

Prof. Dr. *Wolfgang Schultze* ist Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftsprüfung und Controlling an der Universität Augsburg.

# Wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting)

## Konzeptioneller Rahmen und Anwendung bei deutschen börsennotierten Unternehmen

Wolfgang Schultze, Leif Steeger und Bettina Schabert

Dipl.-Kfm. *Leif Steeger* ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftsprüfung und Controlling an der Universität Augsburg.

*Bettina Schabert* ist studentische Hilfskraft am Lehrstuhl für Wirtschaftsprüfung und Controlling an der Universität Augsburg.

Der wertorientierten Berichterstattung wird im Zuge der kapitalmarktorientierten Rechnungslegung immer mehr Bedeutung zugeschrieben. Dieser Beitrag analysiert das Value Reporting deutscher Unternehmen hinsichtlich zusätzlicher, bewertungsrelevanter Informationen. Neben der Funktion des Value Reporting wird ein Rahmenkonzept wertorientierter Berichterstattung erläutert. Ein darauf aufbauender Anforderungskatalog wird zur empirischen Untersuchung herangezogen. In einem Zeitraum von 2000 bis 2005 wird die Entwicklung bzw. der jüngste Stand des Value Reporting in Deutschland aufgezeigt und anhand der Ergebnisse werden Verbesserungsmöglichkeiten für die Praxis identifiziert.

### 1. Einleitung

Die Rechnungslegung dient dazu, den Jahresabschlussadressaten Informationen zur wirtschaftlichen Entscheidungsunterstützung bereitzustellen (vgl. IFRS-F 1.12; IFRS-F 1.14). Häufig basieren Anlageentscheidungen auf Bewertungen, daher ist eine „Wertorientierung“ in der Berichterstattung von zentraler Bedeutung. Finanzanalysten verwenden Jahresabschlussinformationen, um Prognosen über zukünftige Gewinne zu treffen, die als Eingangsgrößen für Bewertungsmodelle dienen. Aus diesem Grund ist die Wertrelevanz der Jahresabschlussinformationen das Ziel vieler Studien. Einige davon haben allerdings gezeigt, dass Jahresabschlussinformationen oftmals nicht ausreichend für den Zweck der Bewertung sind. Folglich werden zusätzliche Informationen benötigt, um eine aussagekräftige Bewertung ableiten zu können, was zunehmend Einfluss auf die Entwicklung der unternehmerischen Berichterstattung nimmt. Diese zusätzliche, wertorientierte Berichterstattung wird in der deutschen Literatur gewöhnlich als „Value Reporting“ bezeichnet.

Aus der Perspektive der Jahresabschlussersteller kommt nun die Frage auf, welche Art der zusätzlichen Information benötigt wird. Die Frage kann entweder durch die direkte Befragung der Adressaten zu ihren Informationsbedürfnissen oder durch

Ableitungen aus der Bewertungstheorie oder aber durch Erfahrungen der Ersteller erörtert werden. Hieraus wurde ein umfassendes Rahmenkonzept zum Value Reporting (VR) abgeleitet (vgl. *Ruhwedel/Schultze*, 2004), das auch dieser Untersuchung zugrunde liegt. Darauf basierend untersucht dieser Beitrag die Berichtspraxis der Geschäftsberichte der hundert größten deutschen Unternehmen von 2000 bis 2005. Die vorliegende empirische Untersuchung stellt eine Fortsetzung der bisherigen Zeitreihenuntersuchung der wertorientierten Berichterstattung in Deutschland dar (vgl. *Ruhwedel/Schultze*, 2002) und hat zum Ziel, die Entwicklung des gegenwärtigen Value Reporting in Deutschland aufzuzeigen und weitere Verbesserungsmöglichkeiten in der Praxis zu identifizieren.

### 2. Funktionen des Value Reporting

Ziel einer wertorientierten Berichterstattung ist durch die Bereitstellung bewertungsrelevanter Informationen die Unternehmensbewertung für Unternehmensexterne zu erleichtern. Sie soll zur Klärung der Differenzen zwischen dem bilanziellen Eigenkapital, dem aktuellen Börsenwert und dem „inneren“ Unternehmenswert, der sich bei Kenntnis aller relevanten Informationen ergeben würde, beitragen.

#### Stichwörter

- Business Reporting
- Freiwillige Zusatzangaben
- Lageberichterstattung
- Value Reporting
- Wertrelevanz

Im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung soll der „innere“ Unternehmenswert gesteigert werden. Allerdings kann sich die Wertsteigerung nur in höhere Börsenwerte niederschlagen, wenn die Wertsteigerungsmaßnahmen am Kapitalmarkt glaubhaft vermittelt werden. Hinsichtlich dieser Zielsetzung unterstützt das VR das Value Based Management (VBM) bei der Kommunikation der relevanten Informationen und verringert die Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investoren. Das VR trägt also zum einen zur Schließung der Wertlücke bei und zum anderen kann das VR aber auch übertriebene Wachstumserwartungen abschwächen, falls die Börsenwerte den „inneren“ Wert übersteigen.

Der Ausdruck VR bezeichnet alle zusätzlichen, über die Publizitätspflicht hinausgehenden wertrelevanten Angaben aus dem operativen und strategischen Bereich. Sie dienen dazu, die oben beschriebene Wertlücke zwischen dem „inneren“ Wert eines Unternehmens und seinem Marktwert zu verringern, was die Effizienz des Kapitalmarkts unterstützt. Somit muss das VR notwendigerweise sowohl zukunftsorientiert als auch vergangenheitsorientiert sein und auf langfristige Wertsteigerung ausgerichtet sein.

Den meisten selbst konstruierten Kriterienkatalogen fehlt ein umfassendes Rahmenkonzept, aus dem die erforderliche Berichterstattung abgeleitet werden kann. In unserer Untersuchung wird aus diesem Grund das von der deutschen *Schmalenbach-Gesellschaft* zum Zweck der Beurteilung bewertungsrelevanter Informationen entwickelte Konzept (vgl. *AK Externe Unternehmensrechnung*, 2002) integriert. Der Ausgangspunkt ist, dass Investoren im Entscheidungsprozess

der Kapitalallokation unterschiedliche Bewertungsmethoden heranziehen, für die unterschiedliche Informationen ausschlaggebend sind. Aus dem Vergleich des „inneren“ Werts eines Unternehmens mit seinem aktuellen Marktpreis leiten die Investoren Handlungsempfehlungen ab (vgl. *AICPA*, 1994). Der „innere“ Wert resultiert dabei aus Bewertungsmethoden, zu deren Anwendung Jahresabschlussinformationen und Zusatzinformationen herangezogen werden (vgl. *Stowe et al.*, 2002). Im Folgenden werden die Anforderungen an ein wertorientiertes Berichtssystem behandelt.

### 3. Rahmenkonzept und Methodik der empirischen Untersuchung

Im Folgenden wird kurz das Rahmenkonzept von *Ruhwedel* und *Schultze* (2002) vorgestellt, auf dem die Untersuchung basiert.

#### Ableitung der Bewertungskriterien

Da vielen empirischen Studien zur Wertrelevanz ein theoretisches Rahmenkonzept über die Beziehung zwischen Rechnungslegungsinformationen und ihrer Verwendung in der Bewertungspraxis fehlt, wurde das hier zugrundeliegende Konzept für die Messung der zusätzlichen, wertorientierten Berichterstattung entwickelt. Es stellt eine direkte Verbindung zwischen der Information und ihrem Nutzen für Bewertungsmodelle her.

In Übereinstimmung mit dem in Abschnitt 2 angeführten Ansatz des VR kann eine Information als wertrelevant aufgefasst werden, wenn sie zur Ermittlung des Unternehmenswerts dient (vgl. *Kames*, 2000). Grundsätzlich existieren drei Ansätze der Unternehmensbewertung:

die Substanzbewertung, die relative Bewertung anhand von Multiplikatormethoden und die zukunftsorientierte Bewertung (z.B. Discounted Cashflow(DCF)-Methoden) (vgl. *Damodaran*, 2002; *AICPA*, 1994). Der erste Ansatz, die Substanzbewertung, versucht das gesamte Unternehmen durch Aufsummieren seiner einzelnen Komponenten zu bewerten. Die anderen zwei Ansätze ermitteln den Wert des Unternehmens als Ganzes und stellen zukunftsorientierte Methoden dar.

