

Masterarbeit:
Wertorientierte Unternehmensführung
am Beispiel der DAX-30-Unternehmen

–

Qualitative und quantitative Auswertung auf Grundlage der externen Geschäftsberichterstattung



05.02.2015

Thomas Humke

Hochschule Hannover

Fakultät IV – Wirtschaft und Informatik, Abteilung Betriebswirtschaft

Ricklinger Stadtweg 120

30459 Hannover

Masterarbeit:
Wertorientierte Unternehmensführung
am Beispiel der DAX-30-Unternehmen

–

Qualitative und quantitative Auswertung auf Grundlage der externen Geschäftsberichterstattung

Verfasser:	Thomas Humke
Matrikelnummer:	1290495
Studiengang:	Unternehmensentwicklung, MBP
E-Mail:	thumke@web.de
Telefon:	0151-44536533
Erstprüferin:	Prof. Dr. Heike Langguth
Zweitprüfer:	Wirtschaftsdiplom Betriebswirt Volker Hagen
Abgabetermin:	05.02.2015

Vorwort

Diese empirische Studie zur wertorientierten Unternehmensführung der DAX-30-Konzerne ist im Wintersemester 2014 / 2015 im Rahmen einer Masterarbeit im Studiengang Unternehmensentwicklung an der Hochschule Hannover entstanden. Der Autor hat in seinem Bachelorstudium der Betriebswirtschaftslehre unter anderem Controlling vertieft. Sein besonderes Interesse gilt der Erfassung und Analyse von Kennzahlen.

Bereits seit Anfang des Jahrtausends hängt seine Leidenschaft an Aktien. Seither verfolgt er regelmäßig Kursverläufe der wichtigsten deutschen Unternehmen. Später dehnte sich das Interesse auch auf den Währungshandel und Optionen aus. Durch Verknüpfung von Controlling und Kapitalmarktinteresse entsteht im Sommer 2014 die Idee, eine aktuelle Studie zur wertorientierten Unternehmensführung in den DAX-30 zu erheben.

Ein besonderer Dank gilt Frau Prof. Dr. Heike Langguth als Erstprüferin sowie Herrn Wirtschaftsdiplom Betriebswirt Volker Hagen als Zweitprüfer für ihre fachkundige Betreuung, Tipps und ihren Zeitaufwand, die auch zum Erfolg dieser Studie beigetragen haben. Frau Prof. Dr. Langguth hat den Verfasser über seine gesamte Studiendauer als Dozentin zahlreicher Vorlesungen begleitet.

Weiterer Dank geht an die Investor-Relations-Abteilung der RWE AG für die Hilfestellung bei der Herleitung der in ihrem Geschäftsbericht veröffentlichten Kennzahlen sowie an die Korrekturleserinnen dieser Arbeit.

Nienburg, 05.02.2015

Thomas Humke

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	VI
Symbolverzeichnis	XII
Abbildungsverzeichnis	XIII
Tabellenverzeichnis	XV
Formelverzeichnis	XVII
Kurzzusammenfassung	XVIII
Abstract	XIX
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung / Zielsetzung	1
1.2 Aufbau der Studie	2
1.3 Stand der Wissenschaft	3
2. Definitionen wichtiger Begriffe	4
2.1 Wertorientierte Unternehmensführung	4
2.2 Deutscher Aktienindex	5
2.3 Qualitative und quantitative Auswertung	5
2.4 Principal-Agent-Theorie	5
2.5 Value Reporting	6
2.6 Wertorientierte Kennzahlen	6
3. Schwächen einer klassischen Unternehmenssteuerung	8
4. Wertorientierte Kennzahlen	10
4.1 Ziele wertorientierter Unternehmensführung	10
4.2 Value Reporting wertorientierter Kennzahlen	11
4.2.1 Notwendigkeit der Berichterstattung	11
4.2.2 Zweck und Nutzen der Berichterstattung	12
4.3 Charakter wertorientierter Kennzahlen	13

4.3.1 Begriff und Anforderungen	13
4.3.2 Kategorisierung und Abgrenzung	15
4.4 Ausgewählte wertorientierte Kennzahlen	16
4.4.1 Economic Value Added (EVA ®)	16
4.4.2 Market Value Added (MVA).....	21
4.4.3 Cashflow Return on Investment (CFROI).....	22
4.4.4 Cash Value Added (CVA).....	25
4.4.5 Discounted Cashflow-Verfahren (DCF)	26
4.5 Wertorientierte Kennzahlen im weiteren Sinne	29
4.6 Wertorientierte Vergütungssysteme	36
4.6.1 Gründe und Anreize	36
4.6.2 Arten und Bemessungsgrundlagen	37
5. Exkurs: Unternehmerische Nachhaltigkeit.....	39
5.1 Kernkonzepte unternehmerischer Nachhaltigkeit.....	39
5.2 Deutscher Corporate Governance Kodex	41
5.3 Deutscher Nachhaltigkeitskodex	42
5.4 Leitfaden zur Nachhaltigkeitsberichterstattung.....	43
6. Empirische Auswertung der Geschäftsberichte.....	44
6.1 Allgemeine Grundlagen dieser Studie	44
6.2 Herleitung der Fragen und Hypothesen	47
6.3 Qualitative und quantitative Auswertung der Fragen und Hypothesen.....	49
6.3.1 Offenes Bekenntnis einer wertorientierten Unternehmenssteuerung	50
6.3.2 Bekenntnishäufigkeit einer wertorientierten Unternehmensführung im Zeitverlauf.....	53

6.3.3 Niveau der Kapitalkostensätze im Zeitverlauf	55
6.3.4 Unternehmen mit individuellen wertorientierten Kennzahlen	58
6.3.5 Arten und Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen	60
6.3.6 Häufigkeit qualitativer und quantitativer Berichterstattung wertorientierter Kennzahlen	62
6.3.7 Häufigkeit der Veröffentlichung wertorientierter Kennzahlen im Zeitvergleich	63
6.3.8 Vergleichbarkeit der veröffentlichten Kennzahlen	64
6.3.9 Verlagerung des obersten Zieles vom SHV zur Nachhaltigkeit...	67
6.3.10 Anreizsysteme einer wertorientierten Vergütung.....	69
6.4 Zusammenfassung der Ergebnisse	73
7. Kennzahlendarstellung am Beispiel der RWE AG.....	75
8. Diskussion	81
8.1 Bewertung	81
8.2 Limitation	82
8.3 Empfehlung zur Vereinheitlichung wertorientierter Kennzahlen	83
9. Fazit und Ausblick	85
Anhang.....	87
Fact Sheets.....	105
Literaturverzeichnis.....	129

Abkürzungsverzeichnis

(o.Jg.)	=	ohne Jahrgang
(o.V.)	=	ohne Verfasser
a. S.	=	auf Segmentebene
abzgl.	=	abzüglich
AG	=	Aktiengesellschaft
AG & Co. KGaA	=	Aktiengesellschaft und Compagnie Kommanditgesellschaft auf Aktien
angep.	=	angepasst
APV-Ansatz	=	Adjusted Present Value-Ansatz
AV	=	Anlagevermögen
AVE	=	Added Value on Equity
BCF	=	Brutto-Cashflow
betr.	=	betrieblich/e
BFCF	=	Business Free Cashflow
BIB	=	Brutto-Investitionsbasis
bspw.	=	beispielsweise
bzw.	=	beziehungsweise
CACC	=	Contribution after Capital Charge
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
CC	=	Corporate Citizenship
CE	=	Capital Employed
CFROI	=	Cashflow Return on Investment
CFROIC	=	Cashflow Return on invested Capital
Co.	=	Compagnie

CSR	=	Corporate Social Responsibility
CVA	=	Cash Value Added
CVC	=	Continental Value Contribution
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DCF-Verfahren	=	Discounted Cashflow-Verfahren
DCGK	=	Deutscher Corporate Governance Kodex
DNK	=	Deutscher Nachhaltigkeitskodex
Dr.	=	Doktor/in
DRS	=	Deutsche Rechnungslegungsstandards
dt.	=	deutsch
e.V.	=	eingetragener Verein
EAC	=	EBIT after Asset Charge
EBIT	=	Earnings before Interest and Taxes
EBITaC	=	EBIT after Capital cost
EBITDA	=	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	=	Earnings before Taxes
EE-Steuern	=	Einkommens- und Ertragsteuern
eig.	=	eigene/r
EK	=	Eigenkapital
engl.	=	englisch
EP	=	Economic Profit
EPS	=	Earnings per Share
ERIC	=	Earnings less Riskfree Interest Charge
et al.	=	et alii (dt.: und andere)
EVA ®	=	Economic Value Added

EZB	=	Europäische Zentralbank
F&E-Kosten	=	Forschungs- und Entwicklungskosten
f.	=	folgende
FCF	=	Free Cashflow
ff.	=	fortfolgende
FK	=	Fremdkapital
FLL	=	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
GB	=	Geschäftsbericht
gesell.	=	gesellschaftlich/e
GJ	=	Geschäftsjahr
GK	=	Gesamtkapital
GRI	=	Global Reporting Initiative
GuV	=	Gewinn- und Verlustrechnung
GWB	=	Geschäftswertbeitrag
HGB	=	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	=	Herausgeber
IAS	=	International Accounting Standards
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
immat.	=	immateriell/e
inkl.	=	inklusive
k.A.	=	keine Angaben
KGaA	=	Kommanditgesellschaft auf Aktien
LI	=	Leistungsindikatoren
LTI	=	Long Term Incentive

MDAX	=	Mid-Cap-Deutscher Aktienindex (beinhaltet 50 mittelgroße deutsche oder überwiegend in Deutschland tätige Unternehmen)
Med.	=	Medical
MEVA	=	Merck Value Added
Mio.	=	Millionen
Mrd.	=	Milliarden
MVA	=	Market Value Added
NAA	=	nicht abschreibbare Aktiva
ND	=	Nutzungsdauer
NHKB	=	Nachhaltigkeitsbericht
NOA	=	Net Operating Assets
NOPAT	=	Net Operating Profit after Taxes
NOPLAT	=	Net Operating Profit less adjusted Taxes
ökolog.	=	ökologisch/e
ökon.	=	ökonomisch/e
OFC	=	operativer Cashflow
oper.	=	operativ/e
PPSP	=	Performance Phantom Share Plan
Prof.	=	Professor/in
R	=	Open-Source-Computerprogramm zur Auswertung von Statistiken
RAROC	=	Risk adjusted Return on Capital
RARORAC	=	Risk adjusted Return on Risk adjusted Capital
RAVE	=	Real Asset Value Enhancer
Rn.	=	Randnummer

RNE	=	Rat für Nachhaltige Entwicklung
ROA	=	Return on Assets
ROACE	=	Return on Average Capital Employed
ROCE	=	Return on Capital Employed
ROE	=	Return on Equity
ROI	=	Return on Investment
ROIC	=	Return on invested Capital
RONA	=	Return on Net Assets
ROOA	=	Return on Operating Assets
RORAC	=	Return on Risk adjusted Capital
ROS	=	Return on Sales
S.	=	Seite
s.	=	siehe
SA	=	Sachanlagen
SAV	=	Sachanlagevermögen
SDAX	=	Small-Cap-Deutscher Aktienindex (beinhaltet die 50 nächstgrößeren deutschen Unternehmen nach DAX und MDAX)
SE	=	Stock Exchange
SE & Co. KGaA	=	Stock Exchange & Compagnie Kommanditgesell- schaft auf Aktien
SHV	=	Shareholder Value
SPSS	=	Statistical Package for the Social Sciences (Computerprogramm)
TCF-Ansatz	=	Total Cashflow-Ansatz
teilw.	=	teilweise

TKVA	=	ThyssenKrupp Value Added
US-GAAP	=	United States - Generally Accepted Accounting Principles
US-Dollar	=	United States-Dollar
USA	=	United States of America
usw.	=	und so weiter
UV	=	Umlaufvermögen
V&V-Kosten	=	Verwaltungs- und Vertriebskosten
VA	=	Value Added
Vgl.	=	Vergleiche
VR	=	Value Reporting
WACC	=	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	=	zum Beispiel

Symbolverzeichnis

®	=	registered Trademark
~	=	entspricht
∅	=	durchschnittlich / Durchschnitts-
>	=	größer als (Mathematik)
=	=	gleich (Mathematik)
<	=	kleiner als (Mathematik)
€	=	Euro (Währung)
\$	=	US-Dollar (Währung)
(1-s)	=	Tax Shield
$(r_M - r_S)$	=	Marktrisikoprämie
α	=	Alpha
β -Faktor	=	Beta-Faktor
N	=	Grundgesamtheit (Statistik)
n	=	Betrachtungszeitraum
p	=	Signifikanzwert in der Statistik
r_{EK}	=	Eigenkapitalkostensatz
r_{FK}	=	Fremdkapitalkostensatz
r_{FS}	=	Fremdkapitalzinssatz
r_M	=	Marktrendite
r_S	=	Marktzinssatz für risikolose Anlagen
s	=	Ertragsteuersatz
T	=	unendlicher Planungszeitraum
t	=	Periode

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: EVA ®-Werttreiberbaum.....	17
Abbildung 2: Überblick DCF-Verfahren	26
Abbildung 3: Abgrenzung Nachhaltigkeitskonzepte	41
Abbildung 4: Säulen der Standardangaben im GRI	43
Abbildung 5: DAX-Unternehmen im Oktober 2014.....	44
Abbildung 6: Branchenzugehörigkeit der DAX-30.....	45
Abbildung 7: Bekenntnis zur Unternehmenswertsteigerung.....	52
Abbildung 8: Differenzierte Bezeichnungen einer absoluten gewinnbasierten Kennzahl.....	66
Abbildung 9: Differenzierte Bezeichnungen einer absoluten gewinnbasierten Kennzahl - Quellen	98
Abbildung 10: Fact Sheet Adidas AG	105
Abbildung 11: Fact Sheet BASF SE	106
Abbildung 12: Fact Sheet Bayer AG.....	107
Abbildung 13: Fact Sheet Beiersdorf AG.....	108
Abbildung 14: Fact Sheet BMW AG	109
Abbildung 15: Fact Sheet Continental AG.....	110
Abbildung 16: Fact Sheet Daimler AG.....	111
Abbildung 17: Fact Sheet Deutsche Post AG.....	112
Abbildung 18: Fact Sheet Deutsche Telekom AG.....	113
Abbildung 19: Fact Sheet e.on SE	114
Abbildung 20: Fact Sheet Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA	115
Abbildung 21: Fact Sheet Fresenius SE & Co. KGaA.....	116
Abbildung 22: Fact Sheet HeidelbergCement AG.....	117
Abbildung 23: Fact Sheet Henkel AG & Co. KGaA	118

Abbildung 24: Fact Sheet Infineon Technologies AG.....	119
Abbildung 25: Fact Sheet K+S AG	120
Abbildung 26: Fact Sheet Linde AG	121
Abbildung 27: Fact Sheet Lufthansa AG	122
Abbildung 28: Fact Sheet Merck KGaA.....	123
Abbildung 29: Fact Sheet RWE AG.....	124
Abbildung 30: Fact Sheet SAP AG.....	125
Abbildung 31: Fact Sheet Siemens AG.....	126
Abbildung 32: Fact Sheet ThyssenKrupp AG.....	127
Abbildung 33: Fact Sheet Volkswagen AG.....	128

