom „financial accounting“ zum „business reporting“, in: Sonderheft 40/1998 der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung S. 17-53
- BÖCKING, Hans-Joachim – NOWAK, Karsten (1999): Das Konzept des Economic Value Added, in: *Finanz Betrieb* S. 281-288
- BÖCKING, Hans-Joachim – NOWAK, Karsten (2000): Die Bedeutung des Börsenkurses bei Unternehmensbewertungen, in: *Finanz Betrieb* S. 17-24
- BREALEY, Richard – MYERS, S.C. (1998): *Modern Vállalati Pénzügyek (Principles of Corporate Finance)* 6. kiadás, Panem–McGraw-Hill, Budapest
- BURRELL, G. – MORGAN, Gareth (1987): *Sociological Paradigms and Organisational Analysis. Elements of the Sociology of Corporate Life*, Aldershot
- BÜHNER, Rolf – TUSCHKE, Anja (1997): Zur Kritik am Shareholder Value - eine ökonomische Analyse, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* S. 499-516
- CHIKÁN Attila (1998): *Vállalatgazdaságtan (Betriebswirtschaftslehre)*, AULA Kiadó, Budapest

- COENENBERG, Adolf G. (2003): Shareholder Value – Betriebswirtschaftliche Sicht und öffentliche Wahrnehmung, in: Journal für Betriebswirtschaft S. 7-14
- COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN, Jack (1999): Vállalatértékelés (Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies), Panem–John Wiley & Sons, Budapest
- CORNELL, B. – SHAPIRO, A.C. (1987): Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: Financial Management S. 5-14
- CRASSELT, Nils – SCHREMPER, Ralf (2000): Economic Value Added, in: Die Betriebswirtschaft S. 813-816
- CRASSELT, Nils – SCHREMPER, Ralf (2001): Cash Flow Return on Investment und Cash Value Added, in: Die Betriebswirtschaft S. 271-274
- DEIMEL, Klaus (2002): Shareholder Value-Kennzahlen und wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: Das Wirtschaftsstudium S. 506-510
- DIPIAZZA, Samuel A. – ECCLES, Robert G. (2002): Building Public Trust. The Future of Corporate Reporting, New York
- DOBÁK Miklós (1998): Szervezeti formák és vezetés (Organisationsformen und Führung) 2. kiadás, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- ELSCHEN, Rainer (1991): Shareholder Value und Agency-Theorie – Anreiz- und Kontrollsysteme für Zielsetzungen der Anteilseigner, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis S. 209-220
- FISCHER, Thomas M. (2001): Economic Value Added (EVA), in: Controlling S. 169-170
- FISCHER, Thomas M. (2002a): ZP-Stichwort: Value Reporting, in: Zeitschrift für Planung S. 211-216
- FISCHER, Thomas M. (2002b): 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 (2000): Balanced Scorecard im Kontext einer wertorientierten Unternehmenssteuerung, in: DSWR S. 160-163
- GLEIBNER, Werner – BERGER, Thomas – RINNE, Mathias – SCHMIDT, Michael (2005): Risikoberichterstattung und Risikoprofile von HDAX-Unternehmen 2000 bis 2003, in: Finanz Betrieb S. 343-353
- GÖTZE, Uwe – GLASER, Katja (2001): Economic Value Added als Instrument einer wertorientierten Unternehmensführung, in: Sonderheft 1/2001 der Kostenrechnungspraxis S. 31-37
- GÜNTHER, Thomas (2002): Wertorientierte Kennzahlen zur Steuerung mittelständischer Unternehmen, in: Sonderheft 1/2002 der Kostenrechnungspraxis S. 89-97
- 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

- GÜNTHER, Thomas – LANDROCK, Bert – MUCHE, Thomas (2000a): Gewinn- versus unternehmenswertbasierte Performancemaße Teil I, in: Controlling S. 69-75
- GÜNTHER, Thomas – LANDROCK, Bert – MUCHE, Thomas (2000b): Gewinn- versus unternehmenswertbasierte Performancemaße Teil II, in: Controlling S. 129-134
- HALLER, Axel (2006): Nachhaltigkeitsleistung als Element des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, S. 62-73
- HAUSER, Martin (1999): Wertorientierte Betriebswirtschaft, in: Controller Magazin S. 398-404
- HEMPEL, C.G. (1975): Deduktiv-nomologische Erklärungen, in: Gießen, B. – Schmid M.: Theorie, Handeln und Geschichte, Hamburg, S. 40-78
- HENNEN, Willy – KLENKE, Stefan (2000): Wertmanagement, in: Controller Magazin S. 144-149
- HENSELMANN (2000): Der Restwert in der Unternehmensbewertung – eine „Kleinigkeit“?, Finanz Betrieb 3/2000 S. 151-157
- HEUMANN, Rainer (2006): Möglichkeiten zur praktischen Umsetzung eines Value Reporting in Geschäftsberichten, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung S. 259-266
- HILL, Wilhelm (1996): Der Shareholder Value und die Stakeholder, in: Die Unternehmung S. 411-420
- HORNUNG, Karlheinz – MAYER, Jörg H. (1999): Erfolgsfaktoren-basierte Balanced Scorecards zur Unterstützung einer wertorientierten Unternehmensführung, in: Controlling S. 389-398
- HORVÁTH Péter (2008): Controlling 6. átdolgozott kiadás, CompLex, Budapest
- HORVÁTH Péter – MINNING, Frank (2001): Wertorientiertes Management in Deutschland, Großbritannien, Italien und Frankreich, in: Controlling S. 273-282
- JACOBS, Otto H. – OESTREICHER, Andreas (2000): Mérlegelemzés, Kossuth Kiadó, Budapest
- 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
- KAPLAN, Robert H. – NORTON, David P. (1998): Balanced Scorecard – Kiegyensúlyozott stratégiai mutatószám-rendszer, KJK, Budapest
- KELLER, Bernd – PLACK, Andreas (2001): Economic Value Added (EVA) als Unternehmenssteuerungs- und -bewertungsmethode, in: Kostenrechnungspraxis S. 347-351
- KESTEN, Ralf (2006): ERIC: Noch ein Kennzahlenangebot zur Performancemessung im wertorientierten Controlling, in: controller magazin S. 123-129
- KIESER, Alfred (1995): Szervezetelméletek (Organisationstheorien), AULA Kiadó, Budapest
- KIESER, Alfred (1995a): Bevezetés a szervezetelmélet kritikai vizsgálatába, in: Kieser: Szervezetelméletek, Aula Kiadó, Budapest
- KIVIKAS, Mart – WULF, Inge (2006): Wissensbilanzierung als Element des Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, S. 42-60
- KLINGEBIEL, Peter (2000): Identifizierung und Quantifizierung von Werttreibern, in: Controller Magazin S. 565-568
- 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): ERIC<sup>TM</sup> versus EVA<sup>TM</sup>, in: Die Betriebswirtschaft, S. 259-277
- KÜRSTEN, Wolfgang (2000): „Shareholder Value” – Grundelemente und Schief-lagen einer polit-ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft S. 359-381
- LANGGUTH, Heike (2002): Unternehmenswert- und Emissionspreisermittlung mit der Discounted Flow-Methode – Fallstudie, in: Das Wirtschaftsstudium S. 1266-1270
- LÁZÁR László (2002): Értékek és mértékek (Werte und Bewertungen). A vállalati erőforrás-felhasználás leképezése és elemzése hazai üzleti szervezetekben, Dissertation, Budapest

- LENKOVICS Barnabás (1995): A dologi jog vázlata (Skizze des dinglichen Rechts) 2. kiadás, Eötvös József Könyvkiadó, Budapest
- LISTER, Michael (2001): Konzeption des Value Controllings, in: Die Unternehmung S. 235-251
- LOITZ, Rüdiger (2000): Konzeption und Einsatz des Shareholder Value Ansatzes für die Bewertung und Steuerung von Unternehmen, in: Betrieb und Wirtschaft S. 701-705
- LORSON, Peter (1999): Shareholder Value-Ansätze, in: Der Betrieb S. 1329-1339
- LÜCKE, Wolfgang (1955): Investitionsrechnungen auf der Grundlage von Ausgaben oder Kosten?, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung S. 310-324
- LÜCKE, Wolfgang (2001): Zielgrößen für Unternehmen, Stakeholder und Shareholder, in: Zeitschrift für Planung S. 47-72
- MARSCHLICH, Annette – MENNINGER, Jutta (2006): Humankapital als Beitrag zum Value Reporting, in: Zeitschrift für Controlling und Management, Sonderheft 3, S. 32-41
- MATHEIS, Michael – SCHALCH, Oliver (1999): Balanced Scorecard und Economic Value Added, in: io-Management S. 37-43
- MÄNNEL, Wolfgang (2001): Der Cash Flow Return on Investment (CFRoI) als Instrument des wertorientierten Controlling, in: Kostenrechnungs-Praxis Sonderheft 1/2001 S. 39-51
- MENGELE, Andreas (1999): Shareholder-Return und Shareholder-Risk als unternehmensinterne Steuerungsgrößen, Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- MICHEL, Uwe (1999): Ein umfassender und durchgängiger Ansatz zur kapitalmarktorientierten Unternehmenssteuerung, in: Controlling S. 371-379
- MIDDELMANN, Ulrich (2001): Neuere Entwicklungen des wertorientierten Controlling, in: Die Betriebswirtschaft S. 493-508
- MILES-EZZELL (1980): The Weighted Average Cost of Capita, Perfect Capital Markets, and Projekt Life: A Clarification, Journal of Financial and Quantitative Analysis S. 719-730
- MÖLLER, Sabina (2006): Opportunismus, in: WiSt S. 402-403
- OTTOSSON, E. – WEISSENRIEDER, F. (1996): Cash Value Added – a new method for measuring financial performance, in: Gothenburg Studies in Financial Economics (heruntergeladen von [www.anelda.com](http://www.anelda.com) am 05.07.2000)

- PAPE, Ulrich (2000): Theoretische Grundlagen und praktische Umsetzung wertorientierter Unternehmensführung, in: Betriebs-Berater S. 711-717
- PELLENS, Bernhard (2003): Shareholder Value – Was ist nach dem Börsencrash davon geblieben?, in: Die Betriebswirtschaft S. 1-4
- PELLENS, Bernhard – TOMASZEWSKI, Claude – WEBER, Nicolas (2000): Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland, in: Der Betrieb S. 1825-1833
- PFAFF, Dieter (1998): Wertorientierte Unternehmenssteuerung, Investitionsentscheidungen und Anreizprobleme, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis S. 491-516
- PIETSCH, Gotthard – SCHERM, Ewald (2000): Die Präzisierung des Controlling als Führungs- und Führungsunterstützungsfunktion, in: Die Unternehmung S. 395-411
- QUICK, Reiner – KAYADELEN, Engin – FLASHAAR-BLOEDORN, Martin (2008): Kennzahlengestütztes Value Added Reporting in der Geschäftsberichtspublizität der Eurostoxx-50-Unternehmen, in: Wirtschaftsprüfung S. 156-164
- RADÁCSI László (1997): A vállalatok stakeholder-elmélete (Stakeholder-Theorie der Firmen), in: Boda Zsolt – Radácsi László: Vállalati etika, BKE Vezetőképző Intézet, Budapest, S. 79-92
- RAPPAPORT, Alfred (2002): A tulajdonosi érték (Creating Shareholder Value), Alinea Kiadó, Budapest
- RICHTER, F. – HONOLD, D. (2000): Das Schöne, das Unattraktive und das Hässliche an EVA & Co., in: Finanz Betrieb S. 265-274
- RIES, Andreas (2002): Wie man den Unternehmenswert nachhaltig steigert, in: new management S. 16-24
- 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
- SCHALTEGGER, Stefan (1999): Bildung und Durchsetzung von Interessen zwischen Stakeholdern und Unternehmung, in: Die Unternehmung S. 3-20