Andererseits möchte ein Investor seine Anlage auch in Bezug auf vergangene Erfolge beurteilen. Daher müssen auch vergangenheitsbezogene Informationen in das VR eingegliedert werden, als Basis für die Ableitung von Prognosen, von Planrevisionen und Soll-Ist-Vergleichen. Entlang der beiden zeitbezogenen Dimensionen und der drei Bewertungsmethoden lassen sich sechs Kategorien des VR definieren, die in den folgenden Absätzen kurz dargestellt werden (vgl. *Abb. 1*).

#### Informationsrelevanz für Substanzbewertungen

Aktuelle Jahresabschlüsse zeigen üblicherweise vergangenheitsbezogene Erfolge, die jedoch als Indikatoren für zukünftige Erfolge verwendet werden können. Um daraus Prognosen abzuleiten, sind zusätzliche Informationen nötig. Die Jahresabschlüsse stellen den Buchwert des Eigenkapitals als einen Indikator für den Substanzwert des Unternehmens dar, der aber meist erheblich vom „inneren“ Unternehmenswert bzw. vom Marktwert des Unternehmens abweicht. Diese Wertdifferenz bildet eine Informationslücke, bedingt durch stille Reserven (Lasten) aus zu niedrig angesetzten Vermögenswerten (zu hoch angesetzten Schulden), stillen Reserven aus nicht bilanzierten Vermögenswerten (Schulden) und einem originären Goodwill.

Sowohl die allgemeine Fair Value-Debatte als auch die geänderte Goodwillbilanzierung nach SFAS 141, SFAS 142 und IFRS 3 tragen unmittelbar zur Entwicklung der wertorientierten Berichterstattung bei. Da der Fair Value eines originären Goodwills nicht beobachtbar ist, ist es auch nach internationalen Rechnungslegungsstandards erforderlich, seinen Wert mit zukunftsorientierten Bewertungsmethoden zu ermitteln. Zur Durchführung eigener Schätzungen für

	Substanzbewertung	Kapitalmarkt-bewertung (Multiplikatoren)	Zukunftserfolgsorientierte Bewertung („innerer“ Wert)
Vergangenheitsbezug (Kontrolle)	Bilanzdaten (historische AK/HK)	Externe Wertgenerierung (erzielte Aktienrenditen im Vergleich)	Interne Wertgenerierung (Periodenerfolg, Cashflows, EVA etc.)
Zukunftsbezug (Planung)	Marktwertbilanz (Fair Value, Intangibles)	Kennzahlen, Multiplikatoren	Informationen zur Ermittlung des „inneren“ Werts

Abb. 1: Dimensionen der wertorientierten Berichterstattung

den originären Goodwill des Unternehmens benötigen Investoren daher wertorientierte Informationen.

Darüber hinaus wird nicht nur theoretisch, sondern auch empirisch die Wertrelevanz von Informationen bezüglich dem Intellectual Capital eines Unternehmens gezeigt. Dabei lassen sich sieben Intellectual Capital-Kategorien identifizieren: Human, Supplier, Customer, Location, Investor, Process und Innovation Capital (vgl. *AK Immaterielle Werte*, 2001). Solche Informationen über nicht bilanzierte Vermögenswerte sind wesentlich für die Einschätzung des Unternehmenswerts und der Schließung der Marktwert-Buchwert-Lücke.

### Informationsrelevanz für relative Bewertungen

Aus Investorensicht bestehen die Unternehmenserfolge aus Dividenden, Kurssteigerungen, Aktientausch, Vorkaufsrechten etc. und werden durch die Aktienrendite (Total Shareholder Return, TSR) bewertet. Für die Investoren ist die Performance einer Aktie im Vergleich zu jener ähnlicher Unternehmen von Interesse, um Investitionsentscheidungen abzuleiten. Für diesen Zweck benötigen sie sowohl vergangenheitsbezogene Aktienrenditen und Börsenwerte als auch Informationen über die Zukunftsaussichten. Demzufolge sollte das VR repräsentative Vergleichskennzahlen liefern. Im Falle nicht verfügbarer anderer Quellen ermöglichen sie den Investoren somit eine gezielte Beurteilung der Aktienperformance. Andererseits sind sie für die Investoren nur als Indikator für den relativen Wert eines Unternehmens zu gebrauchen, nicht jedoch für den „inneren“ Wert. Wird zudem noch der „innere“ Wert eines Unternehmens (aus dem anderen Teilbereich) hinzugezogen, lässt sich eine Wertlücke aufdecken und eine Über- oder Unterdeckung identifizieren. In der Praxis werden verschiedene Multiplikatoren verwendet, unter denen die Price/Earnings(P/E)-Ratio der Bedeutendste ist (vgl. *Demirakos et al.*, 2004).

### Informationsrelevanz für zukunftsorientierte Bewertungen

Vorhersagen über die Zukunftsentwicklung basieren im Allgemeinen auf der Vergangenheit. Die Grundlage für finanzielle Prognosen bilden Erfolgs- und Liquiditätskennzahlen. Um die Möglichkeit

der Wertgenerierung der Unternehmen einschätzen zu können, sind Informationen darüber, wie viel Wert in der Vergangenheit generiert wurde und welche Maßnahmen gewählt wurden, um in der Zukunft Wert zu generieren, nötig. Insbesondere sollte eine Nachrechnung der Auswirkungen der tatsächlich umgesetzten Maßnahmen möglich sein. Hierzu liefern wertorientierte Steuerungsinstrumente, wie die Residualgewinnkonzepte, Antworten, wenn auch nur unvollständig.

Neben den vergangenheitsorientierten Informationen bilden zukunftsbezogene Informationen den Kern des VR. Die Investoren benötigen alle erforderlichen Informationen zur Schätzung zukünftiger Erfolge und der Kapitalkosten bei der Anwendung zukunftsorientierter Bewertungsmethoden. Zweifelsohne können solche detaillierte Informationen nicht in die gesetzliche Berichterstattung integriert werden, auch aufgrund wettbewerbsstrategischer Überlegungen und aus Kosten/Nutzen-Betrachtungen. Jedoch kann dieses Problem durch ein einfaches Bewertungsmodell, wie das Werttreibermodell von *Rappaport* (1986), behoben werden. Entsprechend diesem Modell werden vereinfacht die Werttreiber Wachstum, Gewinnmarge, Steuersatz, Investitionen und Kapitalkosten gemäß der Fundamentalanalyse in zwei Hauptdimensionen eingeteilt: Zum einen Informationen in Bezug auf die Unternehmensumwelt mit den Unterbereichen globale Informationen, Branchen- sowie Kapitalmarktinformationen und zum anderen Informationen, die das Unternehmen selbst betreffen, mit den Unterbereichen finanzielle, strategische und operative Informationen (vgl. *Ruhwedel/Schultze*, 2002; *Schultze*, 2003, S. 234 ff.).

## 4. Empirische Ergebnisse

### Untersuchungsdesign und Scoring-Modell

Die Untersuchung basiert auf den Geschäftsberichten der Jahre 2000 bis 2005. Es wurden die 30 im Zeitraum 2000–2005 im Deutschen Aktienindex (DAX) gelisteten Unternehmen und 70 weitere, nicht im DAX notierte Unternehmen (Non-DAX-Unternehmen) analysiert.

Basierend auf dem Rahmenkonzept und dem Werttreibermodell wurde ein Katalog von 100 Einzelanforderungen entwi-

ckelt. Wenn es für den Studienzweck relevant war, wurde zusätzlich zur Verfügbarkeit einer bestimmten Information auch die Qualität der angegebenen Information untersucht. Differenziert wurde zwischen reiner Verfügbarkeit der Informationen und detaillierten Erläuterungen, da selbst bei vorgeschriebenen Angaben eine gewisse Flexibilität besteht.

Um einen umfassenden Vergleich zu gewährleisten, wurde ein Scoring-Modell eingeführt. In dieser Studie wurden die durch die qualitative Inhaltsanalyse gelieferten Informationen gemäß ihrer Relevanz für die Unternehmensbewertung gewichtet. Ergänzend wurden die analysierten Informationen in drei Qualitätsklassen im Prozess der Datenerhebung klassifiziert. Bei Anwendung dieses Verfahrens auf alle Kriterien des Katalogs kann ein maximaler Score von 400 Punkten erreicht werden (für weitere Details des Scoring-Modells vgl. *Ruhwedel/Schultze*, 2002; *Ruhwedel/Schultze*, 2004).