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Grundsätze des Value Reporting.....	13
Tabelle 2: Kategorisierung wertorientierter Kennzahlen.....	15
Tabelle 3: Entscheidungsregeln EVA ®	20
Tabelle 4: Entscheidungsregeln CVA.....	25
Tabelle 5: Veränderungshistorie des DAX seit 2007	46
Tabelle 6: Formulierungen zur Unternehmenswertsteigerung	51
Tabelle 7: Bekenntnisstärke wertorientierter Unternehmensführung im Zeitverlauf.....	54
Tabelle 8: Veränderung der Kapitalkostensätze im Untersuchungszeitraum....	56
Tabelle 9: Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen.....	61
Tabelle 10: Häufigkeit qualitativer und quantitativer Kennzahlen nach Unternehmen.....	63
Tabelle 11: Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen im Untersuchungszeitraum.....	64
Tabelle 12: ROCE-Definitionen der DAX-Unternehmen.....	66
Tabelle 13: Erfüllung der Nachhaltigkeitskriterien in den DAX-Unternehmen ...	68
Tabelle 14: Wertorientierte Anreizsysteme in den DAX-30	71
Tabelle 15: Ausgangswerte RWE.....	76
Tabelle 16: GuV der RWE AG	76
Tabelle 17: Überleitung zum EBITDA.....	76
Tabelle 18: Kapitalflussrechnung	77
Tabelle 19: Ermittlung des betrieblichen Vermögens der RWE AG	77
Tabelle 20: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-A-C	87
Tabelle 21: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-D-F	88
Tabelle 22: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-H-L	89

Tabelle 23: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-M-Z.....	90
Tabelle 24: Berechnung der Brutto-Investitionsbasis	91
Tabelle 25: Berechnung des Brutto-Cashflows	91
Tabelle 26: Berechnung der nicht abschreibbaren Aktiva	91
Tabelle 27: Berechnung des Capital Employed	91
Tabelle 28: Berechnung des Free Cashflows.....	92
Tabelle 29: Berechnung des Net Operating Profit after Taxes.....	92
Tabelle 30: Gliederungsschema Kapitalflussrechnung nach DRS2	93
Tabelle 31: Bekenntnisstärke wertorientierter Unternehmensführung im Zeitverlauf - Quellen	95
Tabelle 32: Veränderung der Kapitalkostensätze im Untersuchungszeitraum - Quellen	96
Tabelle 33: Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen im Untersuchungszeitraum - Quellen	97
Tabelle 34: Erfüllung der Nachhaltigkeitskriterien in den DAX-Unternehmen - Quellen	99
Tabelle 35: Wertorientierte Anreizsysteme in den DAX-30 - Quellen.....	100
Tabelle 36: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-A-C - Quellen	101
Tabelle 37: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-D-F - Quellen.....	102
Tabelle 38: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-H-L - Quellen.....	103
Tabelle 39: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-M-Z - Quellen	104

Formelverzeichnis

Formel 1: Shareholder Value.....	4
Formel 2: EVA ® - direkte Ermittlung	17
Formel 3: EVA ® - indirekte Ermittlung.....	17
Formel 4: WACC	18
Formel 5: CAPM - Berechnung des EK-Kostensatzes	18
Formel 6: Ermittlung des FK-Kostensatzes	19
Formel 7: MVA.....	21
Formel 8: CFROI	23
Formel 9: Value-Spread-Formel CVA.....	25
Formel 10: ROA.....	30
Formel 11: ROACE.....	30
Formel 12: ROCE	31
Formel 13: ROE.....	32
Formel 14: ROI	33
Formel 15: ROIC	34
Formel 16: ROOA.....	34
Formel 17: ROS.....	35

Autor: Thomas Humke
Titel: „Masterarbeit: Wertorientierte Unternehmensführung
am Beispiel der DAX-30-Unternehmen – Qualitative und
quantitative Auswertung auf Grundlage der externen
Geschäftsberichterstattung“
Erscheinungsjahr: 2015
Studiengang: Unternehmensentwicklung MBP
Erstprüferin: Frau Prof. Dr. Heike Langguth
Zweitprüfer: Wirtschaftsdiplom Betriebswirt Volker Hagen

Kurzzusammenfassung

Eine wertorientierte Unternehmensführung hat in den letzten Jahren in den Unternehmen zunehmend an Bedeutung gewonnen. Wertorientierung stellt dabei ein Führungsverhalten dar, welches sich mit der Gestaltung und Realisierung von wertorientierten Zielen auf Managementebene beschäftigt. Heutzutage lebt Wertorientierung vom Einklang aus ökonomischen, ökologischen und gesellschaftlichen Gesichtspunkten.

Die vorliegende Masterarbeit befasst sich mit der Geschäftsberichtsanalyse der DAX-30-Unternehmen hinsichtlich wertorientierter Steuerung. Dabei werden Unternehmen hinsichtlich ihres Bekenntnisses zur Wertorientierung, Veröffentlichung wertorientierter Kennzahlen und Höhe der Kapitalkostensätze untersucht. Hierbei kommt der Vergleichbarkeit und Transparenz eine entscheidende Rolle zu.

Die Untersuchung ergibt ein hohes Bekenntnis zur Wertorientierung in nahezu allen betrachteten DAX-Unternehmen. Die Unternehmen führen viele Spitzenkennzahlen an, die vorwiegend auf dem Economic Value Added basieren. Zusätzlich werden eine Reihe weiterer, in der betrieblichen Praxis als wertorientierte Kennzahlen genutzte Messgrößen, herausgegeben. Eine Vergleichbarkeit untereinander gestaltet sich sehr schwierig, da Berechnung und Bezeichnung gleicher Kennzahlen sehr unterschiedlich sind. Daran wird sich ohne einheitlichen Standard in naher bis mittelfristiger Zukunft nichts ändern.

Author: Thomas Humke
Title: „Masterarbeit: Wertorientierte Unternehmensführung
am Beispiel der DAX-30-Unternehmen – Qualitative und
quantitative Auswertung auf Grundlage der externen
Geschäftsberichterstattung“
Year of publication: 2015
Course of studies: Unternehmensentwicklung MBP
First examiner: Frau Prof. Dr. Heike Langguth
Second examiner: Wirtschaftsdiplom Betriebswirt Volker Hagen

Abstract

Value orientation thereby represents a leadership behaviour, which is engaged in the arrangement and implementation of value based targets on management level. An additional benefit can only be created by an actual return which is higher than the cost of capital. Nowadays, value orientation lives from harmony of economic, environmental and social aspects.

This thesis deals with the Annual Report Analysis in terms of value based management of the DAX-30. These companies will be investigated by their commitment to value creation, publication of value based metrics and weighted average cost of capital. In this case the comparability and transparency are playing a decisive role.

Examination shows a high commitment to value creation in almost all considered DAX companies. The companies work with many key indicators, which are mainly based on the Economic Value Added. In addition, there is a number of other metrics, which are used as value based metrics in practice. A comparison among themselves is very difficult, because calculation and identification of same figures are very different. It will not change in the near to medium future without any unified standards.

1. Einleitung

Seit Beginn des neuen Jahrtausends rücken Wertorientierung, Corporate Governance und Nachhaltigkeit immer mehr in den Fokus.¹ Dabei muss sichergestellt sein, dass allen Stakeholder-Interessen wie denen der Aktionäre und Eigentümer von externer Seite sowie denen des Vorstands und Managements von interner Seite entsprochen wird.

1.1 Problemstellung / Zielsetzung

Die heutige Zeit wird immer schnelllebiger. Unternehmen und Umwelt befinden sich im stetigen Wandel. Um in der unternehmerischen Praxis erfolgreiche Entscheidungen treffen zu können, sind präzise Informationen für Manager und Investoren unverzichtbar.² Vorrangiges Ziel des Shareholder Value ist die Steigerung des Unternehmenswertes.³ Um dies zu erreichen, bedarf es einer wertorientierten Unternehmensführung.⁴ Daneben ist jedoch auch die unternehmerische Nachhaltigkeit zu beachten.

In der Literatur existiert eine Fülle wertorientierter Kennzahlen, die auch von den größten deutschen Unternehmen verwendet werden. Problematisch gestaltet sich jedoch die Vergleichbarkeit, da für diese Kennzahlen keine einheitlichen Berechnungsgrundlagen definiert sind.⁵ Ziel dieser Arbeit ist eine Analyse anhand der veröffentlichten Geschäftsberichte der DAX-30-Unternehmen in Bezug auf eine wertorientierte Unternehmenssteuerung.⁶ Dabei soll dargestellt werden, welche wertorientierten Kennzahlen und Vorgrößen in den DAX-Unternehmen verwendet werden. Anhand der Kennzahlen soll eine Aussage über die Vergleichbarkeit von Unternehmen und Kennzahlen getroffen werden. Weiterhin soll die Studie Aufschluss über die Stärke der Nachhaltigkeitsverantwortung in den Unternehmen geben. Hierzu sollen Hypothesen aufgestellt werden, die mithilfe der Ergebnisse der Untersuchung beantwortet werden. Zusätz-

¹ Vgl. Droste et al. (2006), S. 1

² Vgl. Hoffmann (2011), S. 1

³ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 1

⁴ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 1

⁵ Vgl. Weber et al. (2004), S. 291

⁶ Die Untersuchung erfolgt mit den Unternehmen, die sich zum 01.10.2014 im DAX befinden (Vgl. Kapitel 6.1).

lich werden weitere kleine Fragestellungen rund um das Thema *Wertorientierung* beantwortet.

1.2 Aufbau der Studie

Für einen ersten Überblick werden die wichtigsten Begriffe dieser Arbeit in Kapitel 2 definiert. Anschließend folgt in Kapitel 3 die Darstellung der Schwächen einer klassischen Unternehmenssteuerung. Kapitel 4 stellt wertorientierte Kennzahlen dar. Dabei wird zunächst auf Ziele wertorientierter Unternehmensführung sowie den Nutzen des Value Reporting eingegangen, um die wertorientierte Unternehmensführung zu begründen. Danach werden ausgewählte wertorientierte Kennzahlen vorgestellt und beurteilt. Zusätzlich werden weitere, in der betrieblichen Praxis als wertorientierte Kennzahlen verwendete Messgrößen vorgestellt. Den Abschluss des Kapitels bildet eine Betrachtung wertorientierter Vergütungssysteme, die einen wichtigen Teil der Motivation und Akzeptanz von Wertorientierung im Unternehmen darstellen. In Kapitel 5 erfolgt ein Exkurs zur unternehmerischen Nachhaltigkeit, in dem deren Wichtigkeit für die Unternehmensstrategie anhand von Kernkompetenzen herausgestellt wird. Daneben wird auf Kodizes zur Nachhaltigkeit eingegangen. Eine Betrachtung der Global Reporting Initiatives runden diesen Exkurs ab. Die Thematik des Exkurses wird in einzelnen Fragen und Hypothesen der Studie behandelt. Die Untersuchung (Kapitel 6) beginnt mit einem allgemeinen Teil, in dem Grundlagen und Voraussetzungen festgelegt werden. Anschließend werden Fragen und Hypothesen zur Wertorientierung hergeleitet, untersucht und die Ergebnisse zusammengefasst. Kapitel 7 zeigt die Transparenz wertorientierter Berichterstattung der veröffentlichten Kennzahlen am Beispiel der RWE AG. In Kapitel 8 werden die Ergebnisse bewertet und die Grenzen der Arbeit für spätere Auswertungen aufgezeigt. Weiterhin wird eine Empfehlung gegeben, wie eine bessere Vergleichbarkeit wertorientierter Kennzahlen erreicht werden könnte. Kapitel 9 zieht Bilanz aus den Ergebnissen und gibt einen Ausblick auf die zukünftige Entwicklung.

1.3 Stand der Wissenschaft

Wertorientierte Unternehmensführung ist bereits seit den 1990ern in Deutschland präsent.⁷ Unzählige Autoren haben sich bereits mit der Thematik befasst. In der Wissenschaft existieren bereits einige Untersuchungen zur Wertorientierung, auch speziell für DAX-Unternehmen. Da sich die Zusammensetzung des DAX im Laufe der Jahre häufig verändert hat (Vgl. Kapitel 6.1), werden nur Studien herangezogen, die die Geschäftsjahre 2006 oder später betrachten. Auch der sich ändernden rechtlichen Verordnungen wird auf diese Weise Rechnung getragen. Beispiele sind die Studien von Langguth⁸, Pilzecker⁹, Voigt¹⁰ und Willburger¹¹.

Alle existierenden Studien weisen abgewandelte Betrachtungsschwerpunkte auf, sodass keine direkte Vergleichbarkeit untereinander und zu dieser Studie hergestellt werden kann. Langguth untersucht 23 Unternehmen anhand der Geschäftsberichte 2006 und damit alle Unternehmen außer Vertretern der Banken- und Versicherungsbranche.¹² Die Zusammensetzung des DAX ist jedoch nicht mehr aktuell. Pilzecker betrachtet zwar alle 30 Unternehmen anhand der Geschäftsberichte 2008, allerdings thematisch nur in Teilbereichen übereinstimmend mit denen dieser Studie. Voigt untersucht lediglich elf willkürlich ausgewählte DAX-Konzerne anhand der Geschäftsberichte 2010.¹³ Willburger betrachtet vier DAX-Unternehmen anhand der Geschäftsberichte 2011, diese jedoch ausführlich. Alle genannten Studien sind Zeitpunkt Betrachtungen eines Geschäftsjahres. In dieser Arbeit ist eine Vollerhebung ohne Banken und Versicherungsunternehmen geplant. Zusätzlich wird es bei einigen Hypothesen eine Zeitrumbetrachtung mehrerer Geschäftsjahre geben, sodass eine mögliche Veränderung in der Unternehmenskultur festgestellt werden kann.

⁷ Vgl. Coenenberg / Salfeld (2007), S. 3

⁸ Vgl. Langguth (2008), S. 291ff.

⁹ Vgl. Pilzecker (2011)

¹⁰ Vgl. Voigt (2012)

¹¹ Vgl. Willburger (2013)

¹² Vgl. Langguth (2008), S. 296f.

¹³ Vgl. Voigt (2012), S. 68

2. Definitionen wichtiger Begriffe

Um dem Leser den Einstieg in die Materie zu erleichtern, sollen an dieser Stelle die wichtigsten Begriffe dieser Arbeit definiert werden.