- SCHERER, Andreas Georg (1999): Kritik der Organisation oder Organisation der Kritik? – Wissenschaftstheoretische Bemerkungen zum kritischen Umgang mit Organisationstheorien, in: Kieser: Organisationstheorien 3. Aufl., Verlag W. Kohlhammer, Stuttgart, Berlin, Köln 1999
- SCHMALEN, Helmut (2002): Általános üzleti gazdaságtan (Allgemeine Betriebswirtschaftslehre), Axel-Springer Kiadó, Budapest
- SCHMID, Stefan (1998): Shareholder-Value-Orientierung als oberste Maxime der Unternehmensführung? – Kritische Überlegungen aus der Perspektive des Strategischen Managements, in: Zeitschrift für Planung S. 219-238
- SCHMIDBAUER, Rainer (1999): Vergleich der wertorientierten Steuerungskonzepte im Hinblick auf die Anwendbarkeit im Konzern-Controlling, in: Finanz Betrieb S. 365-377
- SCHNEIDER, Dieter (2001): Oh, EVA, EVA, schlimmes Weib: Zur Fragwürdigkeit einer Zielvorgabe-Kennzahl nach Steuern im Konzerncontrolling, in: Der Betrieb S. 2509-2514
- SCHRÖDER, Ernst F. (2002): Instrumente zur wertorientierten Unternehmenssteuerung, in: Controller Magazin S. 466-469
- SCHULZ, Michael (1999): Aktienmarketing: Eine empirische Erhebung zu den Informationsbedürfnissen der Investoren und Analysten, Verlag Wissenschaft & Praxis, Sterneneffels/Berlin
- SCHWETZLER, Bernhard – DARIJTSCHUK, Niklas (1999): Unternehmensbewertung mit Hilfe der DCF-Methode - eine Anmerkung zum „Zirkularitätsproblem“, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft S. 295-317
- SCHWETZLER, Bernhard – DARIJTSCHUK, Niklas (2000): Unternehmensbewertung und Finanzierungspolitiken, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft S. 117-134
- STEINER, Manfred – WALLMEIER, Martin (1999): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Methoden und dem Economic Value Added-Konzept, Finanz Betrieb 5/1999 S. 1-10.
- STEINHARDT, Thorsten (2002): Wertorientiertes Controlling im Konzernverbund, in: Kostenrechnungspraxis S. 363-368
- STEINHARDT, Thorsten (2003): Produktionscontrolling mit Werttreibern, in: Controller Magazin S. 272-276
- STEWART, G. B. (1991): The Quest for Value: the EVA™ management guide, HarperBusiness 1991

- STRACK, Reiner – HANSEN, Julie – DÖRR, Thorsten (2001): Wertmanagement: Implementierung und Erweiterung um das Human und Customer Capital, in: Sonderheft 1/2001 der Kostenrechnungspraxis S. 63-72
- STRACK, Reiner – VILLIS, Ulrich (2001): RAVE™: Die nächste Generation im Shareholder Value Management, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft S. 67-83
- SZÁMVITELI törvény: 2000. évi C. törvény a számvitelről (Hungarian Accounting Standards)
- SZÉKELY Ákos (2000): Az értékfókuszú vállalatirányítás vezetési vonatkozásai (Wertorientierte Unternehmensführung und Führung), kiadatlan dolgozat
- TIRNITZ Tamás (2004): Értékorientált mutatók és -rendszerek a vállalatvezetés szolgálatában (Wertorientierte Kennzahlen und –Systeme im Dienste der Unternehmensführung), Research Proposal, Budapest
- VOGGENREITER, Dietmar – JOCHEN, Martin (2002): Der kombinierte Einsatz von Wertmanagement und Balanced Scorecard, in: Controlling S. 615-621
- VOLKART, Rudolf (1997): Wertkommunikation, Aktienkursbildung und Managementverhalten, in: Die Unternehmung S. 119-132
- WAGNER, Franz W. (1997): Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis S. 473-498
- WEHRHEIM, Michael – SCHMITZ, Thorsten (2001): Wertorientierte Kennzahlen, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium S. 495-498
- WEISS, Heinz-Jürgen – HEIDEN, Matthias (2000): Shareholder und Bondholder – Zwei Welten oder Partner?, in: Betriebs-Berater S. 35-39
- WELGE, Martin K. – LATTWEIN, Johannes (2002): Wertorientiertes Performance Controlling mit der Value Scorecard®, in: Controlling S. 455-464
- WENTGES, Paul (2000): Eine Stakeholder-orientierte Analyse der Berücksichtigung des Risikos im Rahmen des Shareholder Value-Konzeptes, in: Die Betriebswirtschaft S. 199-209
- WILLIAMSON, Oliver E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism, New York

WITT, Frank-Jürgen (2000): Shareholder Value Revisited, in: Controller Magazin S. 251-254

WITT, Frank-Jürgen (2002): Werttreiberkonzepte in der Controllingpraxis, in: Controller Magazin S. 369-381

WOLF, Klaus (2003): Anmerkungen zur Risikoberichterstattung vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen im Value Reporting, in: Deutsches Steuerrecht S. 1089-1095

## II. AUSGEWERTETE WEBSEITEN

(Die Analyse der Webseiten(inhalte) erfolgte ausnahmslos in August 2005)

Kategorie A	Kategorie B
<a href="http://www.ahrt.hu">www.ahrt.hu</a> <a href="http://www.borsodchem.hu">www.borsodchem.hu</a> <a href="http://www.danubiusgroup.com">www.danubiusgroup.com</a> <a href="http://www.demasz.hu">www.demasz.hu</a> <a href="http://www.egis.hu">www.egis.hu</a> <a href="http://www.fhb.hu">www.fhb.hu</a> <a href="http://www.fotex.hu">www.fotex.hu</a> <a href="http://www.globus.hu">www.globus.hu</a> <a href="http://www.graphisoft.hu">www.graphisoft.hu</a> <a href="http://www.ieb.hu">www.ieb.hu</a> <a href="http://www.linamar.hu">www.linamar.hu</a> <a href="http://www.magyartelekom.hu">www.magyartelekom.hu</a> <a href="http://www.mol.hu">www.mol.hu</a> <a href="http://www.nabi.hu">www.nabi.hu</a> <a href="http://www.otp.hu">www.otp.hu</a> <a href="http://www.annonplast.hu">www.annonplast.hu</a> <a href="http://www.raba.hu">www.raba.hu</a> <a href="http://www.richter.hu">www.richter.hu</a> <a href="http://www.synergion.hu">www.synergion.hu</a> <a href="http://www.tvk.hu">www.tvk.hu</a> <a href="http://www.zwackunicum.hu">www.zwackunicum.hu</a>	<a href="http://www.excel-csepel.hu">www.excel-csepel.hu</a> <a href="http://www.domus.hu">www.domus.hu</a> <a href="http://www.econet.hu">www.econet.hu</a> <a href="http://www.elmu.hu">www.elmu.hu</a> <a href="http://www.emasz.hu">www.emasz.hu</a> <a href="http://www.forras.hu">www.forras.hu</a> <a href="http://www.freesoft.hu">www.freesoft.hu</a> <a href="http://www.gardenia.hu">www.gardenia.hu</a> <a href="http://www.humet.hu">www.humet.hu</a> <a href="http://www.pannonv.hu">www.pannonv.hu</a> <a href="http://www.pannon-flax.hu">www.pannon-flax.hu</a> <a href="http://www.phylaxiapharma.hu">www.phylaxiapharma.hu</a> <a href="http://www.quaestor.hu">www.quaestor.hu</a> <a href="http://www.fevita.hu">www.fevita.hu</a>

### III. ANALYSIERTE BERICHTE UND ABSCHLÜSSE

<b>Firma</b>	<b>Berichte und Abschlüsse (wortwörtlich übersetzt)</b>
Antenna Hungária Rt.	AH (2004a): Jahresbericht AH (2004b): Konsolidierter Jahresabschluss mit Prüfungsbericht AH (2005a): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005 (IFRS, PDF) AH (2005b): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005 (IFRS, Word) AH (2005c): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005 (IFRS, Excel)
Borsodchem Rt.	BC (2004a): Konsolidierter Jahresabschluss BC (2004b): Geprüfter konsolidierter Finanzbericht BC (2005): Quartalsbericht für die Börse 1. Halbjahr
Danubius Rt.	DH (2004a): Konsolidierter Jahresbericht nach HAS DH (2004b): Konsolidierter Börsenjahresbericht nach IFRS DH (2005): Quartalsbericht über die Geschäfte im 1. Halbjahr 2005
DÉMÁSZ Rt.	DÉ (2004a): Jahresabschluss und Prüfungsbericht DÉ (2004b): Jahresbericht DÉ (2004c): Konsolidierter Jahresabschluss mit Prüfungsbericht DÉ (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Egis Rt.	EG (2005a): Quartalsbericht für die Börse über das ganze Geschäftsjahr EG (2005b): Quartalsbericht für die Börse über das erste Halbjahr
FHB Rt.	FH (2004a): Besellschaftsbericht FH (2004b): Börsenjahresbericht FH (2005): Quartalsbericht für die Börse über das 2. Quartal
FOTEX Rt.	FX (2004a): Geprüfter konsolidierter Jahresabschluss mit Prüfungsbericht FX (2004b): Datenblätter über Organisation und Operation der Gesellschaft FX (2004c): Bericht des Präsidenten FX (2005a): Quartalsbericht über die Monate I-IX. FX (2005b): Datenblätter zur Ergänzung der Finanzberichte
Globus Rt.	GL (2004): Jahresbericht GL (2005): Quartalsbericht 2. Quartal 2005
Graphisoft N.V.	GR (2004): Finanzbericht GR (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr
Inter-Európa Bank Rt.	IE (2004): Jahresbericht IE (2005): Quartalsbericht 2. Quartal 2005
Linamar Rt.	LI (2004): Jahresbericht LI (2005): Quartalsbericht über die ersten 6 Monate in 2005
Magyar Telekom Rt.	MT (2004a): Jahresbericht MT (2004b): Form 20-F Annual report MT (2005): Halbjahresergebnisse 2005
MOL Rt.	MO (2004): Jahresbericht MO (2005): Quartalsbericht 2. Quartal 2005 und 1. Halbjahr 2005
NABI Rt.	NA (2004): Jahresbericht NA (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
OTP Bank Rt.	OT (2004a): Nicht konsolidierter Abschluss nach IFRS OT (2004b): Konsolidierter Abschluss nach IFRS OT (2004c): Auszug des geprüften Jahresberichtes 2004 OT (2004d): Jahresbericht OT (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Pannonplast Rt.	PA (2004a): Jahresabschluss mit Prüfungsbericht PA (2004b): Konsolidierter Jahresabschluss PA (2004c): Jahresbericht – Datenblätter PA (2005): Quartalsbericht über die 1. und 2. Quartale 2005
Rába Rt.	RÁ (2004a): Konsolidierte Finanzberichte RÁ (2004b): Jahresbericht I. RÁ (2004c): Jahresbericht II. RÁ (2004d): Börsenjahresbericht mit verbalen Ergänzungen

<b>Firma</b>	<b>Berichte und Abschlüsse (wortwörtlich übersetzt)</b>
	RÁ (2005): Quartalsbericht 1-3. Quartale in 2005
Richter Gedeon Rt.	RI (2004): Jahresbericht RI (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Synergion Rt.	SY (2004): Jahresbericht SY (2005): Quartalsbericht
TVK Rt.	TV (2004): Jahresbericht TV (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005 und 2. Quartal 2005
Zwack Unicum Rt.	ZW (2004): Jahresbericht ZW (2005a): Jahresbericht für das Rumpfgeschäftsjahr ZW (2005b): Datenblätter zum Jahresbericht für das Rumpfgeschäftsjahr ZW (2005c): Quartalsbericht 1. Halbjahr des Geschäftsjahres 2005/2006
Agrimill-Agrimpex Rt.	AG (2004): Jahresbericht AG (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
BIF Rt.	BI (2004a): Konsolidierter Jahresabschluss BI (2004b): Jahresabschluss BI (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Csepel Holding Rt.	CS (2004a): Jahresabschluss und konsolidierter Jahresabschluss CS (2004b): Jahresbericht CS (2004c): Anhang zum konsolidierten Jahresabschluss CS (2004d): Anhang zum Jahresabschluss CS (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005 über die Finanzlage und die erbrachten Leistungen
Domus Rt.	DO (2004): Jahresbericht DO (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
econet.hu Rt.	EC (2004): Geschäftsbericht EC (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
EHEP Rt.	EH (2004) Börsenjahresbericht EH (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
ELMŰ Rt.	EL (2004): Jahresbericht EL (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr
ÉMÁSZ Rt.	ÉM (2004): Jahresbericht ÉM (2005) Quartalsbericht 1. Halbjahr
Forrás Rt.	FO (2004a): Jahresbericht FO (2004b): Anhang zum konsolidierten Jahresabschluss von Forrás Rt. vom 31. Dezember 2004 FO (2004c): Datenblätter FO (2005a): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005 FO (2005b): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005 – Auszug FO (2005c): Datenblätter
FreeSoft Rt.	FR (2004): Jahresabschluss FR (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Gardénia Rt.	GA (2004): Börsenjahresbericht GA (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Humet Rt.	HM (2004a): Börsenbericht HM (2004b): Anhang zur Abschlussbilanz der HUMET® Rt. von 31.12.2004 HM (2004c): Bericht des Vorstandes von HUMET® Rt. HM (2005): Quartalsbericht über das 1. Halbjahr 2005 von HUMET® Rt.
Hungagent Rt.	HU (2004a): Jahresabschluss HU (2004b): Anhang zum konsolidierten Jahresabschluss 2004 HU (2005a): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005 HU (2005b): Datenblätter
Kartonpack Rt.	KA (2004): Jahresbericht KA (2005): Börsenquartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Konzum Rt.	KO (2004): Jahresbericht KO (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005