### Informationen zur Substanzbewertung

Zum Zweck der Substanzbewertung suchten wir nach Informationen über Vermögenswerte, die nicht oder nur teilweise in der Bilanz angesetzt sind. Fair Value-Angaben von Vermögenswerten und Schulden werden fast ausschließlich im Anhang und hier vor allem im Kontext der Finanzinstrumente geliefert. Meist enthalten sie nur diejenigen Informationen, die von IFRS und US-GAAP explizit gefordert werden. Allerdings steigt die Menge an vorgeschriebenen, quantitativen Angaben tendenziell an, was auch an der zunehmenden Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards in der untersuchten Stichprobe liegt. Ebenfalls ist eine Entwicklung zur vermehrten Angabe freiwilliger Informationen in den Geschäftsberichten zu erkennen (vgl. *Abb. 2*).

Hinsichtlich der Angabe nicht bilanzierter immaterieller Vermögenswerte wurden die Geschäftsberichte entsprechend den sieben Kategorien des Intellectual Capital analysiert (vgl. *Abb. 3*). Wertrelevante Informationen, die es den Investoren ermöglichen, die zukünftigen Gewinne aus den beschriebenen Aktivitäten abzuschätzen, waren in der Vergangenheit eher selten zu finden. Im Gegensatz zu allgemeinen Informationen waren detaillierte, qualitative bzw. quantitative Informationen häufig auf Weiterbildungsmaßnahmen und Ausbildungsgrad in der

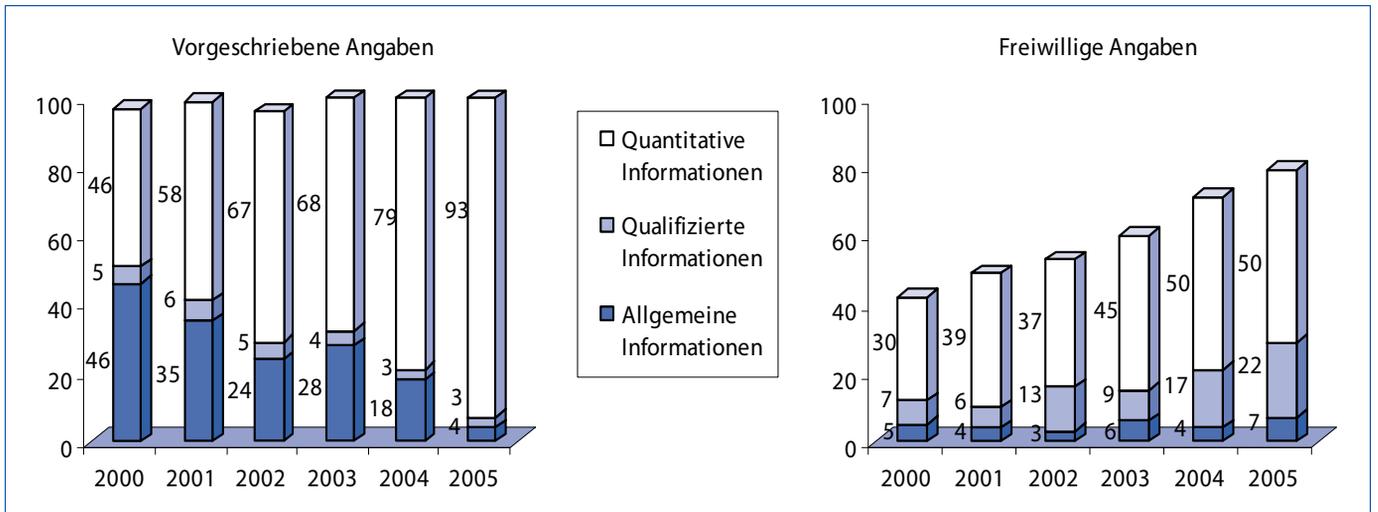


Abb. 2: Angaben zu Fair Values

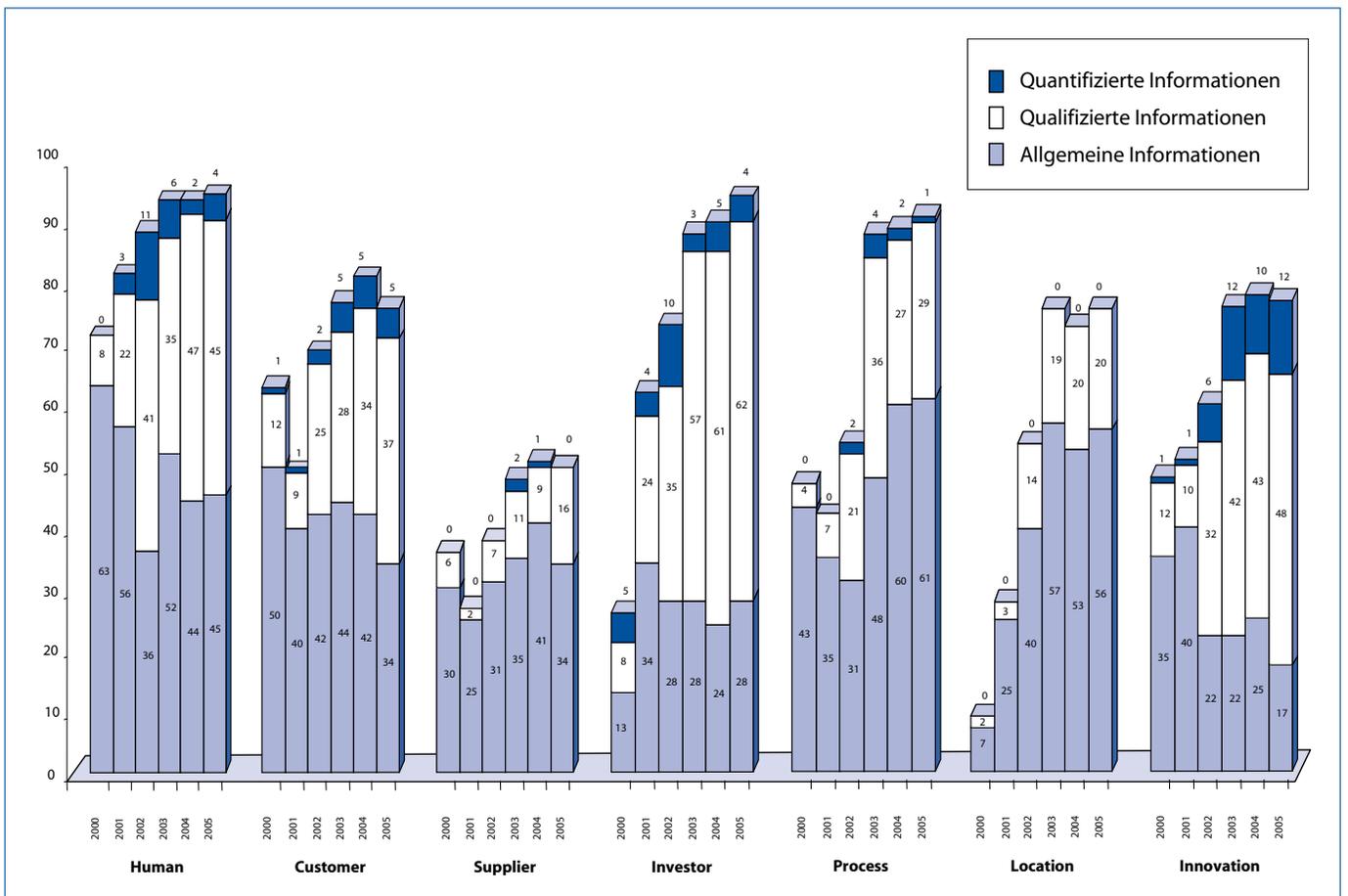


Abb. 3: Berichtspraxis zum Intellectual Capital

Kategorie „Human“ begrenzt. Auch sind in den Kategorien „Investor“ und „Process“ zunehmend qualifizierte Angaben zu verzeichnen. In der ersteren lassen sich vornehmlich Angaben über Aktionärszufriedenheit, Rating und Börsenumsatz finden. In der Kategorie „Process“ waren häufig Angaben zur Prozessverbesserung

veröffentlicht. Quantitative Angaben finden sich dagegen vornehmlich bei FuE-Aktivitäten im Bereich „Innovation“.