2.1 Wertorientierte Unternehmensführung

Unter einer wertorientierten Unternehmensführung (engl.: Value based Management) wird das Streben des Managements eines Unternehmens nach langfristiger Steigerung des Vermögens der Anteilseigner und damit des Unternehmenswertes verstanden.¹⁴ Wertorientierte Unternehmensführung basiert auf dem Shareholder Value von RAPPAPORT, dessen Grundgedanke die Maximierung des Wertes des Eigenkapitals ist.¹⁵ Als Shareholder Value wird der Marktwert des Eigenkapitals eines Unternehmens bezeichnet.¹⁶ Hierbei gilt es, Maßnahmen zu treffen, die zu einer Steigerung des Shareholder Value führen.¹⁷ Der Unternehmenswert ist der Wert, der sich aus der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme zum Stichtag ergibt.¹⁸ Er berechnet sich durch Subtraktion des Fremdkapitals vom Gesamtkapital, jeweils bewertet zu Marktpreisen (Formel 1).

$$SHV = \text{Gesamtkapital}_{\text{Markt}} - \text{Fremdkapital}_{\text{Markt}} = \text{Eigenkapital}_{\text{Markt}}$$

Formel 1: Shareholder Value¹⁹

Plaschke sieht die Wertorientierung neben der Wettbewerbsorientierung von PORTER und der Ressourcensicht von HAMEL / PRAHALAD als eine von drei Sichtweisen des strategischen Managements.²⁰ Um den Wert eines Unternehmens nachhaltig zu steigern, bedarf es einer Strategie, welche über das Unternehmensleitbild in der höchsten Ebene unternehmerischen Handelns verankert ist.²¹

¹⁴ Vgl. Palli (2004), S. 131

¹⁵ Vgl. Weber et al. (2004), S. 6; Stührenberg et al. (2003), S. 1

¹⁶ Vgl. Stührenberg et al. (2003), S. 2; Voigt (2012), S. 5

¹⁷ Vgl. Voigt (2012), S. 5

¹⁸ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 4

¹⁹ Quelle: Stührenberg et al. (2003), S. 2

²⁰ Vgl. Plaschke (2003), S. 17

²¹ Vgl. Droste et al. (2006), S. 3

2.2 Deutscher Aktienindex

Der Deutsche Aktienindex (DAX) ist der bedeutendste Aktienindex der Bundesrepublik Deutschland.²² Er beinhaltet die 30 größten deutschen Unternehmen, gemessen an ihrer Marktkapitalisierung und ihres Börsenumsatzes.²³ Der DAX spiegelt die Entwicklung des deutschen Aktienmarktes wieder.²⁴ Seine Einzelwerte repräsentieren etwa 80 % des in Deutschland zugelassenen Börsenkapitals.²⁵ Dadurch ist davon auszugehen, dass das Kommunikationsverhalten der DAX-Konzerne von der nationalen und internationalen Öffentlichkeit mit großem Interesse verfolgt wird.²⁶

2.3 Qualitative und quantitative Auswertung

Die quantitative Auswertung besteht in dieser Arbeit aus der Erhebung und Analyse von Kennzahlen. Sie beinhaltet alles, was zahlenmäßig messbar ist und ist damit im Gegensatz zur qualitativen Auswertung leicht zu definieren. Qualitativ bedeutet hingegen die Überprüfung von wahrnehmbaren Zuständen und Merkmalen anhand konkreter Eigenschaften. Dieser Begriff ist ungleich schwieriger zu erläutern, da hier auch subjektive Eindrücke eine Rolle spielen. Insbesondere das Bekenntnis einer wertorientierten Unternehmenssteuerung und die Thematik der unternehmerischen Nachhaltigkeit stellen qualitative Merkmale dieser Arbeit dar. Mangels klarer Abgrenzungsmöglichkeiten in konkrete Themengebiete der qualitativen und quantitativen Auswertung findet in dieser Arbeit keine Trennung statt.

2.4 Principal-Agent-Theorie

Die Principal-Agent-Theorie ist vor allem in den Wirtschaftswissenschaften etabliert. Ein Principal ist der Auftraggeber, der dem Agenten eine Aufgabe überträgt, die er in seinem Sinne erfüllen soll.²⁷ Der Agent besitzt für gewöhn-

²² Vgl. Finanzen.net (2014a), Datei: DAX.pdf

²³ Vgl. Laier (2011), S. 173

²⁴ Vgl. Finanzen.net (2014a), Datei: DAX.pdf

²⁵ Vgl. Laier (2011), S. 173

²⁶ Vgl. Laier (2011), S. 173

²⁷ Vgl. Kortebusch (2013), S. 35

lich einen Wissensvorsprung, wodurch Informationsasymmetrien entstehen.²⁸ Agenten erbringen Dienstleistungen für den Principal, verfolgen dabei aber eigene Interessen.²⁹ Ihre Handlungen sind vom Principal nicht vollständig zu kontrollieren. Ziel der Shareholder ist eine Maximierung des Unternehmenswertes, wohingegen die oberste Führungsebene auf die Maximierung ihrer Vergütung aus ist.³⁰ Ziel ist es also, Bestrebungen des Agenten und des Principals in Einklang zu bringen, beispielsweise über eine wertorientierte Vergütung (Vgl. Kapitel 4.6).³¹

2.5 Value Reporting

Unter Value Reporting wird die Bereitstellung von Informationen innerhalb des Jahresabschlusses eines Unternehmens verstanden, die über die Pflichtberichterstattung hinausgehen.³² Ziel ist es, Informationsasymmetrien zwischen den Interessengruppen abzubauen und eine Unternehmensbewertung zu erleichtern.³³ Somit stellt die wertorientierte Berichterstattung eine Ergänzung zur Finanzberichterstattung dar, in der finanzielle sowie nicht-finanzielle Unternehmensziele ausführlich erläutert und Informationen über Chancen und Risiken des Marktes und Pläne zukünftiger Projekte im Hinblick auf Wertorientierung im Gesamtunternehmen oder einzelnen Segmenten bereitgestellt werden können.³⁴

2.6 Wertorientierte Kennzahlen

Kennzahlen stellen Messgrößen dar, die betriebswirtschaftliche Vorgänge in verdichteter, quantitativer Form widerspiegeln.³⁵ Sie dienen vorwiegend der internen Steuerung, sind jedoch auch für externe Betrachter interessant.³⁶ Wertorientierte Kennzahlen stellen ebenfalls Messgrößen dar. Anders als bei

²⁸ Vgl. Kortebusch (2013), S. 35

²⁹ Vgl. Coenenberg / Salfeld (2007), S. 178f.

³⁰ Vgl. Coenenberg / Salfeld (2007), S. 179

³¹ Vgl. Voigt (2012), S. 6

³² Vgl. Gundel (2012), S. 36

³³ Vgl. Gundel (2012), S. 36; Riemer (2007), S. 4

³⁴ Vgl. Riemer (2007), S. 4f.

³⁵ Vgl. Steger (2014), S. 1

³⁶ Vgl. Günther (2002), S. 92

ertragsorientierten Kennzahlen sind wertorientierte Kennzahlen erst positiv zu bewerten, wenn eine Prämie auf die Kapitalkosten erzielt wird und damit ein Wertbeitrag geschaffen wird.³⁷ Der Unternehmenswert bestimmt sich aus den zukünftigen Cashflows.³⁸ In den Unternehmen stellen wertorientierte Kennzahlen auch Schlüsselfaktoren zur langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes dar.³⁹ Diese bilden den Mittelpunkt wertorientierter Konzepte. Die in der betrieblichen Praxis am häufigsten verwendeten Kennzahlenkonzepte sind der Economic Value Added (EVA ®), der Cashflow Return on Investment (CFROI) und der Cash Value Added (CVA).⁴⁰

³⁷ Vgl. Voigt (2012), S. 7; Günther (2002), S. 89

³⁸ Vgl. Weber / Schäffer (2014), S. 179

³⁹ Vgl. Schmitt / Ederer (2008), S. 34

⁴⁰ Vgl. Kapitel 6.3.7

3. Schwächen einer klassischen Unternehmenssteuerung

Um den Bedarf an einer wertorientierten Unternehmenssteuerung zu begründen, sollen an dieser Stelle die Schwächen einer klassischen Unternehmenssteuerung dargestellt werden.

Traditionelle finanzwirtschaftliche Kennzahlen und Kennzahlensysteme beruhen üblicherweise auf erfolgs- und liquiditätsorientierten Spitzenkennzahlen.⁴¹ Bei einer klassischen Unternehmenssteuerung wird häufig der Jahresüberschuss als Erfolgsgröße verwendet.⁴² Die Kennzahlen sind damit vergangenheitsorientiert, der Beurteilungshorizont der Investoren ist jedoch langfristig.⁴³ Bilanzgrößen dienen der externen Berichterstattung, sind aber für die interne Unternehmenssteuerung nicht geeignet.⁴⁴ Das EBIT betrachtet nur die operative Tätigkeit, wobei außerordentliche Aufwendungen und Zinsen ignoriert werden.⁴⁵ Zinsen, Steuern und Abschreibungen müssen jedoch auch verdient werden. Rentabilitätskennzahlen unterscheiden sich nach Branchen teilweise sehr deutlich voneinander.⁴⁶

Auch der Zeitwert des Geldes wird bei traditionellen Kennzahlen außer Acht gelassen.⁴⁷ Heute verfügbare Gelder sind mehr wert als in einem Jahr.⁴⁸ Heute kann das Geld zu einem Mindest-Zinssatz angelegt werden. Eine unternehmerische Tätigkeit ist mit hohen Risiken verbunden und muss daher höher verzinst werden.⁴⁹

Traditionelle Kennzahlen können durch gesetzliche Regelungen verfälscht werden. Der Ausweis von Gewinnen unterliegt Aktivierungs- und Passivierungswahlrechten und ist damit anfällig für Manipulationen.⁵⁰ Es besteht somit eine starke Abhängigkeit von der Bilanzierungspolitik des Unternehmens. So können z.B. verschiedene Abschreibungsmethoden und Verbrauchsfolgeverfahren ge-

⁴¹ Vgl. Preißler (2008), S. 48ff.; Seilheimer (2007), S. 70f.; Steger (2014), S. 125

⁴² Vgl. Weber / Schäffer (2014), S. 178; Günther (2002), S. 89

⁴³ Vgl. Pape (2010), S. 32

⁴⁴ Vgl. Pape (2010), S. 31

⁴⁵ Vgl. Weber / Schäffer (2014), S. 178

⁴⁶ Vgl. Weber / Schäffer (2014), S. 178

⁴⁷ Vgl. Weber / Schäffer (2014), S. 179; Günther (2002), S. 89

⁴⁸ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 20

⁴⁹ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 20

⁵⁰ Vgl. Britzelmaier (2009), S. 16; Pape (2010), S. 31; Günther (2002), S. 89

wählt werden.⁵¹ Daneben bestehen Bewertungsspielräume bei der Bilanzierung von Herstellungskosten.⁵² Die Spielräume führen zu einer Veränderung des Gewinnausweises.⁵³

Ein weiterer Kritikpunkt ist die Vergangenheitsorientierung buchhalterischer Größen.⁵⁴ Traditionelle Steuerungsgrößen sind periodenbezogen.⁵⁵ Eine Unternehmenssteuerung soll jedoch auf eine langfristige Zukunftsplanung ausgerichtet sein. Zukünftige Investitionen, die über die Generierung neuer Überschüsse zur Existenzsicherung des Unternehmens beitragen, werden nicht berücksichtigt.⁵⁶ Durch den Vergangenheitsbezug informieren sie nicht über die Höhe einer Werterzeugung oder Wertvernichtung.⁵⁷ Auch berücksichtigen finanzwirtschaftliche Kennzahlen und Kennzahlensysteme weder unternehmerische Risiken noch den notwendigen Kapitaleinsatz.⁵⁸ Buchhalterische Erfolgsgrößen lassen Kapitalkosten außer Acht.⁵⁹ Durch Rentabilitätskennzahlen lässt sich der Börsenwert von Unternehmen sehr schlecht vergleichen, wodurch Gefahren zu spät erkannt werden können.⁶⁰

Durch die Kritik an finanzwirtschaftlichen Kennzahlen und Kennzahlensystemen hat sich die Entwicklung wertorientierter Kennzahlen beschleunigt.⁶¹ Als Ergebnis wertorientierter Kennzahlen steht im Optimalfall ein Übergewinn. Ihre Ausrichtung liegt auf der Maximierung des Unternehmenswertes. Bedeutende wertorientierte Kennzahlen sind beispielsweise der EVA®, MVA, CVA, CFROI oder die DCF-Verfahren, welche in Kapitel 4.4ff. vorgestellt werden.

⁵¹ Vgl. Pilzecker (2011), S. 5

⁵² Vgl. Britzelmaier (2009), S. 16

⁵³ Vgl. Schmitt / Ederer (2008), S. 124; Weber / Schäffer (2014), S. 179

⁵⁴ Vgl. Pape (2010), S. 31

⁵⁵ Vgl. Weber / Schäffer (2014), S. 179

⁵⁶ Vgl. Pape (2010), S. 31

⁵⁷ Vgl. Pape (2010), S. 31

⁵⁸ Vgl. Steger (2014), S. 125; Weber / Schäffer (2014), S. 180; Pilzecker (2011), S. 7

⁵⁹ Vgl. Pape (2010), S. 32; Günther (2002), S. 89

⁶⁰ Vgl. Weber / Schäffer (2014), S. 180

⁶¹ Vgl. Steger (2014), S. 126

4. Wertorientierte Kennzahlen

Dieses Kapitel behandelt das breite Themengebiet der Wertorientierung. Dazu wird zunächst die Bedeutung für die Unternehmensführung sowie Notwendigkeit und Nutzen externer Berichterstattung für Unternehmen dargestellt. Daneben werden wertorientierte Kennzahlen in ihren Wesen und Anforderungen beschrieben. Weiterhin werden ausgewählte wertorientierte Kennzahlen vorgestellt und ihre Vor- und Nachteile diskutiert. Zusätzlich sollen weitere Kennzahlen dargestellt werden, die oft als wertorientiert genutzt werden, diese aber nur im weiteren Sinne darstellen. Zum Abschluss dieses Kapitels werden wertorientierte Vergütungssysteme erläutert, da sie eine Möglichkeit der Akzeptanz bei Mitarbeitern darstellen.

4.1 Ziele wertorientierter Unternehmensführung

Das Berufsleben von Führungskräften besteht zu einem großen Teil aus Kommunikation. Es ist auf Innovationen sowie deren erfolgreiche Implementierung in die Unternehmensstrategie ausgerichtet.⁶² Voraussetzung hierfür ist ein klares Verständnis der Führungskräfte von ihrem Unternehmen sowie dessen Zielen.⁶³ Aus Sicht der Eigenkapitalgeber lässt sich eine besondere Schutzbedürftigkeit ableiten, da für sie keine vertragliche Fixierung der Ansprüche mit dem Unternehmen besteht.⁶⁴ Es kommt zu Konflikten, die in der Principal-Agent-Theorie münden (Vgl. Kapitel 2.4).

Aus Unternehmenssicht ist Wertorientierung allein schon aus Wettbewerbsgründen notwendig. Eigenkapital ist eine knappe Ressource, mit der es verantwortungsvoll umzugehen heißt.⁶⁵ Um dauerhaft produzieren zu können, benötigen Unternehmen fortlaufend neues Kapital, welches sie so günstig wie möglich aufnehmen möchten.⁶⁶ Wertorientierte Kennzahlen sollen Informationen erbringen, um die Leistung des Managements beurteilen zu können.⁶⁷

⁶² Vgl. Habelt / Sonnabend (2013), S. 5

⁶³ Vgl. Habelt / Sonnabend (2013), S. 5

⁶⁴ Vgl. Voigt (2012), S. 5

⁶⁵ Vgl. Voigt (2012), S. 6

⁶⁶ Vgl. Kunz / Teuscher in: Hölscher (2007), S. 5

⁶⁷ Vgl. Günther (2002), S. 94

4.2 Value Reporting wertorientierter Kennzahlen

Dieses Unterkapitel befasst sich mit dem Value Reporting wertorientierter Kennzahlen. Dazu soll zunächst dessen Notwendigkeit dargestellt werden. Danach werden Anforderungen vorgestellt, die es bei der Berichterstattung zu beachten gilt.

4.2.1 Notwendigkeit der Berichterstattung

Kommunikation der Unternehmensführung mit Investoren wird immer wichtiger.⁶⁸ Durch glaubwürdige Berichterstattung kann bei Investoren Vertrauen und Reputation aufgebaut werden.⁶⁹ Ziel der Unternehmen muss es sein, den Marktwert des Unternehmens positiv zu beeinflussen.⁷⁰ Um dies zu erreichen, sind die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer zu analysieren und zu befriedigen. Eine weitere Zielsetzung des Value Reporting ist die Verbesserung der Corporate Governance im Unternehmen (Vgl. Kapitel 5.1).⁷¹ Erfolgreiche Unternehmen publizieren schon allein aus Eigeninteresse, um ihre Kapitalkosten zu senken.⁷²

Anhand von wertorientierten Kennzahlen soll die Wertentwicklung im Unternehmen dargestellt werden.⁷³ Um die Analyse der vergangenen Entwicklung zu vereinfachen, kann eine wertorientierte Kennzahl in Werttreiber aufgespalten werden.⁷⁴ Werttreiber einer Kennzahl lassen sich sehr gut in einem Treiberbaum darstellen.⁷⁵ Anhand des Treiberbaumes lassen sich die einzelnen Einflussgrößen erkennen. Auf diese Weise kann bestimmt werden, welche Maßnahmen für welche Werttreiber erlassen werden müssen, um die Spitzenkennzahl in die gewünschte Richtung zu beeinflussen.