<b>Firma</b>	<b>Berichte und Abschlüsse (wortwörtlich übersetzt)</b>
Novotrade Rt.	NO (2004): Jahresbericht für die Börse NO (2005): Börsenquartalsbericht
Pannon-Váltó Rt.	PV (2004): Jahresabschluss PV (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Pannonflax Rt.	PF (2004): Jahresbericht PF (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Phylaxia Pharma Rt.	PH (2004): Jahresbericht PH (2005): Konsolidierter Quartalsbericht zum Halbjahr
Quaestor Rt.	QU (2004): Jahresbericht QU (2005): Quartalsbericht 1. Halbjahr 2005
Skoglund Holding Rt.	SK (2004a): Bericht über das Geschäftsjahr 2004 SK (2004b): Jahresabschluss SK (2004c): Anhang zum Jahresabschluss SK (2005): Börsenquartalsbericht
Székesfehérvári Hűtőipari Rt.	SZ (2004): Jahresbericht SZ (2005): Quartalsbericht über das Halbjahr

## Anhang I: Liste der im August 2005 an der Budapester Börse notierten Gesellschaften

Kategorie A	Kategorie B
Antenna Hungária Rt.	Agrimill-Agrimex Rt.
BorsodChem Rt.	BIF Rt.
Danubius Rt.	Csepel Holding Rt.
DÉMÁSZ Rt.	Domus Rt.
Egis Rt.	econet.hu Rt.
FHB Rt.	EHEP Rt.
FOTEX Rt.	ELMŰ Rt.
Globus Rt.	ÉMÁSZ Rt.
Graphisoft N.V.	Forrás Rt.
Inter-Európa Bank Rt.	FreeSoft Rt.
Linamar Rt.	Gardénia Rt.
MAGYAR TELEKOM Rt.	Humet Rt.
MOL Rt.	Hungagent Rt.
NABI Rt.	Kartonpack Rt.
OTP Bank Rt.	Konzum Rt.
Pannonplast Rt.	Novotrade Rt.
Rába Rt.	Pannon-Váltó Rt.
Richter Gedeon Rt.	Pannonflax Rt.
SYNERGON Rt.	Phylaxia Pharma Rt.
TVK Rt.	Quaestor Rt.
Zalakerámia Rt. (bis zum 8. August)	Skoglund Holding Rt.
ZWACK Unicum Rt.	Székesfehérvári Hűtőipari Rt.
<b>22 Gesellschaften</b> <sup>437</sup>	<b>22 Gesellschaften</b>

<sup>437</sup>Es wurden – da Zalakerámia das Parkett in diesem Monat verlassen hat – jedoch nur 21 Firmen analysiert.

## Anhang II: Ergebnisse aus der Analyse der Value Reporting-Praxis auf Webseiten (August 2005)

Firma und Sparte (Kat. A)	Total Return Reporting	Value Added Reporting	Strategic Advantage Reporting	Angaben zu Intangibles
Antenna Hungária Rt. ( <a href="http://www.ahrt.hu">www.ahrt.hu</a> ) – Infrastrukturdienstleister für Programmübertragungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ Aktueller Kursverlauf</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX</li> <li>▪ EBIT, EBITDA-Rate</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Strategie im Allgemeinen und strategische Ziele für das aktuelle Jahr</li> <li>▪ Struktur der Eigentümer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter</li> <li>▪ Umsatz nach Produkten</li> <li>▪ VIP-Kunden</li> </ul>
Borsodchem Rt. ( <a href="http://www.borsodchem.hu">www.borsodchem.hu</a> ) – Petrolchemie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vergangener und aktueller Kursverlauf (BÉT, Warschau, London)</li> <li>▪ Höchst- und Tiefstkurs (BÉT, Warschau, London)</li> <li>▪ Abschlussvolumen</li> <li>▪ EBIT, ROE, Dividende je Aktie, EPS, EBITDA</li> <li>▪ EBITDA-Rate und Kursverlauf im Vergleich zu Konkurrenten</li> <li>▪ Berichte abrufbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mitarbeiter erhalten Aktienlohn</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA nach Produkten (nach strategischen Geschäftseinheiten)</li> <li>▪ Es gibt Markteintrittsbarrieren</li> <li>▪ Umsatz nach Produkten und Regionen</li> <li>▪ IPPC-Bescheinigung</li> <li>▪ Innovationspreise</li> <li>▪ ISO 9001 und 14001</li> </ul>
Danubius Rt. ( <a href="http://www.danubiusgroup.com">www.danubiusgroup.com</a> ) – Hotellerie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Monatliche und jährliche Abschlussdaten, Höchst- und Tiefstkurs</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX (grafisch)</li> <li>▪ Bericht abrufbar</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer</li> <li>▪ Vision</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Liste der Partner-Gesundheitskassen</li> <li>▪ Kategorisierung der Hotels</li> <li>▪ Verkaufsbüros</li> </ul>
DÉMÁSZ Rt. ( <a href="http://www.demasz.hu">www.demasz.hu</a> ) – Stromanbieter	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ Eröffnungs-, Höchst- und Tiefstkurs</li> <li>▪ Wert der Börsenabschlüsse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leistungsabhängige Vergütung für jeden Mitarbeiter</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bildungskosten in % der Personalkosten</li> <li>▪ Mitarbeiterstruktur nach Qualifikation</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat. A)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Egis Rt. ( <a href="http://www.egis.hu">www.egis.hu</a> ) – Pharmazie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ Deckungsbeitrag, EBIT und Umsatz nach Regionen und Produkten</li> <li>▪ Working Capital, Vorräte</li> <li>▪ Wachstum im Vergleich zum Gesamtmarkt</li> <li>▪ Zeitreihe der Dividenden je Aktie</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer</li> <li>▪ Neue Produkte</li> <li>▪ Devisenkursabsicherungsgeschäfte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der ins Stammbuch eingetragenen Medikamente, Anteil der F+E-Ausgaben, Anzahl der Beschäftigten (veraltete Angaben)</li> </ul>
FHB Rt. ( <a href="http://www.fhb.hu">www.fhb.hu</a> ) – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ Aktueller Kurs</li> <li>▪ Kursvolatilität</li> <li>▪ Höchst- und Tiefstkurse im Jahr und in der Vergangenheit</li> <li>▪ EBIT, EPS, P/E, ROE und ROA pro Quartal (aber ohne Angaben zum lfd. Jahr)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Richtlinie über das Managementvergütungssystem</li> <li>▪ KEINE Option an die Mitarbeiter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer</li> <li>▪ Emissionsprogramm für zwei Jahre</li> <li>▪ Grundsätze des Risikomanagements, Übersicht des Prozesses</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gewonnene Preise</li> <li>▪ Netzwerk von Vertriebsplätzen (Partnerbanken)</li> </ul>
FOTEX Rt. ( <a href="http://www.fotex.hu">www.fotex.hu</a> ) – Handel				
Globus Rt. ( <a href="http://www.globus.hu">www.globus.hu</a> ) – Konservenindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EUREPGAP, ISO 9001, IFS, EFSIS, BIOKONTROLL; detaillierte Beschreibung und Erläuterung des ISO 14001-Systems</li> </ul>
Graphisoft N.V. ( <a href="http://www.graphisoft.hu">www.graphisoft.hu</a> ) – Softwarehaus	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der Managementoptionen (am 30.06.2005)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer</li> <li>▪ Mission</li> <li>▪ Volltext der Analystenberichte (veraltet)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wiederverkäufernetz für ArchiCAD</li> <li>▪ Von Wall Street Journal verliehener Preis</li> </ul>
Inter-Európa Bank Rt. ( <a href="http://www.ieb.hu">www.ieb.hu</a> ) – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> </ul>			

<b>Firma und Sparte (Kat. A)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Linamar Rt. ( <a href="http://www.linamar.hu">www.linamar.hu</a> ) – Maschinenbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vision, Mission</li> </ul>	
Magyar Telekom Rt. ( <a href="http://www.magyartelekom.hu">www.magyartelekom.hu</a> ) – Telekommunikation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Höhe der Dividende</li> <li>▪ EBITDA</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Strategie (zerstreut, für verschiedene Zeiträume und mit unterschiedlichem Inhalt)</li> <li>▪ Umfassendes Risikomanagementsystem (Details im SEC-Bericht)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 14001</li> <li>▪ Lieferantenbewertungssystem</li> <li>▪ Liste der F+E-Partnerschaften</li> </ul>
MOL Rt. ( <a href="http://www.mol.hu">www.mol.hu</a> ) – Mineralölkonzern	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ EBITDA</li> <li>▪ ROACE</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vision</li> <li>▪ Mission – auch für eine Division</li> <li>▪ Strategie für 2003-2005</li> <li>▪ Lieferantenbeurteilungssystem</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tankstellennetz</li> <li>▪ Strategische Partnerschaften (ohne genauere Angaben)</li> <li>▪ ISO 9002, ISO 14001</li> <li>▪ Sog. EBK-Aktivitäten und -Ergebnisse (Gesundheits-, Unfall- und Umweltschutz)</li> </ul>
NABI Rt. ( <a href="http://www.nabi.hu">www.nabi.hu</a> ) – Fahrzeugbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ Kursverlauf auch im Vergleich zu BUX</li> <li>▪ Durchschnittskurs, Volatilität, Firmenkaptalisierung, P/E, EPS (dies war allerdings 2,5 Jahre alt)</li> <li>▪ EBIT, EBITDA</li> <li>▪ „Nettoergebnis“</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ „SWOT-Analyse“</li> <li>▪ Liste der Analysten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 9002, ISO 14001, OHSAS 18001</li> <li>▪ Vollständiges CAD-Design</li> <li>▪ Gewonnene Preise für Produkte</li> <li>▪ Eingetragenes Patent</li> <li>▪ Sonstige Ergebnisse der Entwicklungstätigkeit</li> </ul>