#### Informationen zur relativen Bewertung

Informationen zur relativen Bewertung ermöglichen den Investoren Einschätzungen der Aktienperformance im Ver-

gleich zu anderen Wettbewerbern. Für nahezu alle DAX-Unternehmen sind die Angaben der Aktienkursentwicklung und der Gesamtmarktvergleich zum Standard geworden. Jedoch bieten noch lange nicht alle Unternehmen Vergleiche innerhalb der jeweiligen Branche und die Aktienrendite an. Die Angaben zur Aktienrendi-

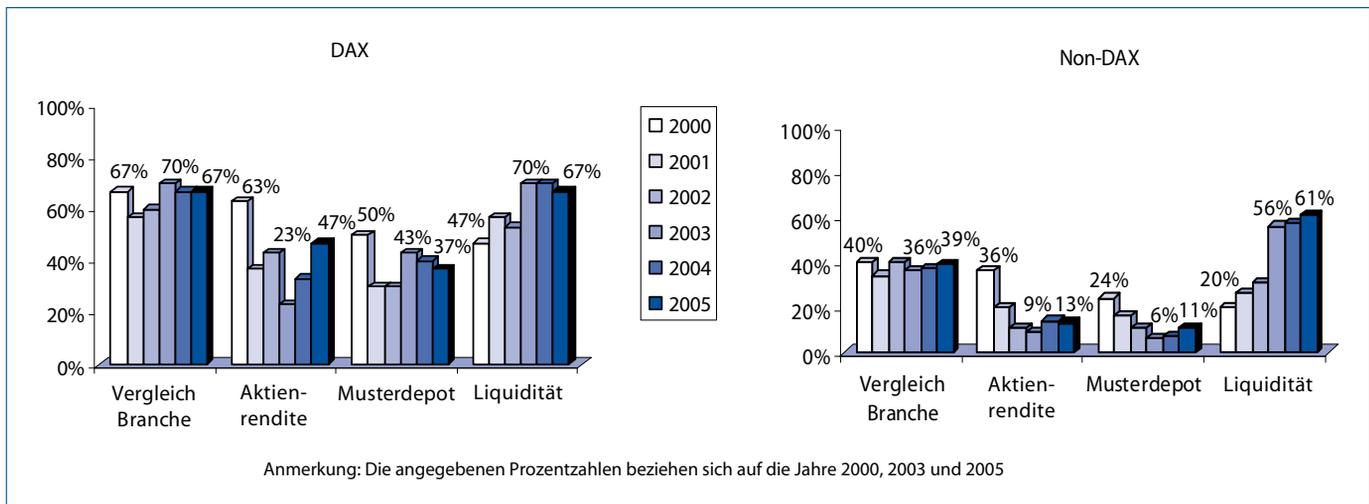


Abb. 4: Aktienkursentwicklung

te (TSR) haben von 2000 bis 2003 beträchtlich nachgelassen. Nur 9 % der Non-DAX-Unternehmen und nur 23 % der DAX-Unternehmen gaben 2003 die Aktienrendite an (im Vergleich zu 36 % und 63 % im Jahr 2000) (vgl. Abb. 3). Dies kann dem Abwärtstrend der Börse zugeschrieben werden, wodurch die Bereitschaft zum Ausweis der Aktienrendite deutlich abgeschwächt wurde. Im Gegenzug sind die Aussagen über Marktvergleichswerte sowohl bei den DAX-Unternehmen, als auch bei den Non-DAX-Unternehmen auf ein hohes Niveau angestiegen. Des Weiteren sind deutlich mehr Informationen über die Liquidität enthalten (vgl. Abb. 4). In allen Kategorien sind die DAX-Unternehmen der Restgruppe überlegen.

Über die gesamte Zeitreihe betrachtet, haben die DAX-Unternehmen zunehmend die Dividendenrendite angegeben. Dies ist wohl ebenfalls auf die gesunkenen Aktienkurse zurückzuführen. Die Angaben bei den Non-DAX-Unternehmen nahmen nach einem Rückgang in 2003 weiter zu (89 % in 2005).

Bei auf Aktien bezogenen Erfolgsgrößen ergibt sich kein einheitliches Bild (vgl. Abb. 5). Während die Angabe des Gewinns pro Aktie (EPS) durch die fast ausschließliche Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards mittlerweile zum Standard für alle DAX- und für 97 % der Non-DAX-Unternehmen wurde, wird der Cashflow pro Aktie nur von 28 % der Unternehmen im DAX und von immerhin 37 % der Non-DAX-Unternehmen angegeben, aber mit abnehmendem Trend. Dies scheint eine Folge des Wechsels

	EPS		CFRS		KGV		KCFV	
	DAX	Non-DAX	DAX	Non-DAX	DAX	Non-DAX	DAX	Non-DAX
<b>2000</b>	93%	67%	43%	30%	23%	29%	13%	13%
<b>2001</b>	97%	93%	40%	36%	23%	34%	10%	10%
<b>2002</b>	97%	83%	33%	26%	20%	37%	13%	10%
<b>2003</b>	100%	90%	40%	37%	20%	40%	10%	10%
<b>2004</b>	100%	91%	40%	29%	20%	37%	10%	9%
<b>2005</b>	100%	97%	37%	24%	23%	34%	10%	7%

Abb. 5: Unternehmenskennzahlen

els vieler DAX-Unternehmen zu internationalen Rechnungslegungsstandards zu sein, da die Standards solche Angaben nur unter restriktiven Vorschriften zulassen. Die Aufstellung der Multiplikatoren, wie das Kurs/Gewinn-Verhältnis und das Kurs/Cashflow-Verhältnis, blieben, wenn auch auf einem niedrigen Niveau, weitestgehend konstant bei allen Unternehmen.

Zusammenfassend kann keine klare Aussage über die Entwicklung des Berichtswesens in Bezug auf die Kapitalmarktbeurteilung getroffen werden. Auf der einen Seite kann eine Entwicklung hin zu mehr kapitalmarktbezogenen Informationen erkannt werden, auf der anderen Seite haben einige Unternehmen im Zuge der Kapitalmarktbaiss aufgehört, aktienkursbezogene Informationen zu liefern. Dies ist ein enttäuschendes Ergebnis aus Sicht der Investoren, das nicht mit der Zielsetzung des VR, mehr Transparenz zur Erleichterung der Ermittlung des Vergleichswertes eines Unternehmens, übereinstimmt.

### Informationen zur internen Wertgenerierung

Um eine Beurteilung über die Fähigkeit der Wertgenerierung eines Unternehmens abgeben zu können, sind Informationen aus dem internen Steuerungssystem und Erfolgsmessgrößen entscheidend. Sie sollten es den Investoren ermöglichen, die vergangene Wertgenerierung zu kontrollieren und plausible Vorhersagen abzuleiten. Allerdings sind diese Informationen nur von Nutzen, wenn sie auf Ebene der berichteten Segmente dargelegt werden.