⁶⁸ Vgl. Laier (2011), S. 149

⁶⁹ Vgl. Laier (2011), S. 149

⁷⁰ Vgl. Langguth (2008), S. 206

⁷¹ Vgl. Langguth (2008), S. 206

⁷² Vgl. Laier (2011), S. 149, 152

⁷³ Vgl. Voigt (2012), S. 24

⁷⁴ Vgl. Weber et al. (2004), S. 106f.

⁷⁵ Sie finden in dieser Arbeit einen Treiberbaum zum EVA ® (Vgl. Kapitel 4.4.1).

4.2.2 Zweck und Nutzen der Berichterstattung

Eine wertorientierte Berichterstattung soll gewisse Anforderungen erfüllen, um ihre Aussagekraft zu erhöhen.⁷⁶ Ziel ist ein Abbau von Informationsasymmetrien und eine Erleichterung der Unternehmensbewertung.⁷⁷ Value Reporting umfasst alle über die Publizitätspflicht der Unternehmen hinausgehenden wertrelevanten Angaben.⁷⁸ Es soll einen Bezug zu den im Unternehmen verwendeten wertorientierten Kennzahlen herstellen (Vgl. Kapitel 4.4ff.). Hierbei wird darauf abgezielt, die wirtschaftliche Gesamtlage sowie die zukünftige Entwicklung des Unternehmens abzubilden.⁷⁹

Der *Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung* der Schmalenbachgesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. hat Grundsätze für das Value Reporting formuliert.⁸⁰ Diese sind in Tabelle 1 dargestellt.

Management Approach	Im Zentrum steht diejenige wertorientierte Kennzahl, nach der das Unternehmen gesteuert wird. So kann gewährleistet werden, dass auch diejenigen Informationen bereitgestellt werden, die zur Unternehmenssteuerung verwendet werden.
Klarheit	Publizierte Informationen sollen für externe Betrachter klar und nachvollziehbar sein. Dabei sollen einzelne Komponenten detailliert beschrieben und verwendete Berechnungsverfahren dargestellt werden.
Vergleichbarkeit	Im VR sollen Informationen sachlich, zeitlich und formal vergleichbar sein. Um Investoren einen aussagekräftigen Vergleich zu bieten, sind mindestens Daten des Vorjahres zusätzlich anzugeben. Das bedeutet, es wird davon ausgegangen, dass sich Kennzahlen stets auf dieselbe Art errechnen lassen. Sollten Abweichungen notwendig werden, so sind diese zu beschreiben und deren Auswirkungen aufzuzeigen.
Ausgewogenheit	Im Bericht soll ein ausgewogenes Verhältnis zwischen positiven und negativen Entwicklungen herrschen, um die Realität korrekt abzubilden und keine falschen Rückschlüsse zuzulassen.
Segmentierung	Die Berichterstattung soll nicht nur konzern-, sondern auch segmentbezogen für alle Unternehmensteile oder Länder erfolgen.
Regelmäßigkeit	Diese Grundsätze sollen in allen Jahresberichten angewendet werden. Daneben sollen sich Unternehmen auch in Quartals- und Zwischenberichten an ihnen orientieren.

⁷⁶ Vgl. Voigt (2012), S. 25

⁷⁷ Vgl. Laier (2011), S. 150

⁷⁸ Vgl. Schultze et al. (2009), S. 14

⁷⁹ Vgl. Heidemann / Hofmann (2009), S. 81f.

⁸⁰ Vgl. Gundel (2012), S. 228ff.

Prüfung	Um die Glaubwürdigkeit zu erhöhen, sollen Angaben des Value Reporting von einem Abschlussprüfer geprüft werden oder in den verpflichtenden Lagebericht integriert werden.
---------	---

Tabelle 1: Grundsätze des Value Reporting⁸¹

Einige dieser Anforderungen finden sich bei der Kennzahlendarstellung am Beispiel der RWE AG in Kapitel 7 wieder.

Neben diesen theoretischen Grundsätzen gilt es rechtliche Grundlagen zu beachten. § 290 HGB verpflichtet ein Mutterunternehmen zur Aufstellung eines Konzernabschlusses und eines Konzernlageberichtes.⁸² Der Konzernabschluss lässt nur in bedingtem Maße einen Einblick in die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens zu.⁸³ Informationen über eine wertorientierte Unternehmensführung finden sich im Konzernlagebericht, dessen Pflicht und Umfang sich aus §§ 290, 315, 315a HGB ergeben. Eine nähere Betrachtung der rechtlichen Anforderungen ist nicht Teil dieser Arbeit.

4.3 Charakter wertorientierter Kennzahlen

Nicht jede Kennzahl hat einen wertorientierten Charakter. In diesem Unterkapitel sollen die Anforderungen erörtert sowie eine Kategorisierung in Kennzahlengattungen durchgeführt werden.

4.3.1 Begriff und Anforderungen

Durch die Aufstellung wertorientierter Kennzahlen verfolgt ein Unternehmen das Ziel, die Mitarbeiter zu einem Handeln zu bewegen, bei dem sie einen größtmöglichen Beitrag zur Unternehmenszielerreichung leisten.⁸⁴ Kennzahlen fungieren als Messvorschrift. Zu Beginn einer Betrachtungsperiode wird eine bestimmte Zielgröße vorgegeben; am Ende des Zeitraumes erfolgt die Messung des Zielerreichungsgrades.⁸⁵ Neben der Leistungsfunktion besitzen Kennzahlen noch eine Lenkungsfunktion. Um diese Funktion ausüben zu können, bedarf es

⁸¹ in Anlehnung an: Gundel (2012), S. 228ff.

⁸² Vgl. Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (2014), § 290 Absatz 1, Satz 1 HGB, Datei: HGB.pdf

⁸³ Vgl. Langguth (2008), S. 207

⁸⁴ Vgl. Weber et al. (2004), S. 84f.

⁸⁵ Vgl. Weber et al. (2004), S. 85

verschiedener Gütekriterien bei den wertorientierten Kennzahlen.⁸⁶ Es gibt bereits Anforderungskataloge diverser Autoren. Weber et al. haben sich für folgende Auswahl entschieden:⁸⁷

- *Zielkongruenz*: Zielkongruenz ist dann gegeben, wenn eine Kennzahl das erstrebte Ziel auch tatsächlich abbildet oder wenigstens mittelbar unterstützt. Damit ist Zielkongruenz eine maßgebende Voraussetzung dafür, dass sich Mitarbeiter eines Unternehmens mit vollem Arbeitseinsatz am Ziel der Unternehmenswertsteigerung ausrichten.
- *Zeitliche Entscheidungsverbundenheit*: Hierbei soll gewährleistet werden, dass die Folgen der getroffenen Entscheidungen möglichst zeitnah ersichtlich sind. Das bedeutet, dass sich Auswirkungen unterjährig getroffener Entscheidungen bestenfalls bereits in der Kennzahl am Periodenende niederschlagen.
- *Sachliche Entscheidungsverbundenheit*: Bei der sachlichen Entscheidungsverbundenheit geht es darum, dass ausschließlich Folgen der von Mitarbeitern getroffenen Entscheidungen betrachtet werden. Es ist darauf zu achten, dass positive oder negative Resultate, die nicht ihrer Entscheidung geschuldet sind, nicht der Leistung des Mitarbeiters zugeschrieben werden. Eine hohe sachliche Entscheidungsverbundenheit wird empfohlen, da sich hierüber die Motivation der Mitarbeiter steigern lässt.
- *Unempfindlichkeit gegenüber Fehleinschätzungen und Manipulationen*: Durch Kennzahlen werden die Vorgesetzten über die Leistungen ihrer untergeordneten Mitarbeiter informiert. Da Vorgesetzte aufgrund eingeschränkter zeitlicher Ressourcen nicht den kompletten Überblick über ihre Mitarbeiter haben können, ist es wichtig, dass sie sich auf die Aussagekraft der Kennzahl verlassen können.⁸⁸ Für Mitarbeiter besteht jedoch immer ein Anreiz, die Kennzahl derart zu manipulieren, dass sie eine bessere Leistung signalisiert. Eine Kennzahl muss daher resistent gegenüber möglichen Manipulationen sein.

⁸⁶ Vgl. Weber et al. (2004), S. 85

⁸⁷ Vgl. Weber et al. (2004), S. 85ff.

⁸⁸ Vgl. Weber et al. (2004), S. 86

- *Verständlichkeit*: Eine Kennzahl muss für ihre Einflussgeber verständlich sein. Das bedeutet, dass sich betreffende Personen binnen kurzer Zeit in die Materie einarbeiten und die Auswirkungen ihrer Entscheidungen auf die Kennzahl nachvollziehen können.⁸⁹
- *Wirtschaftlichkeit*: Die Verwendung einer Kennzahl unterliegt wirtschaftlichen Gesichtspunkten, die in einer Kosten-Nutzen-Analyse münden. Die Messung des Nutzens erweist sich als schwierig, da die Erfassung in monetären Werten Probleme aufwirft.⁹⁰ Die Kosten setzen sich zusammen aus Erhebungs- und laufenden Kosten.

4.3.2 Kategorisierung und Abgrenzung

Seit dem Aufkommen der wertorientierten Unternehmensführung sind eine Vielzahl neuer Kennzahlen entstanden.⁹¹ Teilweise bauen diese auf bereits bestehenden Ansätzen auf.⁹² Eine Unterscheidung wertorientierter Kennzahlen kann nach Inhalt und Datenbasis erfolgen.⁹³ Absolute Kennzahlen messen den in einer Periode erzielten Wertbeitrag. Relative Kennzahlen setzen den Erfolg ins Verhältnis zum Kapitaleinsatz. Tabelle 2 zeigt Kategorien wertorientierter Kennzahlen.

	Cashfloworientierte Kennzahlen	Ergebnisbasierte Kennzahlen
Absolute Kennzahlen	DCF-Verfahren CVA	EVA ® (absoluter Wertbeitrag) ⁹⁴ EP
Relative Kennzahlen	CFROI	EVA ® (relativer Wertbeitrag)

Tabelle 2: Kategorisierung wertorientierter Kennzahlen⁹⁵

Für den weiteren Verlauf dieser Arbeit soll diese Einteilung als Hilfestellung dienen. Die Gemeinsamkeit aller Konzepte ist die Ausrichtung auf die Maximierung

⁸⁹ Vgl. Weber et al. (2004), S. 86; Voigt (2012), S. 25

⁹⁰ Vgl. Weber et al. (2004), S. 87

⁹¹ Vgl. Pilzecker (2011), S. 22

⁹² Vgl. Droste et al. (2006), S. 7; Pilzecker (2011), S. 22

⁹³ Vgl. Voigt (2012), S. 8

⁹⁴ Mit dem absoluten Wertbeitrag sind auch alle unternehmensspezifischen Wertbeiträge wie TKVA (ThyssenKrupp), GWB (Siemens), CVC (Continental), EAC (Deutsche Post), MEVA (Merck) und CACC (Adidas) gemeint. Da diese Kennzahlen inhaltlich mit dem EVA ® übereinstimmen, werden sie an dieser Stelle nicht gesondert aufgeführt (Vgl. auch Kapitel 6.3.4).

⁹⁵ in Anlehnung an: Pilzecker (2011), S. 23

des Gewinnes.⁹⁶ Bis auf die Discounted-Cashflow-Verfahren, welche auf Barwerten zukünftiger Zahlungsmittelüberschüsse basieren, stellen die übrigen Kennzahlen Übergewinngrößen dar.⁹⁷ Zur Ermittlung des Unternehmenswertes werden dynamische Investitionsverfahren genutzt. Durch die Verwendung des risikoadjustierten Kapitalkostensatzes wird die Erwartungshaltung der Kapitalgeber integriert. Die Kennzahlen werden sowohl für die vergangenheits- als auch für die zukunftsorientierte Planung verwendet.⁹⁸

Die Kennzahlen können auch nach ihrem Betrachtungshorizont abgebildet werden, weil sie auf unterschiedlichen Zeithorizonten basieren. Es wird zwischen ein- und mehrperiodischen Kennzahlen unterschieden.⁹⁹ Als ein-periodische Wertkennzahlen sind der Wertbeitrag (relativ und absolut), der Economic Value Added (EVA ®), der Economic Profit (EP) und der Cash Value Added (CVA) anzusehen.¹⁰⁰ Mehrere Perioden werden bei der Berechnung des Market Value Added (MVA) und den Discounted Cashflow-Verfahren betrachtet.¹⁰¹

4.4 Ausgewählte wertorientierte Kennzahlen

Eine Studie aus dem Jahr 2003 hat ergeben, dass 97 % der DAX-Unternehmen wertorientierte Spitzenkennzahlen bei der Unternehmenssteuerung nutzen.¹⁰² Dabei sind eine Vielzahl von unterschiedlichen Kennzahlen zum Einsatz gekommen, von denen ausgewählte an dieser Stelle dargestellt werden sollen.

4.4.1 Economic Value Added (EVA ®)

Der EVA ® stellt eine ein-periodische, vergangenheitsorientierte Residualgewinngröße dar.¹⁰³ Er ist auch unter anderen Namen wie *Geschäftswertbeitrag* (Siemens), *absoluter Wertbeitrag* (mehrere Unternehmen), *ThyssenKrupp Value Added* (ThyssenKrupp) usw. bekannt. Er wurde zu Beginn der 1990er Jahre

⁹⁶ Vgl. Pilzecker (2011), S. 23

⁹⁷ Vgl. Faupel et al. (2010), S. 55

⁹⁸ Vgl. Pilzecker (2011), S. 23

⁹⁹ Vgl. Hahn (2006), S. 118

¹⁰⁰ Vgl. Laier (2011), S. 108

¹⁰¹ Vgl. Laier (2011), S. 108

¹⁰² Vgl. Faupel et al. (2010), S. 55

¹⁰³ Vgl. Steger (2014), S. 159; Pape (2010), S. 134; Weber et al. (2004), S. 55

von Stewart & Co. entwickelt.¹⁰⁴ Da der Economic Value Added eine Ergebnisgröße darstellt, knüpft er an Erträgen und Aufwendungen an.¹⁰⁵ Für den EVA ® existieren 164 Möglichkeiten, um Anpassungen an NOPAT und Investitionen vorzunehmen.¹⁰⁶ Er wird häufig als Bezugswert für eine leistungsabhängige Vergütung genutzt.¹⁰⁷

Der EVA ® berechnet sich aus der Differenz des operativen Gewinns vor Zinsen und nach Steuern und den Gesamtkapitalkosten als direkte Ermittlung.¹⁰⁸ Seine Formel ist in Formel 2 dargestellt.

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{CE})$$

Formel 2: EVA ® - direkte Ermittlung¹⁰⁹

Daneben kann der EVA ® auch indirekt ermittelt werden, wie Formel 3 zeigt.

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) * \text{CE} \quad \text{mit } \text{ROCE} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CE}}$$

Formel 3: EVA ® - indirekte Ermittlung¹¹⁰

Auf den EVA ® wirken diverse Werttreiber ein. Die Verzweigung der Einflussgrößen zeigt der nachfolgende Treiberbaum (Abbildung 1).