Firma und Sparte (Kat. A)	Total Return Reporting	Value Added Reporting	Strategic Advantage Reporting	Angaben zu Intangibles
OTP Bank Rt. <a href="http://www.otp.hu">www.otp.hu</a> – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ EPS, ROAA, ROAE</li> <li>▪ Dividende je Aktie</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX und zu MSEU Bank-Index</li> <li>▪ Firmenkaptalisierung im Vergleich zu Konkurrenz-Bankengruppen</li> <li>▪ Firmenkaptalisierung zu Eigenkapital im Vergleich zu Konkurrenten</li> <li>▪ Rückkauf von eigenen Aktien und die konkrete Ermächtigung der Hauptversammlung dazu</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Analyse der Markttrends (manchmal für ein konkretes Segment)</li> <li>▪ Aktuelle Strategie (nach Märkten, Ländern und Produkten) untermauert mit detaillierten Rechnungen</li> <li>▪ Produktprioritäten und Zielmärkte</li> <li>▪ Pläne unterteilt nach Ländern</li> <li>▪ Wachstumsrate nach Märkten</li> <li>▪ Planwerte für Kennzahlen (z.B. Marktanteile)</li> <li>▪ Risiko durch Basel II (ohne konkrete Angaben)</li> <li>▪ Liste der Analysten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rating-Daten von Fitch IBCA, S&amp;P, Moody's, Capital Intelligence</li> <li>▪ Ausländische Partnerbanken</li> <li>▪ Marktanteile nach Regionen und nach Segmenten</li> <li>▪ Einige Angaben bzgl. Kundenzufriedenheit</li> </ul>
Pannonplast Rt. <a href="http://www.pannonplast.hu">www.pannonplast.hu</a> – Kunststoffindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> </ul>			
Rába Rt. <a href="http://www.raba.hu">www.raba.hu</a> – Fahrzeugbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ Tiefst- und Höchstkurs, Volatilität, P/E</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX</li> <li>▪ EBIT, EBITDA</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ „Zeitlose“ Holdingstrategie</li> <li>▪ Ziele, Risiken und Chancen für drei Geschäftsbereiche</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rába Ring</li> <li>▪ Umsatz nach Märkten (leerer Link)</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat. A)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Richter Gedeon Rt. ( <a href="http://www.richter.hu">www.richter.hu</a> ) – Pharmazie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ Entwicklung der Tageskurse (BÉT und London)</li> <li>▪ EBIT</li> <li>▪ Ergebnis und Dividende je Aktie</li> <li>▪ Gründe für den Kauf von eigenen Aktien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bonusaktienprogramm an alle Mitarbeiter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> <li>▪ Anteil der Neuprodukte am Umsatz</li> <li>▪ Innovationspreis</li> <li>▪ ISO 14001</li> <li>▪ Liste der Referenzapotheken</li> <li>▪ Internationale Präsenz</li> <li>▪ Anzahl der Arzneimittelzulassungen</li> <li>▪ Anteil der F+E-Ausgaben</li> <li>▪ Patente (allgemein)</li> </ul>
Synergon Rt. ( <a href="http://www.synergon.hu">www.synergon.hu</a> ) – Softwarehaus	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ EPS, EBITDA</li> <li>▪ Aus einer anderen Webseite geladen: Volatilität, P/E, ROA, ROE, Firmenkaptalisierung</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Strategie (ohne Jahreszahl)</li> <li>▪ Wettbewerbsvorteile</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wachstum des Segments</li> <li>▪ Potenzieller NATO-Lieferant</li> <li>▪ Qualifizierung der Produkte</li> </ul>
TVK Rt. ( <a href="http://www.tvk.hu">www.tvk.hu</a> ) – Petrochemie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berichte abrufbar</li> <li>▪ P/E, EPS, Firmenkaptalisierung, Volatilität, EBIT, EBITDA, ROA, ROE, Dividende je Aktie</li> <li>▪ EBIT zu Umsatz im Vergleich zu zwei Konkurrenten</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission, Vision</li> <li>▪ Kosten eines großen F+E Projektes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 17025</li> <li>▪ Umweltorientiertes Managementsystem</li> <li>▪ Marktanteile in Ungarn</li> </ul>
Zwack Unicum Rt. ( <a href="http://www.zwackunicum.hu">www.zwackunicum.hu</a> ) – Getränkeindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Durchschnittskurs, Volatilität, Abschlussvolumen</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission (unter anderem Namen)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Dealer im Ausland (ohne konkrete Absatzangaben)</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat. B)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Agrimill-Agrimex Rt. (keine Webseite verfügbar) – Lebensmittelhersteller				
BIF Rt. ( <a href="http://www.bif.hu">www.bif.hu</a> ) – Immobilienverwaltung				
Csepel Holding Rt. ( <a href="http://www.excel-csepel.hu">www.excel-csepel.hu</a> ) – Werkzeugmaschinenbau			▪ „Mission“	▪ ISO 9001, ISO 14001
Domus Rt. ( <a href="http://www.domus.hu">www.domus.hu</a> ) – Möbelhandel				
econet.hu Rt. ( <a href="http://www.econet.hu">www.econet.hu</a> ) – Online-Handel	▪ Berichte abrufbar			
EHEP Rt. (keine Webseite verfügbar) – Fondsverwaltung				
ELMÚ Rt. ( <a href="http://www.elmu.hu">www.elmu.hu</a> ) – Stromanbieter	▪ Berichte abrufbar		▪ Mission ▪ Qualitätspolitik	▪ ISO 9001 ▪ Qualifizierte Lieferanten
ÉMÁSZ Rt. ( <a href="http://www.emasz.hu">www.emasz.hu</a> ) – Stromanbieter	▪ Berichte abrufbar		▪ Mission	▪ ISO 9001 ▪ Qualifizierte Lieferanten
Forrás Rt. ( <a href="http://www.forras.hu">www.forras.hu</a> ) – Vermögensverwaltung	▪ Berichte abrufbar			▪ ISO 9001
FreeSoft Rt. ( <a href="http://www.freesoft.hu">www.freesoft.hu</a> ) – IT-Dienstleister	▪ Berichte abrufbar		▪ Mission ▪ Strategische Ziele	▪ ISO 9001

<b>Firma und Sparte (Kat. B)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Gardénia Rt. ( <a href="http://www.gardenia.hu">www.gardenia.hu</a> ) – Gardinenherstellung	▪ Berichte abrufbar		▪ Nennung der Kernkompetenz	▪ Ausschließliche Distributionsrechte ▪ ISO 9001
Humet Rt. ( <a href="http://www.humet.hu">www.humet.hu</a> ) – Wirkstoffherstellung	▪ Berichte abrufbar			▪ Spezifischer Grundstoff
Hungagent Rt. (keine Webseite verfügbar) – Vermögensverwaltung				
Kartonpack Rt. (keine Webseite verfügbar) – Kartonherstellung				
Konzum Rt. (keine Webseite verfügbar) – Einzelhandel				
Novotrade Rt. (keine Webseite verfügbar) – Vermögensverwaltung				
Pannon-Váltó Rt. ( <a href="http://www.pannonv.hu">www.pannonv.hu</a> ) – Immobilienhandel	▪ Berichte abrufbar			
Pannonflax Rt. ( <a href="http://www.pannon-flax.hu">www.pannon-flax.hu</a> ) – Leinweberei				▪ Grand Prix unter den ungarischen Produkten ▪ ISO, AQAP
Phylaxia Pharma Rt. ( <a href="http://www.phylaxiapharma.hu">www.phylaxiapharma.hu</a> ) – Veterinärpharmazie				▪ Qualitätsmanagementsystem ohne Zertifizierung ▪ Angestellte Forscher und gemeinsame Forschungsprojekte mit Universitäten

<b>Firma und Sparte (Kat. B)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Quaestor Rt. ( <a href="http://www.quaestor.hu">www.quaestor.hu</a> ) – Wertpapierhandel			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nennung der Kernkompetenzen</li> <li>▪ Zukünftige Entwicklungslinien</li> </ul>	
Skoglund Holding Rt. (keine Webseite verfügbar) – Immobilienentwicklung				
Székesfehérvári Hűtőipari Rt. ( <a href="http://www.fevita.hu">www.fevita.hu</a> ) – Tiefkühlwarenherstellung				<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, HACCP, EFSIS</li> </ul>

### Anhang III: Ergebnisse aus der Analyse der Value Reporting-Praxis in Börsenberichten

(J = kommt im Jahresbericht vor; Q = kommt im Quartalsbericht vor, J,Q = kommt in beiden Berichten vor)

Firma und Sparte (Kat A.)	Total Return Reporting	Value Added Reporting	Strategic Advantage Reporting	Angaben zu Intangibles
Antenna Hungária Rt. – Infrastrukturdienstleister für Programmübertragungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA, Operating Cash Flow, EPS (J,Q)</li> <li>▪ EBIT pro Mitarbeiter, ROE, ROI, (J)</li> <li>▪ Betriebsergebnis nach Sparten (J,Q)</li> <li>▪ Aktiva nach Sparten (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (Q)</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX, Matáv, Synergon, Graphisoft und Bumis (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der zukünftigen Leasingverbindlichkeiten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nennung von drei Finanzrisiken (sie werden nicht gemangt) (J)</li> <li>▪ In der Zinsabdeckung liegt kein Risiko (Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (Q)</li> <li>▪ Verbale Beschreibung der Strategie (J)</li> <li>▪ Struktur der Eigentümer (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001 (J)</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter (J)</li> <li>▪ Bildungsaufwendungen im Jahr (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Sparten (J,Q)</li> <li>▪ VIP-Kunden (J)</li> </ul>
Borsodchem Rt. – Petrochemie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EPS pro Aktie, auch verwässert (J,Q)</li> <li>▪ EBITDA (Q)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (Q)</li> <li>▪ Mitarbeiter erhalten Aktienlohn (J)</li> <li>▪ Zukünftige und Eventualverbindlichkeiten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Keine sicherheits-technische Lücke (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (Q)</li> <li>▪ Grundsätze des Managements von Kursrisiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz nach Tätigkeitsfeldern (J)</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz, Aktiva, Verbindlichkeiten und Amortisation nach Sparten (J)</li> <li>▪ F+E Aufwendungen nach Sparten (J)</li> <li>▪ Innovationspreis (J)</li> <li>▪ Abnahme der Anzahl von Kundenreklamationen (J)</li> <li>▪ ISO 9001 und 14001 (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Höhe der Bildungskosten (J)</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Danubius Rt. – Hotellerie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EPS (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J)</li> <li>▪ Anzahl von Abschlüssen, von gehandelten Papieren, Höchst- und Tiefstkurse, Durchschnittskurs (J,Q)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Einige Risikoelemente in je einem Satz erwähnt (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J)</li> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Marktanteil nach Hotelkategorien und Ländern (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Tätigkeitsfeldern und Ländern (J)</li> <li>▪ Bildungskosten (J)</li> <li>▪ Detaillierung der immateriellen Güter (J)</li> </ul>
DÉMÁSZ Rt. – Stromanbieter	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Schlusskurse pro Jahr und deren Verhältnis zu BUX-Abschlusswerten (J)</li> <li>▪ Detaillierte Erklärung von außergewöhnlichen Kursprüngen (J)</li> <li>▪ Dividende je Aktie (J)</li> <li>▪ EBITDA-Rate (Q)</li> <li>▪ EBITDA von mehreren Jahren mit Quartalsdaten (J)</li> <li>▪ EPS und Bruttodividende (J,Q)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Die variablen Lohnanteile orientieren sich NICHT an wertorientierte Größen (J)</li> <li>▪ Das Unternehmen wird NICHT wertorientiert geführt (J)<sup>438</sup></li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Forschungs- und Entwicklungsausgaben (Höhe, Struktur, Zweck) (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Wert der laufenden Rechtsstreitigkeiten (J)</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften (J)</li> <li>▪ Liste der Analysten (J)</li> <li>▪ KEINE Veröffentlichung der Geschäftsstrategie (J)<sup>439</sup></li> <li>▪ KEINE Veröffentlichung von Informationen über das Risikomanagement (J)<sup>440</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bilanz und GuV pro Geschäftsfeld (J)</li> <li>▪ Geplantes neues IT-System (J)</li> <li>▪ Kundenauszeichnungen (J)</li> <li>▪ Kármán-Tódor-Preis (J)</li> <li>▪ Niedriger Übertragungsverlust im Stromnetz (J)</li> <li>▪ ISO 9001, ISO 14001 und OHSAS 18001 (J)</li> <li>▪ Bildungskosten (J)</li> <li>▪ Gute Position in der gesetzlichen Versorgung (J)</li> <li>▪ Zufriedenheit der Kunden (J)</li> <li>▪ Genaue Kundendatenbank (J)</li> <li>▪ Schnelles Call Center (J)</li> <li>▪ Stand des Messgeräts auch per SMS meldbar (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Langfristbezugsverträge und einige Langfristlieferverträge (J)</li> </ul>