Informationen aus internen Berichtssystemen erreichten 2005 den Höchststand bei den DAX-Unternehmen. Obwohl bei allen einbezogenen Unternehmen ein Anstieg der Berichte über das interne Steuerungssystem einzuräumen ist, besteht doch eine erhebliche Differenz zwischen den DAX-Unternehmen mit 97 % und den Non-DAX-Unternehmen mit 60 %. Traditionelle Konzepte weichen zunehmend von modernen wertorientierten Steuerungskonzepten ab. Sie werden unterdessen von 29 % aller Unternehmen

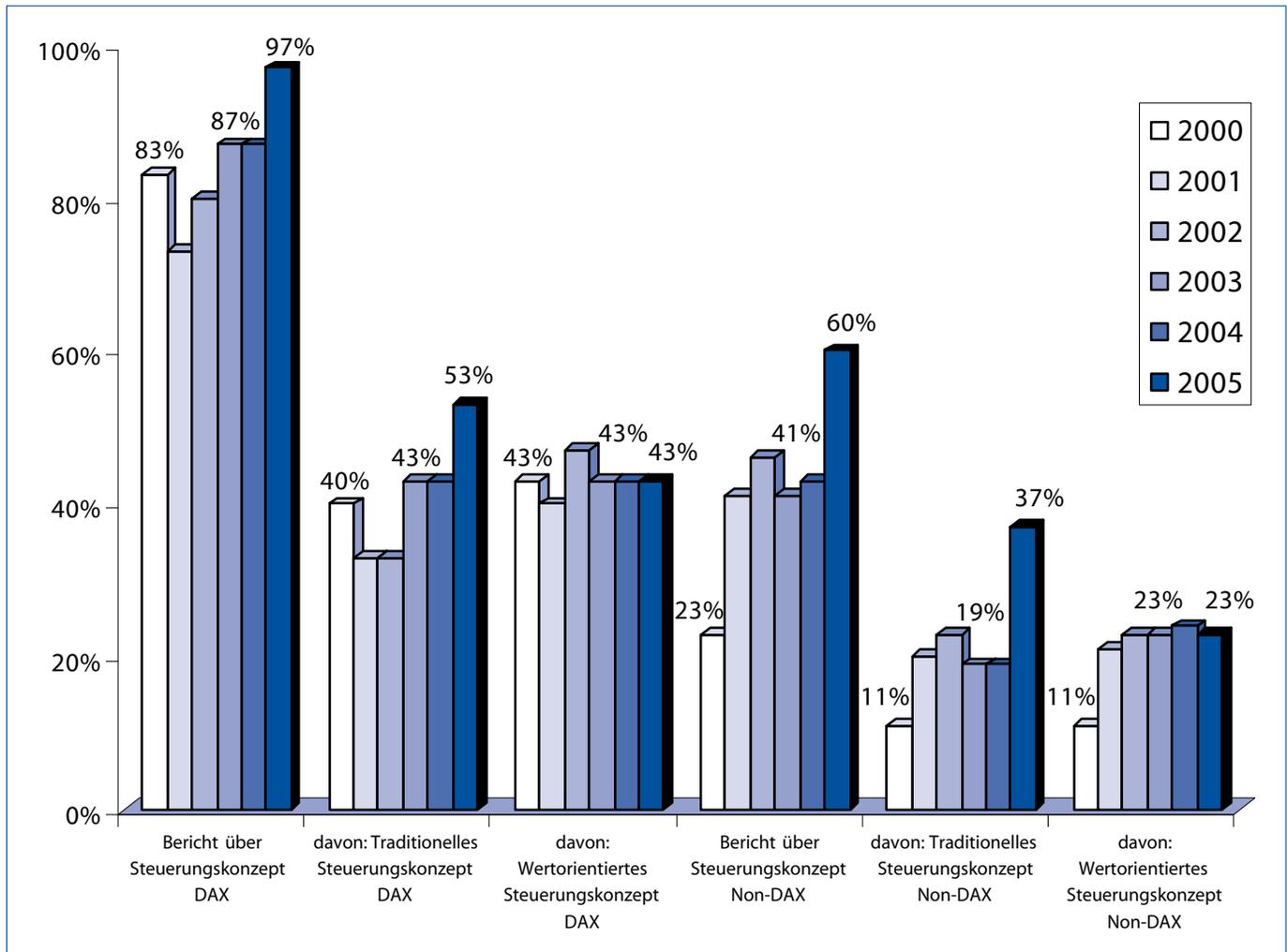


Abb. 6: Steuerungskonzepte

verwendet, während es im Jahr 2000 erst 21 % waren. Auch an dieser Stelle ist eine differenzierte Betrachtung der DAX- und Non-DAX-Unternehmen sinnvoll, da die Werte bei 43 % für DAX- und für Non-DAX-Unternehmen bei nur 23 % liegen. Trotz des beträchtlichen Anstiegs seit 2000 haben die Non-DAX-Unternehmen also immer noch einen deutlichen Nachholbedarf. Damals berichteten nur 11 % über eine wertorientierte Steuerung, wohingegen die DAX-Unternehmen schon auf dem gleichen Niveau wie 2005 lagen (vgl. Abb. 6).

Insgesamt behaupten 66 % der Unternehmen, dass sie einen steigenden Unternehmenswert favorisieren. Von diesen wertorientierten Unternehmen liefert die Mehrheit (83 %) detaillierte Informationen über ihr Steuerungssystem, während 53 % der nicht wertorientierten Unternehmen gar keine entsprechenden Angaben machen. Positiv zu werten ist, dass

ein wertorientiertes oder gemischtes Steuerungskonzept von 64 % der Unternehmen mit Wertsteigerungsziel angewendet wird (vgl. Abb. 7). Bei differenzierter Betrachtung deklarieren 83 % der DAX-Unternehmen Marktwertsteigerungen als ihr Hauptkonzernziel, während dies interessanterweise nur 59 % der Non-DAX-Unternehmen angeben. Vernachlässigt werden sollte in diesem Kontext nicht, dass 2002 die Werte noch höher, nämlich bei 87 % und 64 %, lagen. Ein stetiger Anstieg der Angaben um insgesamt 23 % ist zudem in der Information über den Zeitraum der Zielerreichung zu registrieren.

Als traditionelle Steuerungskennzahlen werden mehrheitlich Umsätze, Umsatzrendite und Pro-forma-Größen wie EBIT und EBITDA herangezogen. Betrachtet man die wertorientierten Kennzahlen, ist die ansteigende Bedeutung der Residualgewinnkonzepte deutlich erkennbar. Die

Anwendung des EVA nahm im Betrachtungszeitraum um 7 Prozentpunkte zu, während sich in der gleichen Zeit die ROCE/RORAC-Implementierung in den Unternehmen verdreifacht hat (vgl. Abb. 8). Cashflow-orientierte Kennzahlen sind dagegen weiterhin in der Minderheit, was sich auch in einer genaueren Betrachtung der DAX-Unternehmen widerspiegelt. Immerhin beziffern 12 der wertorientierten DAX-Unternehmen Residualeinkommenskennzahlen wie den EVA, weitere 2 DAX-Unternehmen zeigen den CVA oder ähnliches auf. Zudem stellen weitere 12 DAX-Unternehmen die Kapitalkosten als Benchmark dem ROCE oder ähnlichen Erfolgsgrößen gegenüber. Eine Untersuchung in Bezug auf die einzelnen Branchen, in denen die Unternehmen tätig sind, deckt signifikante Unterschiede hinsichtlich des Steuerungsverhaltens auf. Besonders in den Branchen Technologie, Medien und dem Finanzsektor ist die wertorientierte Steuerung