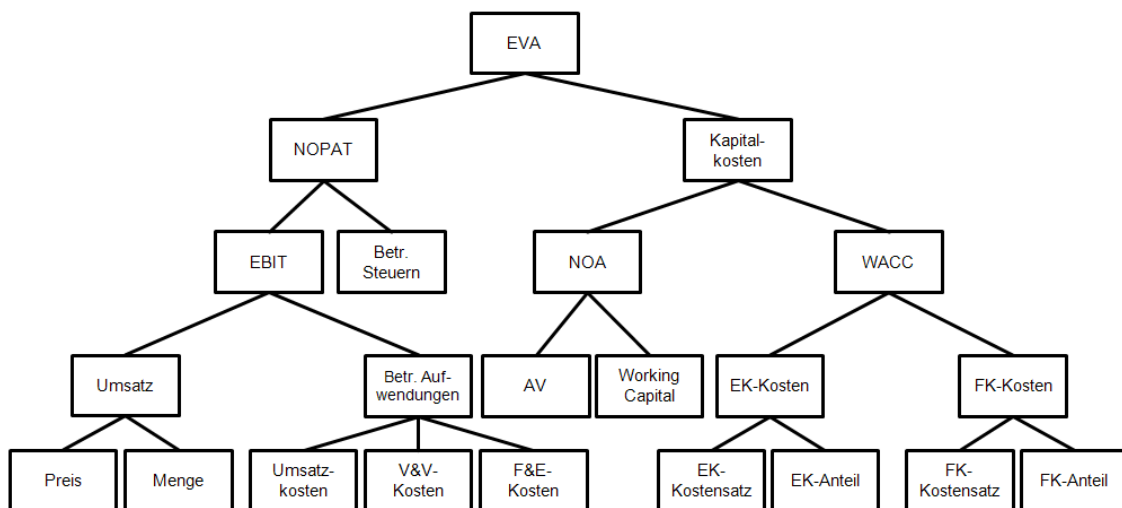


Abbildung 1: EVA ®-Werttreiberbaum¹¹¹

¹⁰⁴ Vgl. Groll (2003), S. 55; Gundel (2012), S. 15; Weber et al. (2004), S. 55. Der EVA ® ist eine eingetragene Marke der Stern Stewart & Co. und wird daher in dieser Arbeit soweit technisch möglich mit einem ® angegeben. Bei Eingabe in Microsoft Excel ist das Symbol technisch nicht darstellbar.

¹⁰⁵ Vgl. Steger (2014), S. 159

¹⁰⁶ Vgl. Günther (2002), S. 92; Faupel et al. (2010), S. 60

¹⁰⁷ Vgl. Preißler (2008), S. 108; Stiefl / von Westerholt (2008), S. 66

¹⁰⁸ Vgl. Weber et al. (2004), S. 55

¹⁰⁹ Quelle: Steger (2014), S. 159

¹¹⁰ Quelle: Steger (2014), S. 160

Der Net Operating Profit after Taxes (NOPAT) ist das korrigierte Betriebsergebnis vor Zinsen und nach Ertragsteuern.¹¹² Das Capital Employed (CE; auch: Net Operating Assets, NOA) stellt das zinstragende Kapital dar.¹¹³

Beim EVA® wird der Kapitalkostensatz nach dem WACC-Ansatz errechnet, zu dessen Bestimmung das Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwendet wird.¹¹⁴ Der Weighted Average Cost of Capital (WACC) gibt den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz an. Damit bestimmt er die Mindestverzinsung des Eigen- und Fremdkapitals im Unternehmen.¹¹⁵ Er wird im Verlauf dieser Arbeit noch häufiger erwähnt und daher an dieser Stelle erläutert. Der WACC berechnet sich wie in Formel 4 dargestellt.

Ermittlung des WACC

$$WACC = r_{EK} * \frac{EK}{GK} + r_{FK} * \frac{FK}{GK}$$

Formel 4: WACC¹¹⁶

Symbol:	Erläuterung:	Symbol:	Erläuterung:
r_{EK}	Eigenkapitalkostensatz	FK	Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals
r_{FK}	Fremdkapitalkostensatz	GK	Marktwert des Gesamtkapitals
EK	Marktwert des Eigenkapitals		

Die in der obigen WACC-Formel (Formel 4) genannten Bestandteile sollen weiter untergliedert werden. Dazu müssen Eigen- und Fremdkapitalkostensatz bestimmt werden. Der Eigenkapitalkostensatz lässt sich mit dem Capital Asset Pricing Model errechnen. Die Berechnung hierfür zeigt Formel 5.

$$r_{EK} = r_S + (r_M - r_S) * \beta$$

Formel 5: CAPM - Berechnung des EK-Kostensatzes¹¹⁷

Symbol:	Erläuterung:	Symbol:	Erläuterung:
r_S	Marktzinssatz für risikolose Anlagen	$(r_M - r_S)$	Marktrisikoprämie
r_M	Marktrendite	β	Beta-Faktor

¹¹¹ Quelle: Langguth (2008), S. 145

¹¹² Vgl. Groll (2003), S. 55; Stiefl / von Westerholt (2008), S. 65

¹¹³ Vgl. Laier (2011), S. 117. Theoretische Berechnungsgrundlagen zu beiden Größen finden Sie im Anhang unter Tabellen 27 und 29.

¹¹⁴ Vgl. Pape (2010), S. 134f.

¹¹⁵ Vgl. Steger (2014), S. 169

¹¹⁶ Quelle: Steger (2014), S. 169

¹¹⁷ Quelle: Steger (2014), S. 170

Zur Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes wird der langfristige Kreditzinssatz herangezogen. Dieser muss aufgrund steuerlicher Abzugsfähigkeit der FK-Zinsen um die Größe des Ertragsteuersatzes verringert werden. Die Berechnung verdeutlicht Formel 6.

$$r_{FK} = r_{FS} * (1 - s)$$

Formel 6: Ermittlung des FK-Kostensatzes¹¹⁸

Symbol:	Erläuterung:
r_{FS}	Fremdkapitalzinssatz
$(1 - s)$	Tax Shield
s	Ertragsteuersatz

Damit kann nun der gewichtete durchschnittliche Gesamtkapitalkostensatz ermittelt werden. Bei einer klassischen GuV werden zwar FK-Zinsen einbezogen, es werden jedoch keine Kosten für das EK berücksichtigt.¹¹⁹ EK-Geber stellen dieses jedoch nicht zinsfrei zur Verfügung, sondern erwarten eine adäquate Rendite für ihre Investition in das Unternehmen. Die Kosten für das Eigenkapital werden als Opportunitätskosten anderer Anlagemöglichkeiten (Marktrisikoprämie) angesehen.¹²⁰ Werden Opportunitätskosten des EK nicht erwirtschaftet, wird Wert vernichtet.¹²¹ Das Geld wäre in einem solchen Fall in einem risikofreien Projekt besser investiert gewesen. Die Opportunitätskosten des EK müssen also noch vom NOPAT abgezogen werden, um die Wertschaffung beurteilen zu können.¹²² Der EVA ® als Residualgewinn wird erst positiv, wenn sowohl FK-Kosten als auch die EK-Kosten erwirtschaftet werden.

Vom Gewinn nach Steuern (NOPAT) werden die Kapitalkosten für das betrieblich gebundene Vermögen (CE) abgezogen. Die Kapitalkosten berechnen sich aus einem gewichteten Kapitalkostensatz, der die Kosten des EK und FK umschließt. Daraus ergibt sich stets ein geringerer Residual- als betrieblicher Gewinn, da immer ein positiver Verzinsungsanspruch abgezogen wird.¹²³

¹¹⁸ Quelle: Steger (2014), S. 172

¹¹⁹ Vgl. Gundel (2012), S. 16

¹²⁰ Vgl. Langguth (2008), S. 66f.

¹²¹ Vgl. Gundel (2012), S. 16

¹²² Vgl. Gundel (2012), S. 16

¹²³ Vgl. Gundel (2012), S. 17

Der Economic Value Added kann auf verschiedene Weisen gesteigert werden.¹²⁴

- Steigerung der Kapitalrendite
- Senkung des Kapitalkostensatzes
- Wachstum durch Investition in Geschäfte, deren Kapitalkosten niedriger sind
- Portfoliobereinigungen durch Desinvestition aus Geschäften mit höheren Kapitalkosten

Tabelle 3 zeigt Entscheidungsregeln, nach denen der EVA ® zu bewerten ist.

ROCE > WACC	EVA > 0	Investition ist wertsteigernd
ROCE = WACC	EVA = 0	Investition deckt genau die Kapitalkosten
ROCE < WACC	EVA < 0	Investition ist wertvernichtend

Tabelle 3: Entscheidungsregeln EVA ®¹²⁵

Beurteilung des EVA ®

Eine Stärke des EVA ® liegt in der engen Anbindung an das externe Rechnungswesen.¹²⁶ Er unterliegt einer einfachen Berechnung und Kommunizierbarkeit über die Werthebel *Gewinnsteigerung*, *Veränderung des CE* und *Veränderung des Kapitalkostensatzes*.¹²⁷ Dadurch ist er auch für externe Betrachter leicht nachvollziehbar. Gegenüber rein buchwertbezogenen Residualgewinngrößen besteht der Vorteil, dass eine höhere Konzentration auf die betriebliche Tätigkeit vorliegt.¹²⁸ Durch verschiedene Anpassungen lässt sich der EVA ® an eine ökonomische Größe annähern und effektiver steuern.¹²⁹ Sein wesentlicher Nachteil besteht in der Maximierung aller zukünftigen EVA ® und damit des Unternehmenswertes.¹³⁰ Dies bedeutet die Maximierung der EVA ® jedes einzelnen Jahres. Eine Maximierung in der aktuellen Periode kann jedoch auch zu Lasten der Folgeperioden erfolgen.¹³¹ Weiterhin ist negativ, dass in der Praxis nur Teile des EVA-Konzeptes zur Ermittlung des NOPAT und des CE übernommen werden, um eine schnellere Integration zu erreichen.¹³² Eine weitere

¹²⁴ Vgl. Coenenberg / Salfeld (2007), S. 264f.

¹²⁵ Quelle: Steger (2014), S. 160

¹²⁶ Vgl. Groll (2003), S. 63

¹²⁷ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 78

¹²⁸ Vgl. Korteusch (2013), S. 32

¹²⁹ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 78

¹³⁰ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 78

¹³¹ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 78

¹³² Vgl. Groll (2003), S. 63

Schwäche ist die Ermittlung des abnutzbaren Anlagevermögens zu Restbuchwerten.¹³³ Dies führt zu einer Verfälschung des EVA ®, da Unternehmen, welche Rationalisierungsinvestitionen hinausschieben, vorübergehend einen hohen EVA ® aufweisen können. Damit gibt es mehr Manipulationsmöglichkeiten und Ermessensspielräume.¹³⁴ Externe Betrachter können die Aussagekraft des EVA ® nur dann bestimmen, wenn das Unternehmen auch die Berechnungsgrundlage der einzelnen Determinanten NOPAT, NOACE und WACC offenlegt.¹³⁵ Daneben ist die Bezeichnung irreführend: *Economic Value Added* bedeutet *ökonomische Wertschöpfung*. Der EVA ® ist jedoch keine Wertschöpfungsgröße im ursprünglichen Sinne, da er durch Subtraktion von Gesamtleistung und Vorleistungen eines Unternehmens entsteht.¹³⁶

4.4.2 Market Value Added (MVA)

Market Value Added bedeutet auf Deutsch *Marktwertzuwachs*. Im Gegensatz zum EVA ® ist der MVA eine zukunftsbezogene (prospektive) Kennzahl.¹³⁷ Es besteht die Möglichkeit, das EVA-Konzept in die Unternehmensbewertung zu integrieren.¹³⁸ Der MVA fungiert somit als Bindeglied zwischen einer periodenbezogenen Erfolgsbetrachtung und einer periodenübergreifenden Gesamtunternehmensbewertung. Er misst den Erfolg zu einem bestimmten Zeitpunkt und entspricht damit dem betrieblichen Goodwill.¹³⁹ Mit der ex-ante und der ex-post-Berechnung existieren zwei Möglichkeiten der MVA-Ermittlung.¹⁴⁰ Wird der MVA ex-ante betrachtet, so wird er als Summe der mit dem WACC diskontierten zukünftigen EVA ® definiert. Seine Berechnung verdeutlicht Formel 7.

$$MVA = \sum_{t=1}^T \frac{EVA^t}{(1 + WACC)^t}$$

Formel 7: MVA¹⁴¹

¹³³ Vgl. Groll (2003), S. 65

¹³⁴ Vgl. Kortebusch (2013), S. 32; Stiefl / von Westerholt (2008), S. 81

¹³⁵ Vgl. Groll (2003), S. 67f.

¹³⁶ Vgl. Groll (2003), S. 68; Stiefl / von Westerholt (2008), S. 79

¹³⁷ Vgl. Langguth (2008), S. 163; Steger (2014), S. 175; Gundel (2012), S. 40

¹³⁸ Vgl. Steger (2014), S. 175

¹³⁹ Vgl. Gundel (2012), S. 40f.; Langguth (2008), S. 163

¹⁴⁰ Vgl. Steger (2014), S. 175f.; Gundel (2012), S. 41

¹⁴¹ in Anlehnung an: Steger (2014), S. 176

Der MVA misst den Wertzuwachs, der einem Unternehmen vom Markt beige-
messen wird. Als Gesamtunternehmenswert ergibt sich eine Summe von MVA
und investiertem Kapital. Die ex-post-Ermittlung des MVA erfolgt als Differenz
des investierten Kapitals vom Gesamtunternehmenswert, was dem MVA ent-
spricht.¹⁴² Für die Anwendung des MVA-Konzeptes ist eine Börsennotierung
Voraussetzung.¹⁴³ In der Studie werden 24 DAX-Unternehmen untersucht. Die
Bedingung ist damit bei allen Unternehmen gegeben.

Beurteilung des MVA

Der MVA zeigt eine mögliche Über- oder Unterbewertung des Unternehmens
an der Börse und erkennt potentielle Wertlücken.¹⁴⁴ Beim MVA ergeben sich
durch Schwankungen des Börsenwertes Schwierigkeiten bei der Benennung
eines konkreten Unternehmenswertes.¹⁴⁵ Er ist nur gesamtunternehmensbezo-
gen zu beurteilen und nicht für einzelne Sparten geeignet.¹⁴⁶ Weiterhin lassen
sich seine Einflussfaktoren nicht direkt steuern, sodass bei Strategien kein di-
rekter Zusammenhang zum MVA hergestellt werden kann.¹⁴⁷

4.4.3 Cashflow Return on Investment (CFROI)

Der Cashflow Return on Investment ist eine zahlungsstrom- und vergangen-
heitsorientierte Rentabilitätskennzahl.¹⁴⁸ Er ist ursprünglich von HOLT entwi-
ckelt und später von der Boston Consulting Group übernommen worden.¹⁴⁹
Seine ursprüngliche Variante basiert auf dem internen Zinsfuß.¹⁵⁰ Der CFROI
ist der Zinssatz, bei dem der Kapitalwert der erwarteten Einzahlungen der In-
vestition gleich der Investitionsauszahlung und damit null ist.¹⁵¹ Er misst die
durchschnittliche Verzinsung auf das investierte Kapital zu einem Bewertungs-
zeitpunkt.¹⁵²

¹⁴² Vgl. Preißler (2008), S. 109; Langguth (2008), S. 163

¹⁴³ Vgl. Steger (2014), S. 176

¹⁴⁴ Vgl. Langguth (2008), S. 165

¹⁴⁵ Vgl. Laier (2011), S. 130

¹⁴⁶ Vgl. Preißler (2008), S. 109

¹⁴⁷ Vgl. Langguth (2008), S. 165

¹⁴⁸ Vgl. Steger (2014), S. 154

¹⁴⁹ Vgl. Laier (2011), S. 135; Steger (2014), S. 154f.