<sup>438</sup> DĚ (2004b) S. 22

<sup>439</sup> DĚ (2004b) S. 20

<sup>440</sup> DĚ (2004b) S. 20

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Egis Rt. – Pharmazie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EPS (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktivierte Forschungsleistungen in der Periode (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl von neu eingeführten Produkten (J,Q)</li> <li>▪ Wert der Devisentermingeschäfte (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J,Q)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz und -Anteil aus Produkteinführungen in den letzten 8 Jahren (J,Q)</li> </ul>
FHB Rt. – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> <li>▪ P/BV, P/E (Q)</li> <li>▪ Dividende je Aktie (J)</li> <li>▪ EPS, ROAA, ROAE (J,Q)</li> <li>▪ ROA und ROE in der Branche (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kostenlose zweijährige Optionsgewährung für das Management (J)</li> <li>▪ Kostenlose zweijährige Optionsgewährung (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Grundsätze des Risikomanagements, Übersicht des Prozesses (J)</li> <li>▪ Vision (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gewonnene Preise (J)</li> <li>▪ Konkrete IT-Investitionen (J)</li> <li>▪ Marktanteil im Pfandbriefmarkt (Q)</li> <li>▪ Rating von Moody's (J)</li> <li>▪ Fluktuation (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>
FOTEX Rt. – Handel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Betriebsergebnis und gebundenes Kapital nach Sparten (J)</li> <li>▪ EPS (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Zukünftige Leasingverbindlichkeiten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Hohe Devisenrisiken (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der Markenname (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz und Verbindlichkeiten nach Sparten (J)</li> </ul>
Globus Rt. – Konservenindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA, EBITDA-Rate (J)</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leasingverbindlichkeiten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Strategische Stoßrichtungen (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> <li>▪ Kursabsicherungsgeschäfte (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 9002 (J)</li> <li>▪ Neues IT-System (J)</li> <li>▪ Liste und Reputation der Markennamen (J)</li> <li>▪ Marktanteile in der EU (J)</li> <li>▪ Globale Marktpräsenz (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Produkten (J)</li> <li>▪ Stärke des Wettbewerbs (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Auszeichnungen für Produkte (J)</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Graphisoft N.V. – Softwarehaus	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EPS, auch verwässert (J,Q)</li> <li>▪ EBITDA (Q)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der Managementoptionen (J,Q)</li> <li>▪ Höhe der verrechneten zahlungsunwirksamen Kosten (J)</li> <li>▪ Wert der Optionen (J,Q)</li> <li>▪ Inputdaten für die Optionsbewertung (J)</li> <li>▪ Leasingverbindlichkeiten (J)</li> <li>▪ Dividende auf Mitarbeiteraktien (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Einige Angaben zur Mission (J)</li> <li>▪ Kursabsicherungsgeschäfte (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (ohne Aufsichtsrat) (J)</li> <li>▪ Markttrends (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vorrangige Produkte und deren Märkte (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen und Segmenten (J,Q)</li> <li>▪ Betriebsergebnis je Segment (Q)</li> <li>▪ Höhe und Veränderung der Vertriebs- und Marketingausgaben (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Gewonnene Preise (J)</li> </ul>
Inter-Európa Bank Rt. – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ROAE, ROAA (J)</li> <li>▪ Eröffnungs- und Schlusskurs (J)</li> <li>▪ Höhe der Dividende (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Wettbewerbsstrategie (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Kunden (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Werbe- und Marketingkosten (J)</li> </ul>
Linamar Rt. – Maschinenbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EPS (J,Q), auch verwässert (J)</li> <li>▪ Betriebsergebnis und Aktiva nach Sparten (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Es gibt ein Optionsprogramm (jedoch aktuell keine Optionen vergeben) (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Strategische „Ziele“ (J)</li> <li>▪ Finanzielle und andere marktbezogene Risiken (J)</li> <li>▪ Grundsätze des Risikomanagements (J)</li> <li>▪ Lebenslauf (J) bzw. Liste (Q) von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Bildungskosten (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Geschäftsbereichen (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J,Q)</li> </ul>
Magyar Telekom Rt. – Telekommunikation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA (J,Q)</li> <li>▪ EPS (J)</li> <li>▪ Höchst- und Tiefstkurs (J)</li> <li>▪ Wert der eigenen Aktien (J)</li> <li>▪ Ergebnis und Aktiva nach</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Höhe des risikofreien Zinssatzes (J)</li> <li>▪ Aktueller Konzerndiskontsatz (J)</li> <li>▪ Gewogener Durch-</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Mission (J)</li> <li>▪ Strategie (J)</li> <li>▪ Strategische Ziele und Wettbewerbsvorteile (J)</li> <li>▪ Lebenslauf (J) bzw. Liste (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Durchschnittliche Werbekosten pro Neukunde (J,Q)</li> <li>▪ Marktanteile (J,Q) und Verbindlichkeiten (J) je Geschäftsbereich</li> <li>▪ Umsatz und Aktiva nach Regi-</li> </ul>

Firma und Sparte (Kat A.)	Total Return Reporting	Value Added Reporting	Strategic Advantage Reporting	Angaben zu Intangibles
	Sparten (J,Q)	schnittzinssatz der Kredite (J) <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Optionsprogramm für das Management (J)</li> <li>▪ Leasingverbindlichkeiten (J,Q)</li> <li>▪ Weitere außerbilanzielle Posten (Q)</li> </ul>	von Führungskräften <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nennung von Finanzrisiken (J)</li> <li>▪ Laufende Rechtsstreite und Aufsichtsfälle (J)</li> </ul>	onen (J) <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Veränderung in der Anzahl von Pre-Paid-Kunden (J,Q)</li> <li>▪ Stärke des Branchenwettbewerbs (J)</li> <li>▪ Stellung als Anbieter mit bedeutender Marktmacht (J)</li> <li>▪ Marketingkosten (J)</li> <li>▪ Churn Rate bei Pre-Paid Handy-Kunden (J,Q)</li> <li>▪ UMTS-Lizenz (J)</li> <li>▪ Gewonnene Preise (J)</li> <li>▪ Bonitätsrating (J)</li> </ul>
MOL Rt. – Mineralölkonzern	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ROE, ROACE (J)</li> <li>▪ EBITDA (J,Q)</li> <li>▪ EPS, auch verwässert (J,Q)</li> <li>▪ Firmenkaptalisierung am Jahresende (J)</li> <li>▪ Abschlussvolumen und Schlusskurse pro Quartal (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien und die dazu gehörige Kaufermächtigung (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (Q)</li> <li>▪ EBITDA nach Sparten (Q)</li> <li>▪ Betriebsergebnis nach Sparten (J,Q)</li> <li>▪ Aktiva nach Sparten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel mit Angaben über die geleasten Vermögenselemente (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten (J,Q)</li> <li>▪ Detaillierte Beschreibung des langfristigen Anreizprogramms (J)</li> <li>▪ Jährliche Kosten für Forschung und Entwicklung von Erdöl- und Gasfeldern (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Mission, Vision (J)</li> <li>▪ Ziele je Segment (J)</li> <li>▪ Management von Finanzrisiken (J)</li> <li>▪ Rechtsstreitigkeiten (J)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tankstellennetz (J)</li> <li>▪ Marktanteile und Umsatz nach Segmenten (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J)</li> <li>▪ Werbeausgaben (J)</li> <li>▪ Marktanteil im (Treibstoff-)Einzelhandel (Q)</li> <li>▪ Sog. EBK-Aktivitäten und -Ergebnisse (Gesundheits-, Unfall- und Umweltschutz) (J)</li> <li>▪ Erfolg von Bohrungen (J)</li> <li>▪ Zufriedene Mitarbeiter (J)</li> <li>▪ Nachgewiesener Nettobestand an Kohlenwasserstoffen (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Langfristige Kaufverträge für Öl und Gas (J)</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
NABI Rt. – Fahrzeugbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Höchst- und Tiefstkurs (J)</li> <li>▪ Renditeentwicklung im Vergleich zu BUX (J)</li> <li>▪ Handelsvolumen (J)</li> <li>▪ EPS, auch verwässert (J,Q)</li> <li>▪ EBITDA (J,Q)</li> <li>▪ Keine Dividendenzahlung (J)</li> <li>▪ Jahresrendite (J)</li> <li>▪ Betriebsergebnis und Aktiva nach Sparten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Ausgaben für Forschung und Entwicklung (J)</li> <li>▪ Es gab früher Aktienlohn für Manager und Mitarbeiter (J)</li> <li>▪ Zukünftigen Leasingverbindlichkeiten (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ „SWOT-Analyse“</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J)</li> <li>▪ Mission (J)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 14001, OHSAS 18001 (J)</li> <li>▪ Einige Angaben über Marktanteile (J)</li> <li>▪ Stärke des Wettbewerbs (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Segmenten (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (Q)</li> </ul>
OTP Bank Rt. – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Firmenkapitalisierung (J)</li> <li>▪ ROAA, ROAE, EPS – auch verwässert (J,Q)</li> <li>▪ Dividende je Aktie (J,Q)</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX, zu Banken in Mitteleuropa und zu MSEU Bank-Index (J)</li> <li>▪ Depot der zurückgekauften eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten (J,Q)</li> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Optionsgewährung (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Mission (J)</li> <li>▪ Nennung einiger Risikoelemente (J)</li> <li>▪ VaR-Kapitalbedarf (J)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> <li>▪ Lebenslauf (J) bzw. Liste (Q) von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Abgeschlossene IT-Entwicklungen (J)</li> <li>▪ Anzahl der Filialen (J)</li> <li>▪ Anzahl von ATM- und POS-Terminals (J,Q)</li> <li>▪ Marktanteile in ungarischen Marktsegmenten (J,Q)</li> <li>▪ Bekannter Markenname mit Assoziationen für Stabilität (J)</li> <li>▪ Marktanteile in Teilmärkten (J)</li> <li>▪ Entwicklung des Kundstamms (J,Q)</li> <li>▪ Werbe- und Propagandakosten (J,Q)</li> <li>▪ Gewonnene Preise und Titel (J)</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Pannonplast Rt. – Kunststoffindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> <li>▪ EBITDA (J,Q)</li> <li>▪ EBITDA je Aktie (Q)</li> <li>▪ EPS (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Volumen der selbstschuldnerischen Bürgschaften (J)</li> <li>▪ Forward-Kontrakte (Q)</li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Geschäftsjahr (J)</li> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Optionsprogramm (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz und Ergebnis nach Segmenten (Q)</li> </ul>
Rába Rt. – Fahrzeugbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> <li>▪ EPS (J)</li> <li>▪ EBITDA (Q)</li> <li>▪ ROA, ROE, EBITDA-Rate (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Entwicklungsausgaben (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten (J) und sonstige Posten (Q)</li> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Aktienlohn für das Management (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Lebenslauf (J) bzw. Liste (Q) von Führungskräften</li> <li>▪ Deckungsgeschäfte für Devisenrisiken (J,Q)</li> <li>▪ Nennung weiterer Risikoelemente (J)</li> <li>▪ Vision (J)</li> <li>▪ Rechtsstreitigkeiten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz und Kapitalbindung nach Geschäftsbereichen (J,Q)</li> <li>▪ Wettbewerbssituation, -Vorteile und zukünftige Chancen von Geschäftsbereichen (J)</li> <li>▪ Militärfahrzeuglieferant des ungarischen Heeres (J,Q)</li> <li>▪ Weltpatente (ohne nähere Angaben) (J)</li> <li>▪ Kontinuierliche Entwicklungen und Innovationen (J)</li> <li>▪ ISO/TS 16949, ISO 14001, AQAP 110 (J)</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Richter Gedeon Rt. – Pharmazie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> <li>▪ Dividende je Aktie (J)</li> <li>▪ EPS, auch verwässert (J,Q)</li> <li>▪ Kursverlauf in Budapest im Vergleich zu BUX und CETOP20; Kursverlauf in London im Vergleich zu FTSE Global Pharmaceuticals und zu FTSEurofirst 300 Pharmaceuticals (J)</li> <li>▪ Firmenkaptalisierung am Periodenende (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bonusaktienprogramm an alle Mitarbeiter (J)</li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete F+E Ausgaben (J,Q)</li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Stammbuchgebühren (J)</li> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Selbstschuldnerische Bürgschaften (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der Analysten (J)</li> <li>▪ Lebenslauf (J) bzw. Liste (Q) von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J,Q)</li> <li>▪ Propagandakosten (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Beschreibung des Wettbewerbs je Region und die vorteilsgenerierenden Kompetenzen des Unternehmens (J)</li> <li>▪ Höhe Anteil der F+E-Ausgaben (J)</li> <li>▪ Neue Produkteinführungen in 2004 (je Region) (J)</li> <li>▪ Seit 1990 eingeführte Produkte (J) und deren Anteil am Umsatz (J,Q)</li> <li>▪ Erworbene Lizenzen (J)</li> <li>▪ ISO 14971 (J)</li> </ul>
Synergon Rt. – Softwarehaus	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EPS, auch verwässert (J)</li> <li>▪ EBITDA (Q)</li> <li>▪ Eigen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Risikoadequater Diskontsatz (einer ausländischen Tochtergesellschaft) (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Wettbewerbsvorteile (Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wachstum des Segments (Q)</li> <li>▪ Umsatz und Aktiva je Segment (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J)</li> <li>▪ Marketing- und Werbeausgaben (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Ausschöpfbare Markttrends nach Segmenten (Q)</li> <li>▪ ISO 9001 (J)</li> <li>▪ Produkte und -Ideen im Entwicklungsstadium (Q)</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
TVK Rt. – Petrochemie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ROE, ROA (J)</li> <li>▪ EPS, keine Verwässerung (J)</li> <li>▪ EBITDA (J,Q)</li> <li>▪ Eigene Aktien (Q)</li> <li>▪ Jahreshöchst- und Jahrestiefstkurs, Abschlussvolumen im Jahr, Firmenkaptalisierung am Jahresende (J)</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Mission, Vision (J)</li> <li>▪ Kosten eines großen F+E Projektes (J)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> <li>▪ Lebenslauf (J) bzw. Liste (Q) von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ ISO 9001, ISO 17025 (J)</li> <li>▪ Marktanteile (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz, sowie Bruttowert und kumulierte AfA des Anlagevermögens je Segment (J)</li> <li>▪ Werbekosten (J)</li> <li>▪ Zeitaufwand und Kosten für Mitarbeiterbildung (J)</li> <li>▪ Langfristbezugsverträge und -Lieferungsverträge (J)</li> </ul>
Zwack Unicum Rt. – Getränkeindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Durchschnittskurs, Abschlussvolumen, Schlusskurs (J)</li> <li>▪ EBIT-Rate, EPS (J)</li> <li>▪ Ausschüttungsquote (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Für 2 Jahre geplanter Umsatz und EBIT (J)</li> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Garantieverbindungen (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Produktfokus (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> <li>▪ Plan-Umsatz und -EBIT für die nächsten zwei Jahre (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der IT-Entwicklungen (J)</li> <li>▪ Fachliche Preise für Produkte (J)</li> <li>▪ Kosten für Kunden und Marketing (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>
<b>Firma und Sparte (Kat B.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Agrimill-Agrimpex Rt. – Lebensmittelhersteller	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> <li>▪ ROA, ROE (J)</li> <li>▪ EPS, keine Verwässerung (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zwei geschützte Markennamen (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen und Tätigkeitsfeldern (J)</li> <li>▪ Marketingkosten (J)</li> </ul>
BIF Rt. – Immobilienverwaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Für Gesellschaftszwecke gesperrte Aktien (J)</li> <li>▪ ROE (J)</li> <li>▪ Eigene Aktien (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>