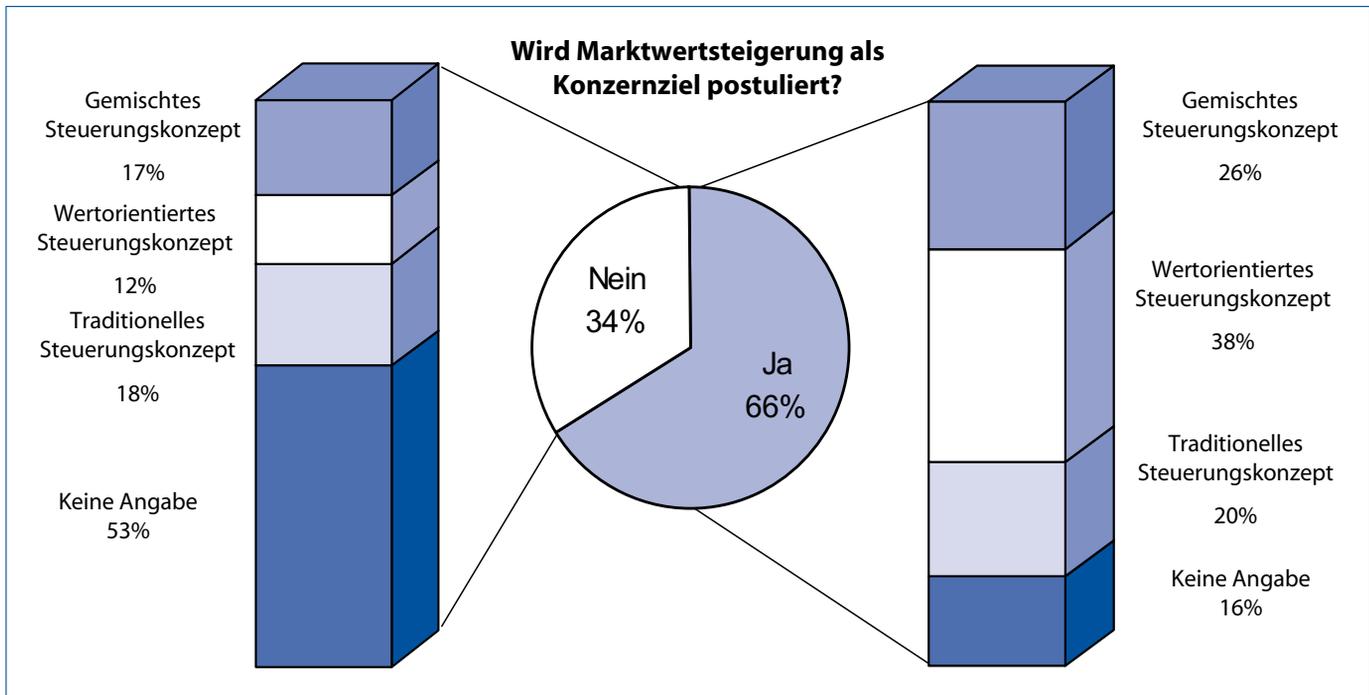


Abb. 7: Zielsetzung von Steuerungskonzepten

weniger verbreitet, wohingegen die Chemie- und Pharmabranche, der Logistikbereich und die Telekommunikationsbranche weitgehend zur Wertorientierung übergegangen sind.

#### Informationen zur Ermittlung des „inneren“ Werts

Zur Ableitung des „inneren“ Werts eines Unternehmens oder seiner Aktien sind zukunftsorientierte Unternehmensbewertungen erforderlich. Ausgangsgrößen sind Prognosen der zukünftigen Gewinne (Dividenden, Erträge, Cashflows oder Residualeinkommen) und die Kapitalkosten. Zur Bestimmung der Werte dienen Zahlen aus der Vergangenheit, ergänzt um zukunftsbezogene Informationen, die es den Investoren erlauben, realistische Fortschreibungen durchzuführen.

Obwohl die Kapitalkosten einen erheblichen Einfluss auf den Unternehmenswert haben, stellen nicht einmal ein Drittel der untersuchten Unternehmen diese Informationen dar (nach 21 % in 2002 und 17 % in 2000). Positiv ist dabei zu bemerken, dass sich die Anzahl der DAX-Unternehmen, die ihre Kapitalkosten bereitstellen, seit 2000 auf 53 % verdoppelt hat. Hinzu kommt, dass nur rund die Hälfte der Unternehmen, die ihre Kapitalkosten angeben, Informationen über die Berechnung offen legen. Ähnliches

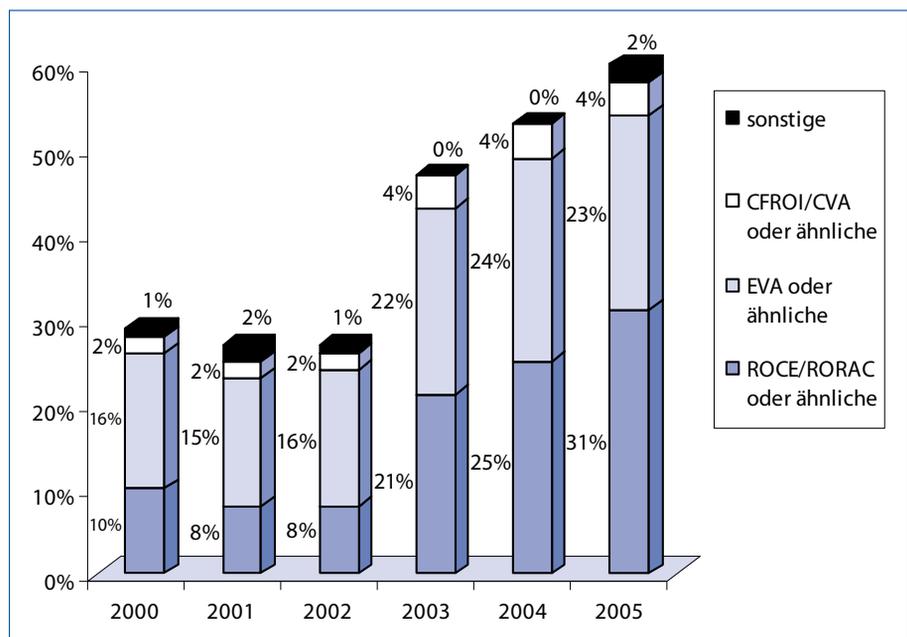


Abb. 8: Wertorientierte Steuerungskennzahlen

gilt für Informationen bezüglich der Verwendung und Berechnung divisionaler Kapitalkosten (vgl. Abb. 9).

Um sinnvolle Prognosen herleiten zu können, müssen die Informationen über die erwarteten Entwicklungen von möglichst hohem Detaillierungsgrad sein. Zusätzlich zu qualitativen Erläuterungen sind prinzipiell auch Planzahlen wün-

schenswert. Im Besonderen sollten Werte für die relevanten Steuerungsgrößen beschrieben werden. 80 % der DAX-Unternehmen übermittelten in 2005 Planzahlen zu verschiedenen Jahresabschlussgrößen, wohingegen dies 2003 nur für 53 %, nach 70 % in 2000, galt. Die Non-DAX-Unternehmen erreichten in diesem Punkt eine Spitze in 2001 mit 71 %, gingen aber wieder auf 59 % in 2005 zurück.

	Höhe der Kapitalkosten		Berechnung der Kapitalkosten		Verwendung divisionaler Kapitalkosten	
	DAX	Non-DAX	DAX	Non-DAX	DAX	Non-DAX
2000	27%	13%	13%	1%	13%	3%
2001	33%	10%	13%	4%	20%	0%
2002	40%	13%	23%	7%	17%	1%
2003	47%	14%	23%	6%	27%	1%
2004	57%	17%	23%	7%	27%	1%
2005	53%	21%	37%	7%	23%	3%

Abb. 9: Informationen über Kapitalkosten

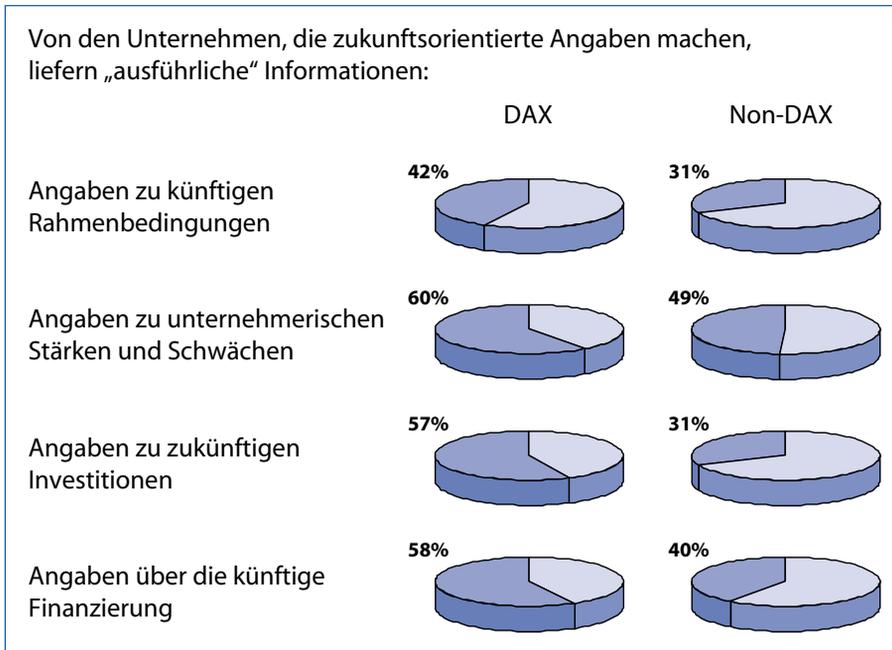


Abb. 10: Umfang zukünftiger Informationen

Im Gegensatz dazu werden Planwerte für Steuerungskennzahlen deutlich weniger häufig übermittelt. Auch wenn in 2005 nur 33 % der Unternehmen hierzu Werte lieferten, bedeutet dies dennoch eine Verdopplung im Vergleich zu 2000. Insgesamt ist ein Trend hin zur vermehrten Informationsangabe über finanzielle Zielsetzungen, insbesondere bei Planwerten, zu erkennen.