¹⁵⁰ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 45

¹⁵¹ Vgl. Steger (2014), S. 155

¹⁵² Vgl. Pape (2010), S. 136

Um den CFROI ermitteln zu können, müssen Brutto-Investitionsbasis (BIB), Brutto-Cashflow (BCF), Nutzungsdauer des abnutzbaren AV sowie nicht abschreibbare Aktiva (NAA) bekannt sein.¹⁵³ Formel 8 zeigt seine Berechnung.

$$0 = -\text{BIB} + \frac{\text{BCF}}{1 + \text{CFROI}} + \frac{\text{BCF}}{(1 + \text{CFROI})^2} + \dots + \frac{\text{BCF} + \text{NAA}}{(1 + \text{CFROI})^n}$$

Formel 8: CFROI¹⁵⁴

Die BIB ist definiert als das *zinstragende betriebsnotwendige Kapital zu Wiederbeschaffungskosten*. Sie besteht aus dem Wiederbeschaffungswert des AV zuzüglich des Wertes des UV.¹⁵⁵ Abziehen ist nicht verzinsliches Fremdkapital, das *Abzugskapital*. Hierzu zählen kurzfristige Rückstellungen, erhaltene Kundenanzahlungen, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstige Verbindlichkeiten sowie zinsfreie Darlehen.¹⁵⁶

Die Basis der Berechnung des Brutto-Cashflows ist der Jahresüberschuss bzw. Jahresfehlbetrag.¹⁵⁷ Dabei wird gezielt auf die Korrektur buchhalterischer Verzerrungen abgezielt.¹⁵⁸ Über die gesamte Nutzungsdauer des SAV bildet der BCF einen konstanten jährlichen Zahlungsmittelüberschuss.¹⁵⁹

Bei der Nutzungsdauer ergeben sich verschiedene Berechnungsmethoden.¹⁶⁰ Das am häufigsten verwendete Verfahren berechnet die ND als durchschnittliche Dauer des Kapitalumschlags. Die Nutzungsdauer des abnutzbaren AV ist der Quotient aus den ursprünglichen Anschaffungskosten und den jährlichen Abschreibungen. Es sollte die lineare Abschreibung gewählt werden, da es ansonsten in der Praxis zu Verzerrungen kommen kann.¹⁶¹

Um nicht abschreibbare Aktiva zu ermitteln, werden von den Buchwerten der Aktiva die Buchwerte der abschreibbaren immateriellen Vermögensgegenstände und abschreibbaren Sachanlagen sowie das unverzinsliche Fremdkapital abgezogen.¹⁶²

¹⁵³ Vgl. Steger (2014), S. 155; Voigt (2012), S. 13. Die Berechnung der einzelnen Größen finden Sie im Anhang (Vgl. Tabellen 24 bis 26).

¹⁵⁴ Quelle: Voigt (2012), S. 13

¹⁵⁵ Vgl. Steger (2014), S. 155

¹⁵⁶ Vgl. Steger (2014), S. 155

¹⁵⁷ Vgl. Preißler (2008), S. 71; Weber et al. (2004), S. 73

¹⁵⁸ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 45; Pape (2010), S. 137

¹⁵⁹ Vgl. Steger (2014), S. 155

¹⁶⁰ Vgl. Langguth (2008), S. 168

¹⁶¹ Vgl. Langguth (2008), S. 168

¹⁶² Vgl. Steger (2014), S. 155

Beurteilung des CFROI

Gegenüber der GK-Rentabilität besitzt der CFROI den Vorteil, dass Manipulationen durch die Verwendung des Cashflows als Erfolgsgröße vorgesorgt wird.¹⁶³ Es können buchhalterische Verzerrungen korrigiert werden.¹⁶⁴ Trotz komplexer Berechnung kann der CFROI zu einer besseren Abbildung des Periodenergebnisses führen, da die Kapitalbasis beim CFROI die historischen Anschaffungskosten berücksichtigt.¹⁶⁵ Des Weiteren ist der CFROI unempfindlich gegen Inflationsauswirkungen. Wesentliche Bestandteile werden dem Jahresüberschuss entnommen. Somit genügt der CFROI auch den Anforderungen externer Analysen.¹⁶⁶ Er basiert auf einem Cashflow und damit einer Kapitalgröße vor Abschreibungen. Werden CFROI und WACC miteinander verglichen, so lässt sich ablesen, ob das Unternehmen die Renditeerwartungen an Eigen- und Fremdkapitalgeber erfüllen kann.¹⁶⁷

Der CFROI ist eine zahlungsstromorientierte Rentabilitätskennzahl und ist daher nicht allein als wertorientierte Kennzahl zu verwenden. Somit bleibt der Nachteil einer Nichtberücksichtigung einer veränderten Kapitalbasis bestehen.¹⁶⁸ Es empfiehlt sich eine Berechnung des Cash Value Added (CVA), welcher mit dem CFROI eng verzahnt ist. Dieser bildet eine absolute Messgröße zur zahlungsstromorientierten Wertsteigerung ab.¹⁶⁹ Nachteilig wirkt sich zusätzlich die Komplexität des Konzeptes aus. Verständlichkeit ist ein wichtiges Kriterium für die Überzeugung der Mitarbeiter.¹⁷⁰ Darüber hinaus wird beim CFROI nur die vergangene Periode betrachtet. Es sind keine Aussagen über zukünftige Perioden zulässig, obwohl mit dem Einbau des internen Zinsfußes in die Steuerungsgröße der Eindruck erweckt wird, zukunftsorientiert zu sein.¹⁷¹ Eine Veränderung der durchschnittlichen Nutzungsdauer hat einen großen Einfluss auf die Messgröße und ist für externe Betrachter schwer nachzuverfolgen.¹⁷²

¹⁶³ Vgl. Steger (2014), S. 157

¹⁶⁴ Vgl. Langguth (2008), S. 173

¹⁶⁵ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 71

¹⁶⁶ Vgl. Langguth (2008), S. 173

¹⁶⁷ Vgl. Steger (2014), S. 157

¹⁶⁸ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 74

¹⁶⁹ Vgl. Steger (2014), S. 157

¹⁷⁰ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 74

¹⁷¹ Vgl. Langguth (2008), S. 173; Stiefl / von Westerholt (2008), S. 76

¹⁷² Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 76

4.4.4 Cash Value Added (CVA)

Der CVA gibt einen absoluten Wertbeitrag an und dient damit als Überleitung des CFROI. Er bildet eine ein-periodische, vergangenheitsorientierte Residualgewinngröße auf Basis des Cashflows.¹⁷³ Für seine indirekte Berechnung über die Value-Spread-Formel wird zunächst der Kapitalkostensatz vom CFROI abgezogen und der sich ergebende Spread anschließend mit dem investierten Kapital (Brutto-Investitionsbasis) multipliziert (Formel 9).¹⁷⁴

$$\text{CVA} = \text{BIB} * (\text{CFROI} - \text{WACC})$$

Formel 9: Value-Spread-Formel CVA¹⁷⁵

Wie bereits dargestellt, beschreibt der CFROI die Wertsteigerung als cashflow-basierte Verzinsung der BIB, welche das zinspflichtige betriebsnotwendige Kapital zu Wiederbeschaffungskosten angibt (Vgl. Kapitel 4.4.3)¹⁷⁶. Der WACC stellt die Mindestverzinsung auf das investierte Kapital dar (Vgl. Kapitel 4.4.1). Diese Größen verändern sich im Laufe der Zeit, sodass sowohl der CFROI als auch der CVA jährlich neu berechnet werden müssen.¹⁷⁷ Dieser Umstand führt zu einem hohen Aufwandspensum der Berechnung.

Daneben kann der CVA auch direkt über die Capital-Charge-Formel berechnet werden.¹⁷⁸ Diese Methode ist jedoch nicht Gegenstand dieser Arbeit.

Ähnlich wie beim EVA ® gelten daher auch für den CVA folgende Entscheidungsregeln, wie Tabelle 4 zeigt.

CFROI > WACC	CVA > 0	Investition ist wertsteigernd
CFROI = WACC	CVA = 0	Investition deckt genau die Kapitalkosten
CFROI < WACC	CVA < 0	Investition ist wertvernichtend

Tabelle 4: Entscheidungsregeln CVA¹⁷⁹

Beurteilung des CVA

Der CVA überführt den CFROI in eine absolute Größe.¹⁸⁰ Damit überträgt sich auch der Vorteil der Unabhängigkeit von bilanziellen Abschreibungen. Aus diesem Grund weist der CVA eine hohe Eignung für die Periodenerfolgsmessung

¹⁷³ Vgl. Coenenberg / Salfeld (2007), S. 266

¹⁷⁴ Vgl. Langguth (2008), S. 174; Coenenberg / Salfeld (2007), S. 266

¹⁷⁵ Quelle: Steger (2014), S. 158

¹⁷⁶ Vgl. Steger (2014), S. 158

¹⁷⁷ Vgl. Langguth (2008), S. 174; Coenenberg / Salfeld (2007), S. 266f.

¹⁷⁸ Vgl. Steger (2014), S. 158

¹⁷⁹ Quelle: Steger (2014), S. 159

¹⁸⁰ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 77

auf.¹⁸¹ HIRSCH verweist darauf, dass dem CVA bessere Fähigkeiten obliegen, die reale Wirtschaftlichkeit abzubilden als dem EVA ®.¹⁸² Durch seine Nähe zum Kapitalfluss ist der CVA besser geeignet, um Unternehmen untereinander zu vergleichen.¹⁸³ Nachteilig wirkt sich die hohe Komplexität des CFROI aus, die sich ebenfalls auf den CVA überträgt.¹⁸⁴ Weiterhin besteht ein Kritikpunkt in der Namensgebung, denn als *Value Added* suggeriert er eine Periodenwertsteigerung, weist jedoch keinen direkten Bezug zur Wertsteigerung auf.¹⁸⁵

4.4.5 Discounted Cashflow-Verfahren (DCF)

Das DCF-Konzept ist in den USA entwickelt worden und hat sich mittlerweile auch in Europa zunehmend durchgesetzt.¹⁸⁶ Ziel ist die Ermittlung des Marktwertes vom Eigenkapital.¹⁸⁷ Dies geschieht über die Diskontierung der Barwerte der zukünftigen Cashflows, die der Methode ihren Namen geben.¹⁸⁸ Somit steht die betriebliche Leistungsfähigkeit des Unternehmens aus Sicht der EK-Geber im Vordergrund.¹⁸⁹ Wie in Abbildung 2 dargestellt, gibt es mehrere Ansätze von DCF-Verfahren. Diese unterscheiden sich in der Verteilung der Zahlungsströme auf unterschiedliche Perioden.¹⁹⁰

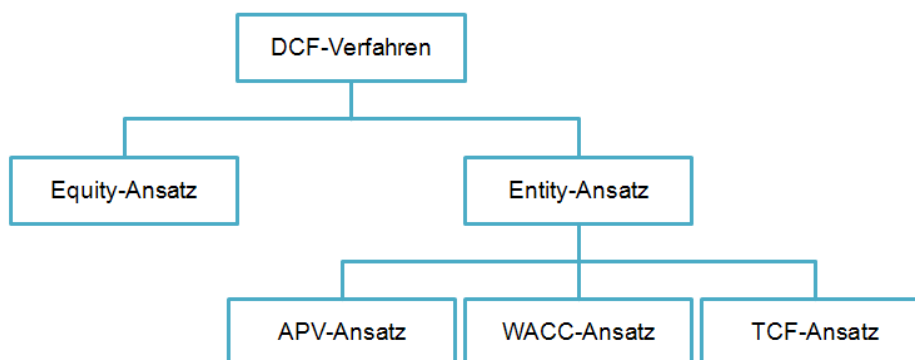


Abbildung 2: Überblick DCF-Verfahren¹⁹¹

¹⁸¹ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 77

¹⁸² Vgl. Hirsch (2008), S. 466

¹⁸³ Vgl. Laier (2011), S. 134

¹⁸⁴ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 77

¹⁸⁵ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 77

¹⁸⁶ Vgl. Steger (2014), S. 177

¹⁸⁷ Vgl. Steger (2014), S. 177; Weber et al. (2004), S. 45

¹⁸⁸ Vgl. Steger (2014), S. 177; Langguth (2008), S. 53

¹⁸⁹ Vgl. Preißler (2008), S. 110

¹⁹⁰ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 26

¹⁹¹ in Anlehnung an: Langguth (2008), S. 54; Steger (2014), S. 178; Stiefl / von Westerholt (2008), S. 27

Beim Equity-Ansatz (auch: *Eigenkapital-Ansatz* oder *Netto-Methode*) werden von den zukünftig zu erwartenden Cashflows lediglich Zahlungen an die EK-Geber berücksichtigt (Flow to Equity).¹⁹² Anders als bei den Free Cashflows werden hier auch die zukünftigen Fremdkapitalzinsen sowie Veränderungen des FK-Bestandes berücksichtigt.¹⁹³ Der Wert des Eigenkapitals wird in einem Schritt berechnet.¹⁹⁴ Da beim Equity-Ansatz nur ein risikoadjustierter Zinssatz für die Eigenkapitalrendite verwendet wird, entspricht dieser Ansatz dem Ertragswertverfahren.¹⁹⁵ Es wird unterstellt, dass alle Überschüsse ausgezahlt werden und sämtliche Ansprüche gegenüber Fremdkapitalgebern bereits abgedeckt sind.¹⁹⁶

Das Pendant bilden die Entity-Ansätze (auch: *Brutto-Methoden*), welche sich durch eine zweistufige Berechnung des Unternehmenswertes auszeichnen. Der erste Schritt liegt in der Berechnung des Unternehmenswertes als Summe der Marktwerte von EK und FK sowie dem Verkaufswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.¹⁹⁷ Der zweite Schritt besteht aus der Subtraktion des Marktwertes vom Fremdkapital. Wie bereits in Abbildung 2 dargestellt, gibt es drei verschiedene Entity-Ansätze, die kurz vorgestellt werden sollen.