Csepel Holding Rt. – Werkzeugmaschinenbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ROE, ROA (J)</li> <li>▪ EPS (J,Q)</li> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktivierte Kosten von Forschung und Entwicklung im Geschäftsjahr (J)</li> <li>▪ Anlagespiegel (lückenhafte Tabelle) (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ „Mission“ (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz und Produktionswert pro Mitarbeiter (J)</li> <li>▪ Werbekosten (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>
Domus Rt. – Möbelhandel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ROE (J)</li> <li>▪ EPS (J)</li> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Keine außerbilanzielle Posten (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Veränderung des Pro-Kunden-Umsatzes (J)</li> <li>▪ Kosten für Werbung und Propaganda (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>
econet.hu Rt. – Online-Handel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> <li>▪ ROE, ROA (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Keine Forschung und Entwicklung (J)</li> <li>▪ Wichtige außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Detailliert über operative und administrative Risiken (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Drei strategische Segmente (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Kosten für Anzeigen, Werbung und Propaganda (J)</li> <li>▪ Grid-Technologie (Q)</li> </ul>
EHEP Rt. – Fondsverwaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> <li>▪ EPS (J)</li> <li>▪ Buchwert der Aktien (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung eigener spezifischer Risiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter = 0 (J,Q)</li> </ul>
ELMŰ Rt. – Stromanbieter	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Übertragungsverlust im Stromnetz (J,Q)</li> </ul>
ÉMÁSZ Rt. – Stromanbieter	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Übertragungsverlust im Stromnetz (J,Q)</li> </ul>

Forrás Rt. – Vermögensverwaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001 (J)</li> <li>▪ Anzahl der Arbeitnehmer (J,Q)</li> <li>▪ Aufbau eines umweltorientierten Managementsystems (J)</li> <li>▪ Ergebnisse von zwei Tätigkeitsfeldern (J)</li> </ul>
FreeSoft Rt. – IT-Dienstleister	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Schlusskurs (J)</li> <li>▪ ROA, ROS (J)</li> <li>▪ EPS (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ „Mehrwert“ (J)</li> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J)</li> <li>▪ Wettbewerbsrelevante Fähigkeiten (nach Bereichen) (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001 (J,Q)</li> <li>▪ International anerkannter ORACLE-Partner (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J)</li> </ul>
Gardénia Rt. – Gardinenherstellung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dividende je Aktie (J)</li> <li>▪ Anzahl der Kontrakte, Handelsvolumen, Durchschnittskurs, Schluss-, Höchst- und Tiefstkurs (J)</li> <li>▪ Jährliche Kursänderung im Vergleich zu BUX (J)</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen und Vertriebskanälen (J)</li> <li>▪ Anzahl der Kunden (J)</li> <li>▪ Kosten für Werbung, Propaganda und Marktforschung (J)</li> </ul>
Humet Rt. – Wirkstoffherstellung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Struktur der Eigentümer nicht bekannt (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Inländischer Umsatz nach Produkten, ausländischer Umsatz nach Regionen (J)</li> </ul>
Hungagent Rt. – Vermögensverwaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Ergebnisplan für das nächste Jahr (J)</li> <li>▪ Keine Garantien (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J)</li> <li>▪ Keine außerbilanziellen Verbindlichkeiten (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> <li>▪ Gewinnplan für das nächste Jahr (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Qualifikationen für Produkte (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen (J)</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter (J)</li> </ul>

Kartonpack Rt. – Kartonherstellung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Optionen für Topmanager (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J)</li> <li>▪ ISO 9001, ISO 14001 (J)</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter (J)</li> </ul>
Konzum Rt. – Einzelhandel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz nach Tätigkeitsbereichen (J)</li> <li>▪ Kosten für Anzeigen und Werbung (J)</li> </ul>
Novotrade Rt. – Vermögensverwaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> <li>▪ Kursverlauf in Budapest und Deutschland (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Geschäftspolitisches Konzept (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ Umsatz nach Geschäftsbereichen (J)</li> <li>▪ Kosten für Anzeigen, Werbung und Propaganda (J)</li> </ul>
Pannon-Váltó Rt. – Immobilienhandel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>
Pannonflax Rt. – Leinweberei	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eröffnung- und Schlusskurs, Höchst- und Tiefstkurs (J)</li> <li>▪ Kursverlauf nach Monaten und im Vergleich zu drei vergangenen Jahren (J)</li> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Höhe der F+E-Ausgaben (J)</li> <li>▪ Anzahl der Produkteinführungen (J)</li> <li>▪ Grand Prix unter den ungarischen Produkten (J)</li> <li>▪ ISO 9001 (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Vertriebskanälen (J)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>

Phylaxia Pharma Rt. – Veterinärpharmazie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA (J,Q)</li> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Einige Eckwerte für das kommende Jahr (J)</li> <li>▪ Zielsegment (Q)</li> <li>▪ Erwartete Entwicklung des Marktes (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Erwerb von Auslandsverkaufslizenzen (J,Q)</li> <li>▪ Anteil der ausländischen Umsätze (Q)</li> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>
Quaestor Rt. – Wertpapierhandel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>
Skoglund Holding Rt. – Immobilienentwicklung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kursverlaufskurve (J)</li> <li>▪ ROS, ROE und ROA (falsch berechnet) (J)</li> <li>▪ Eigene Aktien (Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Strategiewechsel (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (Q)</li> <li>▪ Liste der Vorstandsmitglieder (J)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> </ul>
Székesfehérvári Hűtőipari Rt. – Tiefkühlwarenherstellung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigene Aktien (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel (J)</li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete F+E-Ausgaben im Geschäftsjahr (J)</li> <li>▪ Bürgschaften (J)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Posten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Struktur der Eigentümer (J,Q)</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken (J)</li> <li>▪ Liste der leitenden Angestellten (J,Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Mitarbeiter (J,Q)</li> <li>▪ ISO 9001, ISO 9002, HACCP, EFSIS (J)</li> <li>▪ Einsatz von modernen Technologien (J)</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen und Tätigkeitsfeldern (J)</li> </ul>

## Anhang IV: Zusammengeführte, aggregierte und bereinigte originäre Datenbank zur Auswertung der Hypothesen über das Value Reporting

Firma und Sparte (Kat A.)	Total Return Reporting	Value Added Reporting	Strategic Advantage Reporting	Angaben zu Intangibles
Antenna Hungária Rt. – Infrastrukturdienstleister für Programmübertragungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktueller Kursverlauf</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX, Matáv, Synergon, Graphisoft und Buxmix</li> <li>▪ EBIT, EBIT pro Kopf, EBITDA, EBITDA-Rate</li> <li>▪ Betriebsergebnis und Aktiva nach Sparten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der zukünftigen Leasingverbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Strategie im Allgemeinen und strategische Ziele für das aktuelle Jahr</li> <li>▪ Nennung von drei Finanzrisiken (sie werden nicht gemagt)</li> <li>▪ Zinsabdeckung ist kein Risiko</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter</li> <li>▪ Bildungsaufwendungen im Jahr</li> <li>▪ Umsatz nach Produkten und Sparten</li> <li>▪ VIP-Kunden</li> </ul>
Borsodchem Rt. – Petrolchemie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vergangener und aktueller Kursverlauf (BÉT, Warschau, London)</li> <li>▪ Höchst- und Tiefstkurs (BÉT, Warschau, London)</li> <li>▪ Abschlussvolumen</li> <li>▪ EBIT, EBITDA</li> <li>▪ Dividende je Aktie</li> <li>▪ EBITDA-Rate und Kursverlauf im Vergleich zu Konkurrenten</li> <li>▪ Zweck der Haltung von eigenen Aktien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mitarbeiter erhalten Aktienlohn</li> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Zukünftige und Eventualverbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Keine sicherheits-technische Lücke</li> <li>▪ Grundsätze des Managements von Kursrisiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Es gibt Markteintrittsbarrieren</li> <li>▪ Umsatz nach Produkten, Regionen und Tätigkeitsfeldern</li> <li>▪ EBITDA nach Produkten (nach strategischen Geschäftseinheiten)</li> <li>▪ Umsatz, Aktiva, Verbindlichkeiten und Amortisation nach Sparten</li> <li>▪ IPPC-Bescheinigung</li> <li>▪ ISO 9001 und 14001</li> <li>▪ Abnahme der Anzahl von Kundenreklamationen</li> <li>▪ Innovationspreise</li> <li>▪ F+E-Aufwendung je Sparte</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter</li> <li>▪ Höhe der Bildungskosten</li> </ul>