Zur Verifizierung der Schätzungen zukünftiger Gewinne benötigen die Kapitalmarktteilnehmer Informationen über allgemeine Konditionen, zukünftige Strategien und Wettbewerbsvorteile des Unternehmens. Vor allem in den Bereichen Stärken und Schwächen, Investitionen und Finanzierung sind die Werte markant höher im Gegensatz zu früheren Erhebungen. Die Ergebnisse einer ausführlichen Analyse der hierzu angegebenen Informationen stellt Abb. 10 differenziert nach DAX und Non-DAX dar.

Generell zeigen die DAX-Unternehmen mehr Bereitschaft, Informationen über zukünftige Strategien offen zu legen als Non-DAX-Unternehmen. Insgesamt ist festzustellen, dass bei allen Unternehmen die Angaben hinsichtlich zukünftiger Rahmenbedingungen eher begrenzt sind. Auskünfte in Bezug auf Stärken und Schwächen, Marktwachstum und geplante Investitionen sind dagegen häufiger vorzufinden.

Neben der bloßen Existenz dieser Informationen wurde ebenfalls ihre Qualität beurteilt. Bei der Analyse des informativen Gehalts der dargestellten Informationen lieferten die meisten Unternehmen ein enttäuschendes Bild. Nur rund die Hälfte der Unternehmen mit zukunftsorientierten Angaben vermittelten detaillierte und präzise Informationen. Auch wenn die Informationen, die von den DAX-Unternehmen dargelegt werden, bezüglich des Umfangs jene der Non-

DAX-Unternehmen überschreiten, waren die DAX-Unternehmen interessanterweise bezüglich der Informationsqualität nicht immer überlegen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass noch viel Spielraum für Verbesserungen in Bezug auf zukunftsorientierte Informationen existiert, da sie bisher häufig unpräzise und ungenau sind und der Einsatz quantitativer Prognosen wenig verbreitet ist. Auch liefern nur die Hälfte der Unternehmen zukunftsorientierte Informationen auf Segmentbasis. Dennoch ist im Zeitablauf eine kontinuierliche Steigerung zu verzeichnen.

### Gesamtbetrachtung

Wie oben beschrieben, war ein maximaler Score von 400 Punkten zu erreichen. Das Verhältnis des erreichten Scores eines Unternehmens zur maximal erreichbaren Punktzahl bestimmt seinen Erfüllungsgrad in Prozentpunkten. Der höchste Erfüllungsgrad, der von einem einzelnen Unternehmen in 2005 erreicht wurde, belief sich auf knapp 52 %, der Gesamtdurchschnitt lag bei nur 31 %. Bei den DAX-Unternehmen wurde in 2005 ein durchschnittlicher Erfüllungsgrad von 37 % und bei den Non-DAX-Unternehmen von 28 % erzielt. Wenn auch auf niedrigem Niveau ist bei beiden Unternehmensgruppen im Zeitraum von 2000–2005 eine Steigerung der Durchschnittsscores zu verzeichnen. Dies gilt für alle Bereiche des VR, auffallend höhere Scores wurden in der Kategorie Substanzbewertung von 2000 bis 2005 erreicht. Eine Begründung dafür sind sicherlich die zunehmenden Fair Value-Angaben und Aufschlüsselungen immaterieller Vermögenswerte, wie bereits oben angeführt wurde. Abb. 11 stellt die Ergebnisse differenziert nach Kategorien des VR zusammen. Hierbei bilden die Substanzbewertung und die Kapitalmarkt看wertung jeweils eine Kategorie, ebenso wie die interne Wertgenerierung. Die Kategorie „innerer“ Wert ist in vergangenheitsorientierte und zukunftsorientierte Informationen untergliedert.

Bei weiterer Betrachtung der Daten ist festzustellen, dass die Qualität des VR durchgehend bei fast allen wertorientierten steuernden Unternehmen signifikant höher war als bei nicht wertorientiert steuernden Unternehmen, nicht nur hinsichtlich der wertorientierten Steuerungskennzahlen, wie aus Abb. 12 ent-

nommen werden kann. In keinem Bereich, bis auf einen, waren die nicht wertorientierten Unternehmen den wertorientierten überlegen. Dies deutet nicht ausschließlich auf eine Beziehung zwischen dem VR und modernen wertorientierten Kontrollgrößen hin, sondern auch auf einen Zusammenhang mit allen anderen bewertungsrelevanten Informationen.

## Fazit

Ein Ziel dieses Beitrags sollte die Darstellung eines umfassenden Rahmenkonzepts als Hintergrund des VR sein. Daraus lässt sich für die Anwender in der Praxis eine Anleitung zur Strukturierung bewertungsrelevanter Informationen im Lagebericht und in weiteren Bestandteilen des Geschäftsberichts ableiten.

Zudem wurde das Rahmenkonzept aus der Bewertungstheorie mit den Informationsbedürfnissen der Investoren, basierend auf empirischen Ergebnissen, abgestimmt. Es beinhaltet sowohl retrospektive als auch prospektive Informationen, die entweder für die Anwendung der Substanz-, der Kapitalmarktbewertung oder der zukunftsorientierten Bewertung notwendig sind. Durch Anwendung des Rahmenkonzepts wurde die gegenwärtige Entwicklung des VR in Deutschland dargestellt. Die empirische Untersuchung der Geschäftsberichte zeigt, dass viele Unternehmen vorausschauende und wertorientierte Informationen veröffentlichen. Diese Informationen sind allerdings oftmals unstrukturiert und unvollständig. Insgesamt ist der informative Gehalt des Berichtswesens zwar ansteigend, aber noch allgemein niedrig. Neben notwendigen Verbesserungen in der Struktur der Informationen muss sowohl die Quantität als auch die Qualität der Angaben in der Praxis optimiert werden, auch auf Segmentbasis. Ebenso sind Angaben zu den Kapitalkosten und zu den Fair Values, als auch allen Arten von zukunftsweisenden Informationen noch zu selten. Informationen über immaterielle Vermögenswerte sind unterdessen zunehmend verbreitet, aber gewöhnlich sehr unpräzise und nur auf die Unternehmensleistung bezogen und nicht auf die erwarteten Ergebnisse dieser Investitionen.