- *Adjusted Present Value-Ansatz (APV)*: Hier wird zunächst der Marktwert eines unverschuldeten Unternehmens berechnet.¹⁹⁸ Anschließend wird der Barwert des Steuervorteils der Fremdfinanzierung, das *Tax Shield*, hinzugerechnet.¹⁹⁹
- *Weighted Average Cost of Capital-Ansatz (WACC)*: Der WACC-Ansatz findet in der unternehmerischen Praxis am häufigsten Anwendung. Hier kommt ein gewichteter durchschnittlicher Gesamtkostensatz aus Eigen- und Fremdkapitalkosten zum Tragen. Dieser stellt ein Mindestrenditemaß an Verzinsung dar.²⁰⁰
- *Total Cashflow-Ansatz (TCF)*: Beim TCF-Ansatz wird parallel zum WACC-Ansatz der Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung (Tax Shield)

¹⁹² Vgl. Langguth (2008), S. 54

¹⁹³ Vgl. Langguth (2008), S. 54

¹⁹⁴ Vgl. Pilzecker (2011), S. 24

¹⁹⁵ Vgl. Steger (2014), S. 187

¹⁹⁶ Vgl. Pilzecker (2011), S. 24

¹⁹⁷ Vgl. Langguth (2008), S. 55

¹⁹⁸ Vgl. Langguth (2008), S. 55

¹⁹⁹ Vgl. Steger (2014), S. 178

²⁰⁰ Vgl. Steger (2014), S. 178

berücksichtigt. Dabei wird der Free Cashflow verwendet. Es erfolgt allerdings eine getrennte Ermittlung des Steuervorteils, der nicht durch den Diskontierungssatz ausgedrückt wird.²⁰¹

Wie bereits beschrieben, findet der WACC-Ansatz in der Praxis am häufigsten Anwendung und soll daher kurz in der Entity-Berechnung dargestellt werden. Ausgangsbasis ist die Ermittlung des Free Cashflows, dem Cashflow vor Zinsen und nach Steuern.²⁰² Zu beachten ist hierbei noch das Tax-Shield, welches ein Produkt aus Fremdkapitalzinsaufwand und Ertragsteuersatz bildet.²⁰³ Das Tax-Shield ist vom FCF abzuziehen. Anschließend muss der WACC nach Steuern berechnet werden.²⁰⁴ Schlussendlich muss in einem letzten Schritt noch der Wert des nicht betriebsnotwendigen Kapitals berechnet werden. Die Bewertung erfolgt für gewöhnlich zu Marktwerten bzw. Bilanzbuchwerten.²⁰⁵ Der Gesamtunternehmenswert kann dann durch Diskontierung des zukünftigen FCF mit dem WACC unter Hinzuaddierung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bestimmt werden.²⁰⁶

Beurteilung der DCF-Verfahren

Der wesentliche Vorteil der DCF-Verfahren ist ihre Einfachheit in Bezug auf die Unternehmensbewertung, da zukünftige Investitionen Berücksichtigung finden.²⁰⁷ Der Diskontierungssatz ist nachvollziehbar, da er auf Kapitalmarktdaten beruht.²⁰⁸ Des Weiteren besteht Unabhängigkeit von bilanziellen Abschreibungen durch ausschließliche Betrachtung von Cashflows.²⁰⁹ Negativ hingegen ist die Manipulationsanfälligkeit. Geringe Abweichungen in den Cashflows führen zu enormen Abweichungen beim Unternehmenswert.²¹⁰ Selbst bei konstanten Cashflows verbleibt letztendlich das Risiko der zukünftigen Entwicklung bestehen.²¹¹ Dem DCF-Verfahren liegt der SHV zugrunde. Durch Annahme von ho-

²⁰¹ Vgl. Steger (2014), S. 178

²⁰² Vgl. Langguth (2008), S. 55; Weber et al. (2004), S. 45. Eine Berechnung des Free Cashflow finden sie in Tabelle 28 im Anhang.

²⁰³ Vgl. Steger (2014), S. 179

²⁰⁴ Eine ausführliche Darstellung der Berechnung finden Sie in Kapitel 4.4.1.

²⁰⁵ Vgl. Steger (2014), S. 181

²⁰⁶ Vgl. Steger (2014), S. 181

²⁰⁷ Vgl. Laier (2011), S. 99; Stiefl / von Westerholt (2008), S. 69f.

²⁰⁸ Vgl. Langguth (2008), S. 85

²⁰⁹ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 70

²¹⁰ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 70

²¹¹ Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 70

hen Rückflüssen aus Investitionen kann aus einem schlechten bilanziellen Periodenergebnis ein hervorragendes SHV-Ergebnis entstehen.²¹²

Neben den vorgestellten wertorientierten Kennzahlen gibt es beispielsweise noch den Earnings less Riskfree Interest Charge (ERIC), den Real Asset Value Enhancer (RAVE) oder den Economic Profit (EP).²¹³ Diese werden jedoch von den untersuchten DAX-30-Konzernen nicht oder sehr selten verwendet und sind daher nicht Teil dieser Arbeit. Versicherungsunternehmen verwenden z.B. den Return on Risk adjusted Capital (RORAC), den Risk adjusted Return on Capital (RAROC) oder den Risk adjusted Return on Risk adjusted Capital (RARORAC).²¹⁴ Versicherungsunternehmen sind jedoch kein Teil dieser Arbeit. Daher werden die Kennzahlen nicht näher betrachtet.

4.5 Wertorientierte Kennzahlen im weiteren Sinne

Es gibt diverse weitere Größen, die in der betrieblichen Praxis häufig als wertorientierte Kennzahlen genutzt werden. Aufgrund fehlender Bezüge zu Kapitalkosten stellen diese jedoch keine *echten* wertorientierten Kennzahlen dar. Da sie in der Praxis sehr oft vorkommen, sollen die wichtigsten an dieser Stelle kurz vorgestellt werden.

Return on Assets (ROA)

Der ROA (auch: *Gesamtkapitalrentabilität* oder *-rendite*) beziffert die Rentabilität, die ein Unternehmen innerhalb einer Abrechnungsperiode auf das eingesetzte Gesamtkapital erreicht hat.²¹⁵ Die Formel des ROA ist in Formel 10 dargestellt.

²¹² Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 70

²¹³ Vgl. Steger (2014), S. X

²¹⁴ Vgl. Pilzecker (2011), S. 82

²¹⁵ Vgl. Preißler (2008), S. 98; Laier (2011), S. 48

$$\text{ROA} = \frac{\text{Gewinn} + \text{FK} - \text{Zinsen}}{\text{Gesamtkapital}} * 100 \%$$

Formel 10: ROA²¹⁶

Je nachdem, ob die Kennzahl vor oder nach Steuern berechnet werden soll, wird für die Gewinngröße eine differenzierte Basis gewählt. Ein ROA vor Steuern verlangt das Ergebnis vor Steuern (EBT) als Basis; bei einer Nachsteuerberechnung wird der Jahresüberschuss verwendet.²¹⁷ Im Vergleich zur Eigenkapitalrendite ist die Gesamtkapitalrendite aussagekräftiger, weil hier die Ertragskraft des Unternehmens unabhängig von dessen Verschuldungsgrad gemessen wird.²¹⁸ Der ROA entspricht häufig dem Return on Investment (ROI), kann jedoch auch eine andere Basis zugrunde legen.²¹⁹ Aufgrund des fehlenden Bezugs zu Kapitalkosten des Unternehmens ist der ROA keine wertorientierte Kennzahl im engeren Sinne.

Return on Average Capital Employed (ROACE)

Der ROACE ist eng mit dem ROCE verzahnt. Der ROCE wird auf Basis des betrieblich genutzten Kapitals (Capital Employed) berechnet. Wird diese Größe jetzt durch das durchschnittlich (engl.: average) eingesetzte Kapital ersetzt, so ergibt sich der ROACE.²²⁰ Im Unterschied zum ROCE gibt er die Verwendung des versteuerten operativen Ergebnisses an.²²¹ Die Formel des ROACE verdeutlicht Formel 11.

$$\text{ROACE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ø eingesetztes Capital Employed}} \text{ bzw. } \frac{\text{NOPAT}}{\text{Ø eingesetztes Capital Employed}}$$

Formel 11: ROACE²²²

Die Berechnung des ROACE erfolgt, indem eine Periodengröße wie das EBIT (Earnings *before* Interest and Taxes) bzw. NOPAT (Net Operating Profit *after* Taxes) mit dem für diese Erfolgsgrößen durchschnittlich eingesetzten Kapital

²¹⁶ in Anlehnung an: Preißler (2008), S. 98

²¹⁷ Vgl. Steger (2014), S. 48

²¹⁸ Vgl. Steger (2014), S. 49

²¹⁹ Vgl. Laier (2011), S. 53

²²⁰ Vgl. Steger (2014), S. 173

²²¹ Vgl. Preißler (2008), S. 100

²²² Quelle: Steger (2014), S. 174

ins Verhältnis gesetzt wird.²²³ Der ROACE unterscheidet sich demnach lediglich in der Verwendung des durchschnittlich eingesetzten anstatt des zeitpunktbezogenen CE vom ROCE. Auch in diesem Fall bleiben Kapitalkosten unberücksichtigt. Es handelt sich somit um keine wertorientierte Kennzahl im engeren Sinne.

Return on Capital Employed (ROCE)

Der ROCE setzt das EBIT ins Verhältnis mit dem eingesetzten Kapital.²²⁴ Damit zeigt er die Rendite des eigentlichen Leistungserstellungsprozesses.²²⁵ Seine Formel ist in Formel 12 dargestellt.

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Capital Employed}}$$

Formel 12: ROCE²²⁶

Das EBIT gleicht dem operativen Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern und wird häufig im Rahmen einer wertorientierten Unternehmenssteuerung eingesetzt, weil es fast ausschließlich von der Unternehmensführung beeinflusst wird.²²⁷ Das Capital Employed umfasst das betriebsnotwendige Vermögen, welches Verzinsungsansprüchen von Investoren unterliegt.²²⁸

Der ROCE ist in der unternehmerischen Praxis weit verbreitet. Sein Vorteil besteht darin, dass nur der rein operative Erfolg bewertet wird.²²⁹ Negativ ist hingegen, dass er auf Restbuchwerten basiert.²³⁰ Damit ist er sehr anfällig für Fehlinterpretationen, die durch Abschreibungen entstehen. Sofern das Unternehmen im Zeitverlauf keine Investitionen tätigt, sinkt das CE und der ROCE steigt.²³¹ Damit weisen Unternehmen mit abgeschriebenen Maschinen einen höheren ROCE aus als Unternehmen, die investieren.²³² Die Steigerung des ROCE sollte jedoch darauf beruhen, dass das EBIT in stärkerem Maße ansteigt

²²³ Vgl. Steger (2014), S. 174

²²⁴ Vgl. Langguth (2008), S. 177; Laier (2011), S. 51

²²⁵ Vgl. Preißler (2008), S. 99

²²⁶ Quelle: Steger (2014), S. 173

²²⁷ Vgl. Langguth (2008), S. 177

²²⁸ Vgl. Laier (2011), S. 52

²²⁹ Vgl. Langguth (2008), S. 178

²³⁰ Vgl. Laier (2011), S. 52

²³¹ Vgl. Langguth (2008), S. 177

²³² Vgl. Laier (2011), S. 52

als das CE. Aufgrund fehlender Berücksichtigung der Kapitalkosten ist der ROCE keine wertorientierte Kennzahl im engeren Sinne.

Return on Equity (ROE)

Der ROE (auch: *Eigenkapitalrentabilität* oder *-rendite*) zählt zu den gewinnbasierten Rentabilitätskennzahlen.²³³ Er errechnet sich als Quotient aus dem Gewinn und dem eingesetzten Eigenkapital des Unternehmens in einer Abrechnungsperiode. Formel 13 zeigt seine Berechnung.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Eigenkapital}} * 100 \%$$

Formel 13: ROE²³⁴

Der ROE spiegelt damit die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals der Anteilgeber wieder.²³⁵ Um eine konkrete Beurteilung der Ertragskraft eines Unternehmens durchführen zu können, kann die EK-Rentabilität mit Unternehmen derselben Branche verglichen werden; möglich ist auch ein Vergleich einer am Markt üblichen Verzinsung langfristiger Kapitalanlagen vor dem Hinblick möglicher Opportunitätskosten.²³⁶

Für die Verwendung der Gewinngröße bei der Berechnung gibt es keine geregelte Vorgabe. In der Praxis verwenden Unternehmen den ROE nach Steuern häufig mit der Basisgröße Jahresüberschuss bzw. -fehlbetrag. Beim ROE vor Steuern wird das EBT zugrunde gelegt.²³⁷ Somit lässt sich ein Vergleich nur erschwert durchführen. Vor dem Hintergrund der Wertorientierung ist die Kennzahl aufgrund fehlender Berücksichtigung von Kapitalkosten keine wertorientierte Kennzahl im engeren Sinne.²³⁸

²³³ Vgl. Langguth (2008), S. 179

²³⁴ in Anlehnung an: Steger (2014), S. 47

²³⁵ Vgl. Preißler (2008), S. 97

²³⁶ Vgl. Steger (2014), S. 48

²³⁷ Vgl. Steger (2014), S. 48

²³⁸ Vgl. Langguth (2008), S. 180

Return on Investment (ROI)

Der ROI gibt als gewinnbasierte Rentabilitätskennzahl die Rendite auf das investierte Kapital an. Er wird auch als *Kapitalrentabilität* oder *Ertrag aus dem investierten Kapital* bezeichnet.²³⁹ Er berechnet sich wie folgt (Formel 14).

$$\text{ROI} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Gesamtkapital}} * 100 \%$$

Formel 14: ROI²⁴⁰

Der ROI ist eine interne Steuerungsgröße auf Geschäftsbereichsebene. Er bildet die Spitzenkennzahl des DuPont-Kennzahlensystems.²⁴¹ Er kann sehr gut in einem Treiberbaum dargestellt werden, worauf an dieser Stelle jedoch verzichtet wird. Mittlerweile ist der ROI zunehmend durch wertorientierte Kennzahlen ersetzt worden.²⁴² Seine große Schwäche besteht in der inkonsistenten Ermittlung von Gewinn- und Kapitalgrößen. Im Zähler steht eine Gewinngröße nach Fremdkapitalzinsen, im Nenner der Buchwert des Gesamtkapitals. Auf diese Weise wirkt sich die Art des Zählers gewinnmindernd auf den ROI aus.²⁴³ Der ROI ist aufgrund fehlenden Bezugs zu Kapitalkosten keine wertorientierte Kennzahl im engeren Sinne.

Return on invested Capital (ROIC)

Der ROIC bestimmt sich aus dem Quotienten aus NOPAT und investiertem Kapital. Er ist auf eine Periode bezogen. In der Praxis wird er noch mit weiteren Bezeichnungen wie z.B. RONA in Verbindung gebracht.²⁴⁴ Der Return on Net Assets (RONA) wird daher in dieser Arbeit nicht noch einmal gesondert dargestellt. Die Kennzahl zeigt die Rentabilität auf das im Unternehmen eingesetzte und betrieblich genutzte Vermögen.²⁴⁵ Seine Berechnung ist in Formel 15 dargestellt.

²³⁹ Vgl. Steger (2014), S. 127

²⁴⁰ Quelle: Langguth (2008), S. 179

²⁴¹ Vgl. Seilheimer (2007), S. 70

²⁴² Vgl. Langguth (2008), S. 179

²⁴³ Vgl. Langguth (2008), S. 179

²⁴⁴ Vgl. Laier (2011), S. 53; Langguth (2008), S. 178

²⁴⁵ Vgl. Steger (2014), S. 51

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital Employed}} * 100 \%$$

Formel 15: ROIC²⁴⁶

Das NOPAT stellt den operativen Nettogewinn nach Steuern dar und gibt damit den Gewinn eines Unternehmens bei reiner Eigenkapitalfinanzierung an.²⁴⁷ Vorteil des ROIC ist seine Widerspiegelung des operativen Betriebsvermögens, da er ausschließlich der Ermittlung der durch die betriebliche Tätigkeit erzielten Rentabilität dient.²⁴⁸

Der ROIC bildet die Vorstufe bei der Ermittlung des EVA ® (Vgl. Kapitel 4.4.1). Unternehmen schaffen nur Wert, wenn der ROIC die Kapitalkosten übersteigt.²⁴⁹ In der Literatur gibt es Quellen, wonach der ROIC auch über das NOPLAT im Zähler berechnet wird.²⁵⁰ Da der ROIC keine Kapitalkosten berücksichtigt, zählt er nicht zu den engeren wertorientierten Kennzahlen.

Return on Operating Assets (ROOA)

Der Return on Operating Assets (ROOA) bezeichnet die Rendite auf das betriebsnotwendige Vermögen.²⁵¹ Er ist eine enge Abwandlung des ROA und des RONA und findet im deutschsprachigen Raum kaum Anwendung. Aus dem DAX weisen lediglich die beiden Unternehmen der Fresenius-Gruppe²⁵² den ROOA aus. Fresenius berechnet den ROOA wie in Formel 16 dargestellt.

$$\text{ROOA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ø betriebsnotwendiges Vermögen}} * 100 \%$$

Formel 16: ROOA²⁵³

Das betriebsnotwendige Vermögen errechnet sich aus der Bilanzsumme abzüglich aktiven latenten Steuern, Lieferantenverbindlichkeiten, erhaltenen Anzahlungen und zugesagten Fördermitteln.²⁵⁴ Der ROOA gibt somit den Prozentsatz

²⁴⁶ in Anlehnung an: Langguth (2008), S. 178

²⁴⁷ Vgl. Langguth (2008), S. 178

²⁴⁸ Vgl. Langguth (2008), S. 178

²⁴⁹ Vgl. Langguth (2008), S. 178

²⁵⁰ Vgl. Steger (2014), S. 53

²⁵¹ Vgl. Fresenius (2013), S. 46

²⁵² Unter den Unternehmen der Fresenius-Gruppe werden die Unternehmen Fresenius SE und Fresenius Medical Care verstanden.