Firma und Sparte (Kat A.)	Total Return Reporting	Value Added Reporting	Strategic Advantage Reporting	Angaben zu Intangibles
Danubius Rt. – Hotellerie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Monatliche und jährliche Abschlussdaten, Höchst- und Tiefstkurse</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX (grafisch)</li> <li>▪ Anzahl von Abschlüssen, von gehandelten Papieren, sowie Durchschnittskurs</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vision</li> <li>▪ Einige Risikoelemente in je einem Satz erwähnt</li> <li>▪ Kein Management von Finanzrisiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Verkaufsbüros</li> <li>▪ Liste der Partner-Gesundheitskassen</li> <li>▪ Marktanteil nach Hotelkategorien und Ländern</li> <li>▪ Umsatz nach Tätigkeitsfeldern und Ländern</li> <li>▪ Kategorisierung der Hotels</li> <li>▪ Bildungskosten</li> <li>▪ Detaillierung der immateriellen Güter</li> </ul>
DÉMÁSZ Rt. – Stromanbieter	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eröffnungs-, Höchst- und Tiefstkurs</li> <li>▪ Wert des Börsenhandels</li> <li>▪ Schlusskurse pro Jahr und deren Verhältnis zu BUX-Abschlusswerten</li> <li>▪ Detaillierte Erklärung von außergewöhnlichen Kursprüngen</li> <li>▪ Dividende je Aktie</li> <li>▪ EBITDA-Rate</li> <li>▪ EBITDA von mehreren Jahren mit Quartalsdaten</li> <li>▪ Bruttodividende</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leistungsabhängige Vergütung für jeden Mitarbeiter</li> <li>▪ Die variablen Lohnanteile orientieren sich NICHT an wertorientierte Größen</li> <li>▪ Das Unternehmen wird NICHT wertorientiert geführt</li> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Forschungs- und Entwicklungsausgaben (Höhe, Struktur, Zweck)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der laufenden Streitigkeiten</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften</li> <li>▪ Liste der Analysten</li> <li>▪ KEINE Veröffentlichung der Geschäftsstrategie</li> <li>▪ KEINE Veröffentlichung von Informationen über das Risikomanagement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bildungskosten absolut und in % der Personalkosten</li> <li>▪ Mitarbeiterstruktur nach Qualifikation</li> <li>▪ Bilanz und GuV pro Geschäftsfeld</li> <li>▪ Kundenauszeichnungen</li> <li>▪ Zufriedenheit der Kunden</li> <li>▪ Stand des Messgeräts auch per SMS meldbar</li> <li>▪ Geplantes neues IT-System</li> <li>▪ Niedriger Übertragungsverlust im Stromnetz</li> <li>▪ ISO 9001, ISO 14001 und OHSAS 18001</li> <li>▪ Gute Position in der gesetzlichen Versorgung</li> <li>▪ Genaue Kundendatenbank</li> <li>▪ Schnelles Call Center</li> <li>▪ Kármán-Tódor-Preis</li> <li>▪ Langfristbezugsverträge und einige Langfristlieferverträge</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Egis Rt. – Pharmazie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wachstum im Vergleich zum Gesamtmarkt</li> <li>▪ Zeitreihe der Dividenden je Aktie</li> <li>▪ Ergebnis je Aktie (EPS)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktivierte Forschungsleistungen in der Periode</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl von neu eingeführten Produkten</li> <li>▪ Kursabsicherungsgeschäfte</li> <li>▪ Wert der Devisentermingeschäfte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Deckungsbeitrag, EBIT und Umsatz nach Regionen und Produkten</li> <li>▪ Anzahl der ins Stammbuch eingetragenen Medikamente, Anteil der F+E-Ausgaben, Anzahl der Beschäftigten (veraltete Angaben)</li> <li>▪ Umsatz und -Anteil aus Produkteinführungen in den letzten 8 Jahren</li> </ul>
FHB Rt. – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktueller Kurs</li> <li>▪ Kursvolatilität</li> <li>▪ Höchst- und Tiefstkurse im Jahr und in der Vergangenheit</li> <li>▪ EBIT und P/E quartalsweise (aber ohne Angaben zum lfd. Jahr)</li> <li>▪ P/BV (Kurs zu Buchwert)</li> <li>▪ Dividende je Aktie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Richtlinie über das Managementvergütungssystem</li> <li>▪ KEINE Option an die Mitarbeiter</li> <li>▪ Kostenlose zweijährige Optionsgewährung für das Management</li> <li>▪ Kostenlose zweijährige Optionsgewährung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Emissionsprogramm für zwei Jahre</li> <li>▪ Grundsätze des Risikomanagements, Übersicht des Prozesses</li> <li>▪ Vision</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gewonnene Preise</li> <li>▪ Konkrete IT-Investitionen</li> <li>▪ Netzwerk von Vertriebsplätzen (Partnerbanken)</li> <li>▪ Marktanteil im Pfandbriefmarkt</li> <li>▪ Rating von Moody's</li> <li>▪ Fluktuation</li> </ul>
FOTEX Rt. – Handel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Betriebsergebnis und gebundenes Kapital nach Sparten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Zukünftige Leasingverbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hohe Devisenrisiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der Markenname</li> <li>▪ Umsatz, Verbindlichkeiten nach Sparten</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Globus Rt. – Konservenindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA, EBITDA-Rate</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leasingverbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission</li> <li>▪ Strategische Stoßrichtungen</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> <li>▪ Kursabsicherungsgeschäfte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EUREPGAP, ISO 9001, ISO 9002, IFS, EFSIS, BIO-KONTROLL; detaillierte Beschreibung und Erläuterung des ISO 14001- Systems</li> <li>▪ Neues IT-System</li> <li>▪ Liste und Reputation der Markennamen</li> <li>▪ Marktanteile in der EU</li> <li>▪ Globale Marktpräsenz</li> <li>▪ Umsatz nach Produkten</li> <li>▪ Stärke des Wettbewerbs</li> <li>▪ Auszeichnungen für Produkte</li> </ul>
Graphisoft N.V. – Softwarehaus	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wert der Managementoptionen</li> <li>▪ Höhe der verrechneten zahlungsunwirksamen Kosten</li> <li>▪ Wert der Optionen</li> <li>▪ Inputdaten für die Optionsbewertung</li> <li>▪ Leasingverbindlichkeiten</li> <li>▪ Dividende auf Mitarbeiteraktien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission</li> <li>▪ Kursabsicherungsgeschäfte</li> <li>▪ Volltext der Analystenberichte (auf der Homepage, aber veraltet)</li> <li>▪ Markttrends</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wiederverkäufernetz für ArchiCAD</li> <li>▪ Vorrangige Produkte und deren Märkte</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen und Segmenten</li> <li>▪ Betriebsergebnis je Segment</li> <li>▪ Höhe und Veränderung der Vertriebs- und Marketingausgaben</li> <li>▪ Gewonnene Preise</li> </ul>
Inter-Európa Bank Rt. – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eröffnungs- und Schlusskurs</li> <li>▪ Höhe der Dividende</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wettbewerbsstrategie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Kunden</li> <li>▪ Werbe- und Marketingkosten</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Linamar Rt. – Maschinenbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Betriebsergebnis und Aktiva nach Sparten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Es gibt ein Optionsprogramm (jedoch aktuell keine Optionen vergeben)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vision, Mission</li> <li>▪ Strategische „Ziele“</li> <li>▪ Finanzielle und andere marktbezogene Risiken</li> <li>▪ Grundsätze des Risikomanagements</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bildungskosten</li> <li>▪ Umsatz nach Geschäftsbereichen</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> </ul>
Magyar Telekom Rt. – Telekommunikation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Höhe der Dividende</li> <li>▪ EBITDA</li> <li>▪ Höchst- und Tiefstkurs</li> <li>▪ Zweck der Haltung von eigenen Aktien</li> <li>▪ Ergebnis und Aktiva nach Sparten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Höhe des risikofreien Zinssatzes</li> <li>▪ Aktueller Konzerndiskontsatz</li> <li>▪ Gewogener Durchschnittzinssatz der Kredite</li> <li>▪ Optionsprogramm für das Management</li> <li>▪ Leasingverbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission</li> <li>▪ Strategie (zerstreut, für verschiedene Zeiträume und mit unterschiedlichem Inhalt)</li> <li>▪ Strategische Ziele und Wettbewerbsvorteile je Geschäftsbereich</li> <li>▪ Umfassendes Risikomanagementsystem</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften</li> <li>▪ Nennung von Finanzrisiken</li> <li>▪ Laufende Rechtsstreite und Aufsichtsfälle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 14001</li> <li>▪ Lieferantenbewertungssystem</li> <li>▪ Durchschnittliche Werbekosten pro Neukunde</li> <li>▪ Liste der F+E-Partnerschaften</li> <li>▪ Marktanteile und Verbindlichkeiten je Geschäftsbereich</li> <li>▪ Umsatz und Aktiva nach Regionen</li> <li>▪ Veränderung in der Anzahl von Pre-Paid-Kunden</li> <li>▪ Stärke des Branchenwettbewerbs</li> <li>▪ Stellung als Anbieter mit bedeutender Marktmacht</li> <li>▪ Marketingkosten</li> <li>▪ Churn Rate bei Pre-Paid Handy-Kunden</li> <li>▪ UMTS-Lizenz</li> <li>▪ Gewonnene Preise</li> <li>▪ Bonitätsrating</li> </ul>