An den Stellen, wo es sinnvoll erschien, wurde die Qualität der angegebenen In-

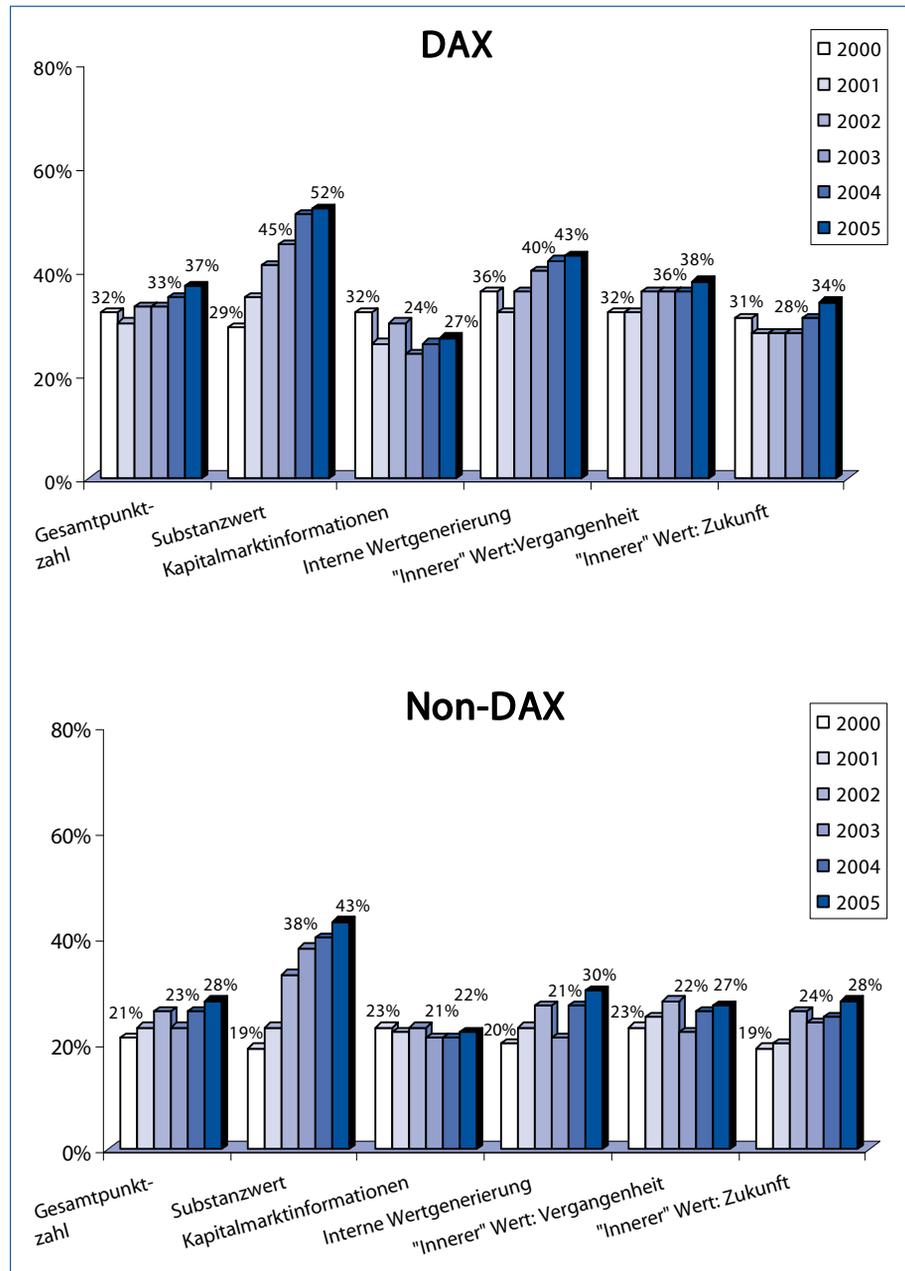


Abb. 11: Erfüllungsgrad nach VR-Kategorien

formationen unabhängig vom Ansatz untersucht. Es wurde zwischen reiner Verfügbarkeit der Informationen und ausführlichen Erklärungen unterschieden. Die Ergebnisse zeigen große Unterschiede in Bezug auf die Berichtsqualität. DAX-Unternehmen sind den Non-DAX-Unternehmen hinsichtlich der Menge an angegebenen Informationen voraus, während Non-DAX-Unternehmen hinsichtlich der Informationsqualität teilweise überzeugen können. Der Erfüllungsgrad der geforderten Informationen, der durch Gewichtung der dargestellten Informationen nach der Werte-

levanz bemessen wurde, war hingegen bei den DAX-Unternehmen höher. Jedoch blieben hierbei auch die Höchstwerte auf einem geringen Niveau.

Obwohl die obige Analyse im Zeitablauf Verbesserungen des VR deutlich macht, muss dem entgegen aber zur selben Zeit ein Mangel an Kontinuität in den angegebenen Informationen festgestellt werden. Besonders die Daten in Bezug auf die Aktienentwicklung bestätigen, dass es die Unternehmen unterlassen, Informationen anzugeben, wenn es nicht länger von Vorteil für sie ist. Im Zuge einer Kapital-

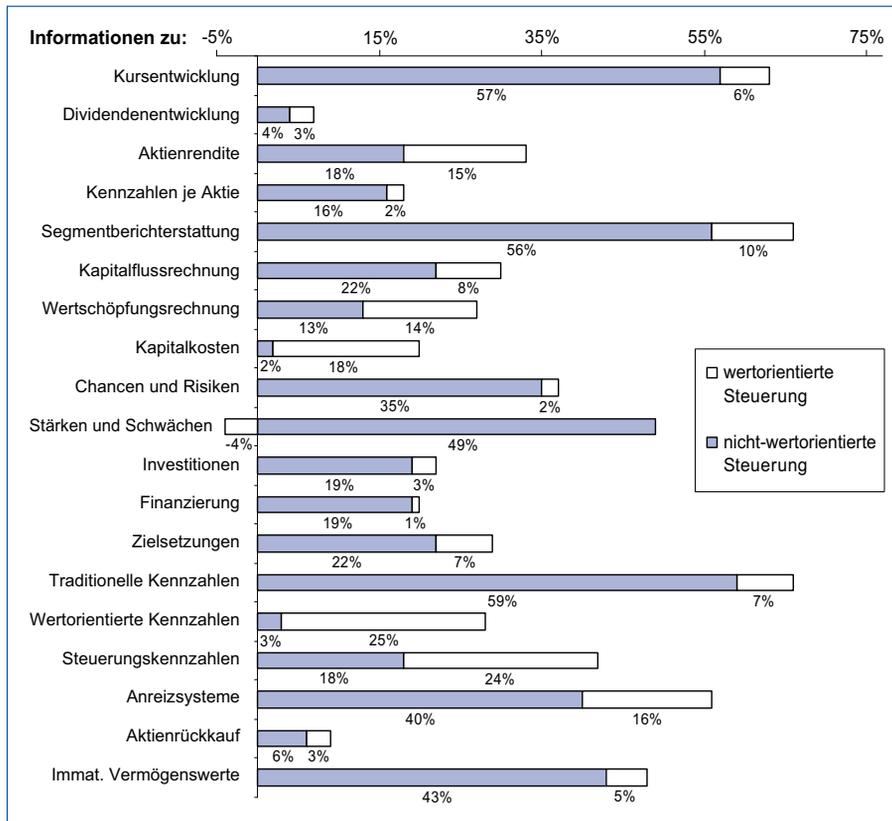


Abb. 12: Erfüllungsgrad nach Wertorientierung

marktrezession stellen daher viele Unternehmen in Jahren schlechter Performance auch weniger Informationen zur Verfügung.

#### Keywords

- Business Reporting
- Management Report
- Valuation
- Value-Relevance
- Voluntary Disclosure

#### Summary

The objective of this paper is to analyze the disclosure practices of German

companies regarding additional, valuation-related information. We present functions of Value Reporting and we use a disclosure index developed from a comprehensive framework for value-relevant disclosures (Value Reporting) to investors for making capital-allocation decisions. We use these criteria to analyze the disclosure practices of the 100 largest German listed companies over the period from 2000 until 2005. Our results indicate further improvements in practical application of Value Reporting.

#### Literatur

AICPA, Improving Business Reporting: A Customer Focus, Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting (Jenkins Committee Report), American Institute of Certified Public Accountants, 1994.

AK Externe Unternehmensrechnung, Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., Grundsätze für das Value Reporting, in: Der Betrieb, 55. Jg. (2002), H. 45, S. 2337–2340.

AK Immaterielle Werte, Arbeitskreis Immaterielle Werte im Rechnungswesen der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., Kategorisierung und bilanzielle Erfassung immaterieller Werte, in: Der Betrieb, 54. Jg. (2001), H. 19, S. 989–995.

Damodaran, A., Investment Valuation, New York 2002.

Demirakos, E. G./Strong, N. C./Walker, M., What Valuation Models do Analysts use?, in: Accounting Horizons, 18. Vol. (2004), I. 4, pp. 221–240.

IFRS-F, International Financial Reporting Standard – Framework, London 2001.

IFRS 3, International Financial Reporting Standard 3 – Business Combinations, revised 2008, London 2008.

Kames, C., Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten als Ausgangspunkt eines Value Based Measurement, Frankfurt am Main 2000.

Rappaport, A., Creating Shareholder Value: The new Standard for Business Performance, New York 1986.

Ruhwedel, F./Schultze, W., Value Reporting: Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen, in: ZfbF, 54. Jg. (2002), H. 11, S. 602–632.

Ruhwedel, F./Schultze, W., Konzeption des Value Reporting und Beitrag zur Konvergenz im Rechnungswesen, in: Controlling, 16. Jg. (2004), H. 8/9, S. 489–495.

Schultze, W., Methoden der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Düsseldorf 2003.

SEAS 141, Statement of Financial Accounting Standards, No. 141 – Business Combinations, revised 2007, New York et al. 2007.

SEAS 142, Statement of Financial Accounting Standards, No. 142 – Goodwill and other Intangible Assets, New York et al. 2001.

Stowe, J. D./Robinson, T. R./Pinto, J. E./McLeavey, D. W., Analysis of Equity Investments: Valuation, Association for Investment Management and Research (AIMR), Baltimore 2002.