Firma und Sparte (Kat A.)	Total Return Reporting	Value Added Reporting	Strategic Advantage Reporting	Angaben zu Intangibles
MOL Rt. – Mineralölkonzern	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA</li> <li>▪ Firmenkaptalisierung am Jahresende</li> <li>▪ Abschlussvolumen und Schlusskurse pro Quartal</li> <li>▪ Anzahl der eigenen Aktien und die dazu gehörige Käufermächtigung</li> <li>▪ EBITDA, Betriebsergebnis und Aktiva nach Sparten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel mit Angaben über die geleasteten Vermögenselemente</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten</li> <li>▪ Detaillierte Beschreibung des langfristigen Anreizprogramms</li> <li>▪ Jährliche Kosten für Forschung und Entwicklung von Erdöl- und Gasfeldern</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission (auch für eine Division), Vision</li> <li>▪ Strategie für 2003-2005</li> <li>▪ Ziele je Segment</li> <li>▪ Lieferantenbeurteilungssystem</li> <li>▪ Management von Finanzrisiken</li> <li>▪ Rechtsstreitigkeiten</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tankstellennetz</li> <li>▪ Marktanteile und Umsatz nach Segmenten</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> <li>▪ Werbeausgaben</li> <li>▪ Marktanteil im (Treibstoff-)Einzelhandel</li> <li>▪ ISO 9002, ISO 14001</li> <li>▪ EBK-Aktivitäten und -Ergebnisse (Gesundheits-, Unfall- und Umweltschutz)</li> <li>▪ Erfolg von Bohrungen</li> <li>▪ Zufriedene Mitarbeiter</li> <li>▪ Nachgewiesener Nettobestand an Kohlenwasserstoffen</li> <li>▪ Langfristige Kaufverträge für Öl und Gas</li> <li>▪ Strategische Partnerschaften (ohne genauere Angaben)</li> </ul>
NABI Rt. – Fahrzeugbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kursverlauf und Renditeentwicklung im Vergleich zu BUX</li> <li>▪ Handelsvolumen</li> <li>▪ Durchschnittskurs, Volatilität, Firmenkaptalisierung, P/E</li> <li>▪ EBIT, EBITDA, „Nettoergebnis“</li> <li>▪ Keine Dividendenzahlung</li> <li>▪ Jahresrendite</li> <li>▪ Betriebsergebnis und Aktiva nach Sparten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Ausgaben für Forschung und Entwicklung</li> <li>▪ Es gab früher Aktienlohn für Manager und Mitarbeiter</li> <li>▪ Zukünftigen Leasingverbindlichkeiten</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ „SWOT-Analyse“</li> <li>▪ Liste der Analysten</li> <li>▪ Mission</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 9002, ISO 14001, OHSAS 18001</li> <li>▪ Vollständiges CAD-Design</li> <li>▪ Gewonnene Preise für Produkte</li> <li>▪ Eingetragenes Patent</li> <li>▪ Sonstige Ergebnisse der Entwicklungstätigkeit</li> <li>▪ Einige Angaben über Marktanteile</li> <li>▪ Stärke des Wettbewerbs</li> <li>▪ Umsatz nach Segmenten</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
OTP Bank Rt. – Geldinstitut	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dividende je Aktie</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX, zu Banken in Mitteleuropa und zu MSEU Bank-Index</li> <li>▪ Firmenkaptalisierung im Vergleich zu Konkurrenz-Bankengruppen</li> <li>▪ Firmenkaptalisierung zu Eigenkapital im Vergleich zu Konkurrenten</li> <li>▪ Depot der zurückgekauften eigenen Aktien und die konkrete Ermächtigung der Hauptversammlung dazu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten</li> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Optionsgewährung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Analyse der Markttrends (manchmal für ein konkretes Segment)</li> <li>▪ Aktuelle Strategie (nach Märkten, Ländern und Produkten) untermauert mit detaillierten Rechnungen</li> <li>▪ Produktprioritäten und Zielmärkte</li> <li>▪ Pläne unterteilt nach Ländern</li> <li>▪ Wachstumsrate nach Märkten</li> <li>▪ Planwerte für Kennzahlen (z.B. Marktanteile)</li> <li>▪ Risiko durch Basel II (ohne konkrete Angaben)</li> <li>▪ Liste der Analysten</li> <li>▪ Mission</li> <li>▪ Nennung einiger Risikoelemente</li> <li>▪ VaR-Kapitalbedarf</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter</li> <li>▪ Rating-Daten von Fitch IBCA, S&amp;P, Moody's, Capital Intelligence</li> <li>▪ Abgeschlossene IT-Entwicklungen</li> <li>▪ Anzahl der Filialen</li> <li>▪ Anzahl von ATM- und POS-Terminals</li> <li>▪ Ausländische Partnerbanken</li> <li>▪ Marktanteile nach Regionen und nach Segmenten</li> <li>▪ Einige Angaben bzgl. Kundenzufriedenheit</li> <li>▪ Bekannter Markenname mit Assoziationen für Stabilität</li> <li>▪ Marktanteile in Teilmärkten</li> <li>▪ Entwicklung des Kundenstamms</li> <li>▪ Werbe- und Propagandakosten</li> <li>▪ Gewonnene Preise und Titel</li> </ul>
Pannonplast Rt. – Kunststoffindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA, EBITDA je Aktie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Forward-Kontrakte</li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Geschäftsjahr</li> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Optionsprogramm</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter</li> <li>▪ Umsatz und Ergebnis nach Segmenten</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Rába Rt. – Fahrzeugbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tiefst- und Höchstkurs, Volatilität, P/E</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX</li> <li>▪ EBIT, EBITDA</li> <li>▪ EBITDA-Rate</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Entwicklungsausgaben</li> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Aktienlohn für das Management</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ „Zeitlose“ Holdingstrategie</li> <li>▪ Ziele, Risiken und Chancen für drei Geschäftsbereiche (GB)</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften</li> <li>▪ Deckungsgeschäfte für Devisenrisiken, Nennung weiterer Risikoelemente</li> <li>▪ Vision</li> <li>▪ Rechtsstreitigkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rába Ring</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> <li>▪ Umsatz und Kapitalbindung nach GBs</li> <li>▪ Wettbewerbssituation, -Vorteile und zukünftige Chancen von GBs</li> <li>▪ Militärfahrzeuglieferant des ungarischen Heeres</li> <li>▪ Weltpatente (ohne nähere Angaben)</li> <li>▪ Kontinuierliche Entwicklungen und Innovationen</li> <li>▪ ISO/TS 16949, ISO 14001, AQAP 110</li> </ul>
Richter Gedeon Rt. – Pharmazie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Entwicklung der Tageskurse (BÉT und London)</li> <li>▪ EBIT</li> <li>▪ Dividende je Aktie</li> <li>▪ Gründe für den Kauf von eigenen Aktien</li> <li>▪ Kursverlauf in Budapest im Vergleich zu BUX und CETOP20; Kursverlauf in London im Vergleich zu FTSE Global Pharmaceuticals und zu FTSEurofirst 300 Pharmaceuticals</li> <li>▪ Firmenkaptalisierung am Periodenende</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bonusaktienprogramm an alle Mitarbeiter</li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete F+E-Ausgaben</li> <li>▪ Als Aufwand verrechnete Stammbuchgebühren</li> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Selbstschuldnerische Bürgschaften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Liste der Analysten</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> <li>▪ Propagandakosten</li> <li>▪ Internationale Präsenz</li> <li>▪ Beschreibung des Wettbewerbs je Region und die relevanten Kompetenzen</li> <li>▪ Liste der Referenzapotheken</li> <li>▪ Arzneimittelzulassungen</li> <li>▪ Innovationspreis</li> <li>▪ F+E-Ausgaben (HUF und %)</li> <li>▪ Patente (allgemein)</li> <li>▪ Neue Produkteinführungen in 2004 (je Region)</li> <li>▪ Seit 1990 eingeführte Produkte und deren % am Umsatz</li> <li>▪ Erworbene Lizenzen</li> <li>▪ ISO 14001, ISO 14971</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Synergon Rt. – Softwarehaus	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA</li> <li>▪ Volatilität, P/E, Firmenkapitalisierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Risikoadäquater Diskontsatz (einer ausländischen Tochtergesellschaft)</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Strategie (ohne Jahreszahl)</li> <li>▪ Wettbewerbsvorteile</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wachstum des Segments</li> <li>▪ Umsatz und Aktiva je Segment</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> <li>▪ Marketing- und Werbeausgaben</li> <li>▪ Ausschöpfbare Markttrends nach Segmenten</li> <li>▪ Potenzieller NATO-Lieferant</li> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Qualifizierung der Produkte</li> <li>▪ Produkte und -Ideen im Entwicklungsstadium</li> </ul>
TVK Rt. – Petrolchemie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ P/E, Firmenkapitalisierung, Volatilität, EBIT, EBITDA, Dividende je Aktie</li> <li>▪ EBIT zu Umsatz im Vergleich zu zwei Konkurrenten</li> <li>▪ Jahreshöchst- und Jahrestiefstkurs, Abschlussvolumen im Jahr</li> <li>▪ Kursverlauf im Vergleich zu BUX</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission, Vision</li> <li>▪ Kosten eines großen F+E Projektes</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> <li>▪ Lebenslauf von Führungskräften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 17025</li> <li>▪ Umweltorientiertes Managementsystem</li> <li>▪ Marktanteile</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> <li>▪ Umsatz, sowie Bruttowert und kumulierte AfA des Anlagevermögens je Segment</li> <li>▪ Werbekosten</li> <li>▪ Zeitaufwand und Kosten für Mitarbeiterbildung</li> <li>▪ Langfristbezugsverträge und -Lieferungsverträge</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat A.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Zwack Unicum Rt. – Getränkeindustrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Durchschnittskurs, Schlusskurs, Abschlussvolumen, Volatilität</li> <li>▪ EBIT-Rate</li> <li>▪ Ausschüttungsquote</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Für 2 Jahre geplanter Umsatz und EBIT</li> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Garantieverbindungen</li> <li>▪ Außerbilanzielle Verbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission (unter anderem Namen)</li> <li>▪ Produktfokus</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> <li>▪ Plan-Umsatz und -EBIT für die nächsten zwei Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Wert der IT-Entwicklungen</li> <li>▪ Dealer im Ausland (ohne konkrete Absatzangaben)</li> <li>▪ Fachliche Preise für Produkte</li> <li>▪ Kosten für Kunden und Marketing</li> </ul>

<b>Firma und Sparte (Kat B.)</b>	<b>Total Return Reporting</b>	<b>Value Added Reporting</b>	<b>Strategic Advantage Reporting</b>	<b>Angaben zu Intangibles</b>
Agrimill-Agrimpex Rt. – Lebensmittelhersteller		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zwei geschützte Markennamen</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen und Tätigkeitsfeldern</li> <li>▪ Marketingkosten</li> </ul>
BIF Rt. – Immobilienverwaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Für Gesellschaftszwecke gesperrte Aktien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>		
Csepel Holding Rt. – Werkzeugmaschinenbau	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ergebnis je Aktie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktivierte Forschungs- und Entwicklungskosten im Geschäftsjahr</li> <li>▪ Anlagespiegel (lückenhafte Tabelle)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ „Mission“</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 14001</li> <li>▪ Umsatz und Produktionswert pro Mitarbeiter</li> <li>▪ Werbekosten</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> </ul>
Domus Rt. – Möbelhandel	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ergebnis je Aktie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Keine außerbilanzielle Verbindlichkeiten</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Veränderung des Pro-Kunden-Umsatzes</li> <li>▪ Kosten für Werbung und Propaganda</li> </ul>
econet.hu Rt. – Online-Handel		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Keine Forschung und Entwicklung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Detailliert über operative und administrative Risiken</li> <li>▪ Drei strategische Segmente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kosten für Anzeigen, Werbung und Propaganda</li> <li>▪ Grid-Technologie</li> </ul>
EHEP Rt. – Fondsverwaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ergebnis je Aktie</li> <li>▪ Buchwert der Aktien</li> </ul>			

ELMÚ Rt. – Stromanbieter			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission</li> <li>▪ Qualitätspolitik</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Übertragungsverlust im Stromnetz</li> <li>▪ Qualifizierte Lieferanten</li> </ul>
ÉMÁSZ Rt. – Stromanbieter			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Übertragungsverlust im Stromnetz</li> <li>▪ Qualifizierte Lieferanten</li> </ul>
Forrás Rt. – Vermögensverwaltung			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Aufbau eines umweltorientierten Managementsystems</li> <li>▪ Ergebnisse von zwei Tätigkeitsfeldern</li> </ul>
FreeSoft Rt. – IT-Dienstleister	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Schlusskurs</li> <li>▪ Ergebnis je Aktie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ „Mehrwert“</li> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mission, strategische Ziele</li> <li>▪ Wettbewerbsrelevante Fähigkeiten (nach Bereichen)</li> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ International anerkannter ORACLE-Partner</li> </ul>
Gardénia Rt. – Gardinenherstellung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dividende je Aktie</li> <li>▪ Anzahl der Kontrakte, Durchschnittskurs, Handelsvolumen, Schluss-, Höchst- und Tiefstkurs</li> <li>▪ Jährliche Kursänderung im Vergleich zu BUX</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nennung der Kernkompetenz</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausschließliche Distributionsrechte</li> <li>▪ ISO 9001</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen und Vertriebskanälen</li> <li>▪ Anzahl der Kunden</li> <li>▪ Kosten für Werbung, Propaganda und Marktforschung</li> </ul>
Humet Rt. – Wirkstoffherstellung		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Spezifischer Grundstoff</li> <li>▪ Inländischer Umsatz nach Produkten, ausländischer Umsatz nach Regionen</li> </ul>
Hungagent Rt. – Vermögensverwaltung		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Ergebnisplan für das nächste Jahr</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> <li>▪ Gewinnplan für das nächste Jahr</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Qualifikationen für Produkte</li> <li>▪ Umsatz nach Regionen</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter</li> </ul>

Kartonpack Rt. – Kartonherstellung		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> <li>▪ Optionen für Topmanager</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ISO 9001, ISO 14001</li> <li>▪ Umsatz pro Mitarbeiter</li> </ul>
Konzum Rt. – Einzelhandel		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktuelle Ereignisse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz nach Tätigkeitsbereichen</li> <li>▪ Kosten für Anzeigen und Werbung</li> </ul>
Novotrade Rt. – Vermögensverwaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kursverlauf in Budapest und Deutschland</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Geschäftspolitisches Konzept</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Umsatz nach Geschäftsbereichen</li> <li>▪ Kosten für Anzeigen, Werbung und Propaganda</li> </ul>
Pannon-Váltó Rt. – Immobilienhandel		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagespiegel</li> </ul>		
Pannonflax Rt. – Leinweberei	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eröffnung- und Schlusskurs, Höchst- und Tiefstkurs</li> <li>▪ Kursverlauf nach Monaten und im Vergleich zu drei vergangenen Jahren</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nennung einiger Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Höhe der F+E Ausgaben</li> <li>▪ Anzahl der Produkteinführungen</li> <li>▪ Grand Prix unter den ungarischen Produkten</li> <li>▪ ISO 9001, AQAP</li> <li>▪ Umsatz nach Vertriebskanälen</li> </ul>
Phylaxia Pharma Rt. – Veterinärpharmazie	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBITDA</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Einige Eckwerte für das kommende Jahr</li> <li>▪ Zielsegment</li> <li>▪ Erwartete Entwicklung des Marktes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Qualitätsmanagementsystem ohne Zertifizierung</li> <li>▪ Angestellte Forscher und gemeinsame Forschungsprojekte mit Universitäten</li> <li>▪ Erwerb von Auslandsverkaufslizenzen</li> <li>▪ Anteil der ausländischen Umsätze</li> </ul>
Quaestor Rt. – Wertpapierhandel			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nennung der Kernkompetenzen</li> <li>▪ Zukünftige Entwicklungslinien</li> </ul>	

Skoglund Holding Rt. – Immobilienentwicklung	▪ Kursverlaufskurve	▪ Anlagespiegel	▪ Strategiewechsel	
Székesfehérvári Hűtőipari Rt. – Tiefkühlwarenherstellung		▪ Anlagespiegel ▪ Als Aufwand verrechnete F+E-Ausgaben im Geschäftsjahr	▪ Nennung einiger Risiken	▪ ISO 9001, ISO 9002, HACCP, EFSIS ▪ Einsatz von modernen Technologien ▪ Umsatz nach Regionen und Tätigkeitsfeldern

## Anhang V: Abschließende Beurteilung der Forschungshypothesen

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