²⁵³ in Anlehnung an: Fresenius (2013), S. 166

²⁵⁴ Vgl. Fresenius (2013), S. 166, 192

an, welchen der Gewinn vor Steuern und Zinsen am durchschnittlichen betriebsnotwendigen Vermögen erwirtschaftet hat. Wegen fehlenden Bezugs von Kapitalkosten ist der ROOA keine wertorientierte Kennzahl im engeren Sinne.

Return on Sales (ROS)

Der ROS (auch: *Umsatzrentabilität* oder *-rendite*) ist wie der ROE eine gewinnbasierte Rentabilitätskennzahl.²⁵⁵ Er gibt den Gewinnanteil am erwirtschafteten Umsatz an.²⁵⁶ Seine Formel verdeutlicht Formel 17.

$$\text{ROS} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Umsatzerlöse}} * 100 \%$$

Formel 17: ROS²⁵⁷

Ähnlich wie bei der EK-Rentabilität gibt es auch bei der Umsatzrentabilität keine allgemeingültige Berechnungsgrundlage. In der unternehmerischen Praxis wird für den Gewinn häufig der Jahresüberschuss bzw. -fehlbetrag bei Berechnung nach Steuern; das EBIT oder das ordentliche Betriebsergebnis bei Berechnung vor Steuern verwendet.²⁵⁸ Der ROS drückt den Anteil des Gewinnes an den Umsatzerlösen aus.²⁵⁹ Je höher der Wert ausfällt, desto effizienter hat das Unternehmen gewirtschaftet.²⁶⁰

Umsatzerlöse werden nicht durch betriebsfremde und außerordentliche Aktivitäten beeinflusst.²⁶¹ Von daher erscheint im Zähler das ordentliche Betriebsergebnis am geeignetsten. Zur Beurteilung des Ergebnisses eignen sich sowohl interne als auch zwischenbetriebliche Vergleiche. Da im ROS jedoch ebenfalls keine Kapitalkosten Berücksichtigung finden, zählt auch er nicht zu den wertorientierten Kennzahlen im engeren Sinne.²⁶²

²⁵⁵ Vgl. Steger (2014), S. 49

²⁵⁶ Vgl. Laier (2011), S. 55

²⁵⁷ in Anlehnung an: Steger (2014), S. 49

²⁵⁸ Vgl. Steger (2014), S. 49f.

²⁵⁹ Vgl. Langguth (2008), S. 180

²⁶⁰ Vgl. Laier (2011), S. 56

²⁶¹ Vgl. Langguth (2008), S. 180; Steger (2014), S. 49

²⁶² Vgl. Langguth (2008), S. 180

4.6 Wertorientierte Vergütungssysteme

In diesem Unterkapitel sollen wertorientierte Vergütungssysteme vorgestellt werden. Dabei werden einerseits Gründe und Anreize genannt, die den Zweck verdeutlichen, andererseits werden Bemessungsgrundlagen vorgestellt, wonach sich die Höhe einer variablen Vergütung richtet.

4.6.1 Gründe und Anreize

Wertorientierte Vergütungssysteme werden im Rahmen der Principal-Agent-Theorie (Vgl. Kapitel 2.4) eingesetzt, um Informationsasymmetrien abzubauen.²⁶³ Dies erfolgt in den Unternehmen zumeist über ein wertorientiertes Vergütungssystem, den sogenannten *Incentiveprogrammen*.²⁶⁴ Hiermit soll eine Steuerung des Leistungsverhaltens von Managern erreicht werden.²⁶⁵ Die Anreize können materieller oder immaterieller Natur sein.²⁶⁶ Aufgrund der größeren Bedeutung werden in dieser Arbeit nur die monetären Aspekte betrachtet. Neben einem Fixgehalt werden variable Vergütungsbestandteile in Form von *Long Term Incentives* (LTI; dt.: langfristiger Anreiz) gezahlt. Empfänger ist zumeist das obere Management.²⁶⁷ Als Gründe für eine variable Vergütung können folgende Punkte angesehen werden:²⁶⁸

- Förderung der Management- und Unternehmensleistung
- Rekrutierung und Bindung von Führungskräften
- Erwartungsbefriedigung der Investoren
- Entschärfung des Principal-Agent-Problems
- Transparenzschaffung in der externen Berichterstattung

Die Lenkung der Leistungsmotivation ist insofern wichtig, als dass es darum geht, sich der Verantwortung bewusst zu werden und nicht zur Leistungsmotivation an sich – davon wird bei Führungskräften ausgegangen.²⁶⁹ Eine Unternehmenswertsteigerung ist ein langfristiges Ziel. Von daher ist es wichtig, dass

²⁶³ Vgl. Plaschke (2003), S. 98; Palli (2004), S. 180

²⁶⁴ Vgl. Langguth (2008), S. 187

²⁶⁵ Vgl. Plaschke (2003), S. 98

²⁶⁶ Vgl. Palli (2004), S. 180

²⁶⁷ Vgl. Langguth (2008), S. 189

²⁶⁸ Vgl. Pilzecker (2011), S. 55; Langguth (2008), S. 189

²⁶⁹ Vgl. Plaschke (2003), S. 99

den Führungskräften eine langfristige Perspektive geboten werden kann.²⁷⁰ Wertorientierung betrifft das gesamte Unternehmen, nicht nur einzelne Geschäftsbereiche.²⁷¹ Das Anreizsystem muss leistungsorientiert und gerecht sein und möglichst nicht-beeinflussbare Faktoren ausklammern. Durch eine offene Kommunikation kann Transparenz nach innen und außen geschaffen und somit Akzeptanz erzeugt werden.²⁷² Es muss dafür gesorgt werden, dass das System nicht manipuliert werden kann und stets objektiv bleibt.²⁷³ Mittlerweise hat nahezu jedes der untersuchten DAX-Unternehmen ein variables Vergütungssystem installiert (Vgl. Kapitel 6.3.10).

4.6.2 Arten und Bemessungsgrundlagen

Um den Erfolg einer wertorientierten Vergütung sicherzustellen, sind geeignete Bemessungsgrundlagen festzulegen.²⁷⁴ Hierbei haben sich mit der aktienbasierten und der kennzahlenbasierten Vergütung zwei grundlegende Entlohnungsformen herauskristallisiert.²⁷⁵

Eine aktienbasierte Vergütung kann z.B. über klassische Aktienoptionen, Stock Appreciation Rights, Phantom Stocks oder Belegschaftsaktien erfolgen.²⁷⁶ Sie bemessen sich an der Entwicklung des Aktienkurses.²⁷⁷ Um die Langzeitwirkung in diese Instrumente zu integrieren, werden Sperrfristen eingerichtet, nach denen die Vergütung ausgezahlt wird. Verlässt eine Führungskraft das Unternehmen vor Auszahlung, so kann als Austrittsbarriere der Verfall der Boni vereinbart werden.²⁷⁸

Wertorientierte Kennzahlen lassen sich unterteilen in finanzielle und nicht-finanzielle Werttreiber.²⁷⁹ Finanzielle Werttreiber sind die wertorientierten Spitzenkennzahlen eines Unternehmens, z.B. EVA®, CVA oder CFROI (Vgl. Kapi-

²⁷⁰ Vgl. Plaschke (2003), S. 99f.

²⁷¹ Vgl. Plaschke (2003), S. 100

²⁷² Vgl. Plaschke (2003), S. 105

²⁷³ Vgl. Plaschke (2003), S. 107f.

²⁷⁴ Vgl. Pilzecker (2011), S. 56

²⁷⁵ Vgl. Droste et al. (2006), S. 48

²⁷⁶ Vgl. Droste et al. (2006), S. 48; Palli (2004), S. 184f.

²⁷⁷ Vgl. Pilzecker (2011), S. 57

²⁷⁸ Vgl. Plaschke (2003), S. 100

²⁷⁹ Vgl. Pilzecker (2011), S. 58

tel 4.4ff.).²⁸⁰ Der Beurteilungsgröße wird eine hohe Bedeutung beigemessen. Je nach Hierarchieebene bedarf es einer Messgröße, welche von den Mitarbeitern, Fach- und Führungskräften direkt beeinflussbar ist, um die Motivationsbereitschaft zu sichern.²⁸¹ Wie genau Unternehmen ihre variable Vergütung bemessen, bleibt ihnen jedoch selbst überlassen.

Schwächen ergeben sich, wenn kurzfristig wirkende Werkzeuge angewendet werden, die schnelle Gewinne erzeugen, jedoch kein nachhaltiges Wirtschaften abbilden.²⁸² Besonders relevant ist dies in der Vorstandsebene, da dort eine größere Fluktuation herrscht als in unteren Hierarchieebenen. Der EVA ® als absoluter Wertbeitrag wird häufig als Zielgröße verwendet, muss jedoch dabei einige Anforderungen wie Anreizverträglichkeit, Beeinflussbarkeit, Kommunizierbarkeit, Verhaltenssteuerung des Managements oder Wirtschaftlichkeit erfüllen.²⁸³

²⁸⁰ Vgl. Pilzecker (2011), S. 58; Palli (2004), S. 183

²⁸¹ Vgl. Pilzecker (2011), S. 58f.

²⁸² Vgl. Stiefl / von Westerholt (2008), S. 8

²⁸³ Vgl. Gundel (2012), S. 29ff.

5. Exkurs: Unternehmerische Nachhaltigkeit

Dieses Kapitel stellt einen Exkurs zur unternehmerischen Nachhaltigkeit dar. Sie ist in den Unternehmenskulturen verankert und auch Teil der empirischen Studie. Nach einer Erläuterung der Grundlagen und Kernkonzepte folgen Ausführungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex und Deutschen Nachhaltigkeitskodex. Den Abschluss bildet die Vorstellung des Leitfadens zur Nachhaltigkeitsberichterstattung, welcher Teil einer Fragestellung der Studie ist.

5.1 Kernkonzepte unternehmerischer Nachhaltigkeit

Der Begriff *Nachhaltigkeit* hat seine Wurzeln bereits im 18. Jahrhundert.²⁸⁴ Das heutige Verständnis beruht auf einem Bericht der Vereinten Nationen von 1987. Demnach soll die Menschheit so handeln, dass zukünftige Generationen nicht in ihrer Entfaltung beeinträchtigt werden.²⁸⁵ Wird dieser Gedanke auf die Wirtschaft übertragen, so bedeutet dies eine mit Bedacht auf die Interessen sämtlicher Stakeholder geführte, nachhaltige Unternehmensführung. Mit Corporate Citizenship, Corporate Social Responsibility und Corporate Governance gibt es eine Vielzahl an Kernkonzepten unternehmerischer Nachhaltigkeit.²⁸⁶ Nachhaltigkeit verknüpft damit ökologische, soziale und ökonomische Dimensionen.²⁸⁷

Corporate Citizenship

Der Begriff *Corporate Citizenship* (CC) ist in Deutschland noch nicht weit verbreitet und wird erstmalig in den 1990er Jahren erwähnt.²⁸⁸ Die politische Zielsetzung besteht aus konkreten politischen Strategien und Maßnahmen zur Förderung des freiwilligen, gemeinwohlorientierten, nicht auf materiellen Gewinn ausgerichteten bürgerlichen Engagements.²⁸⁹ Die Bundesregierung beschreibt im Jahr 2005 CC als Teilprojekt des CSR, welcher das *Engagement von Unternehmen zur Lösung sozialer Probleme im lokalen Umfeld des Unternehmens und seiner Standorte* beschreibt.²⁹⁰ Die Aktivitäten eines Unternehmens im Be-

²⁸⁴ Vgl. Sawczyn (2011), S. 17

²⁸⁵ Vgl. Sawczyn (2011), S. 17f.

²⁸⁶ Vgl. Sawczyn (2011), S. 25; Brugger (2010), S. 33; Curbach (2009), S. 19

²⁸⁷ Vgl. Brugger (2010), S. 34

²⁸⁸ Vgl. Sawczyn (2011), S. 35

²⁸⁹ Vgl. Sawczyn (2011), S. 35

²⁹⁰ Bundesregierung in: RNE (2005), S. 2, Datei: Kapitel_CSR.pdf

reich des Corporate Citizenship sind effizient, wenn es in die Unternehmensstrategie eingebunden ist.²⁹¹

Corporate Social Responsibility

Corporate Social Responsibility (CSR) charakterisiert die Übernahme gesellschaftlicher Verantwortung durch Unternehmen.²⁹² Die Abgrenzung des Begriffes gestaltet sich schwierig, woraufhin CARROLL ein CSR-Modell entwickelt hat, welches aus vier Ebenen besteht: der wirtschaftlichen, rechtlichen, ethischen und philanthropischen Verantwortungsebene.²⁹³ Diese Elemente bauen hierarchisch aufeinander auf, basierend auf der ökonomischen Ebene.²⁹⁴

In Deutschland ist CSR erst zu Beginn des neuen Jahrtausends populärer geworden.²⁹⁵ Unternehmen sollen auf freiwilliger Basis soziale Belange und Umweltbelange in ihre Unternehmensstrategie integrieren.²⁹⁶ Ziel ist es, CSR nicht nur als Kostenfaktor, sondern auch als Chance auf strategische Wettbewerbsvorteile zu sehen. Auf diese Weise kann eine Win-Win-Situation entstehen.²⁹⁷ Das strategische CSR zielt somit auf eine langfristig günstige Wettbewerbsposition ab.

Corporate Governance

Die Shareholder eines Unternehmens tragen das unternehmerische Risiko, haben dafür aber auch ein Anrecht auf Auszahlung der Zahlungsüberschüsse.²⁹⁸ Aus Sicht der Anteilseigner ist somit die Steigerung des Unternehmenswertes das oberste Unternehmensziel. In Unternehmen kann es passieren, dass die Führungsetage eigene Interessen verfolgt, sofern keine Kontroll- oder Anreizsysteme installiert sind.²⁹⁹ Das Problem besteht also in der Schaffung eines Ordnungsrahmens für die Leitung und Überwachung von Unternehmen. In Deutschland mündet die Diskussion um einen Leitrahmen in der Aufstellung des Deutschen Corporate Governance Kodex im Jahr 2002 (Vgl. Kapitel 5.2). Das Konstrukt der Corporate Governance bildet nur einen Leitrahmen, wobei

²⁹¹ Vgl. Sawczyn (2011), S. 42

²⁹² Vgl. Bundesregierung in: RNE (2005), S. 1, Datei: Kapitel_CSR.pdf

²⁹³ Vgl. Sawczyn (2011), S. 43f.; Curbach (2009), S. 19

²⁹⁴ Vgl. Curbach (2009), S. 19f.

²⁹⁵ Vgl. Sawczyn (2011), S. 44

²⁹⁶ Vgl. Sawczyn (2011), S. 44f.

²⁹⁷ Vgl. Bundesregierung in: RNE (2005), S. 2, Datei: Kapitel_CSR.pdf

²⁹⁸ Vgl. Sawczyn (2011), S. 26

²⁹⁹ Vgl. Sawczyn (2011), S. 26

die konkrete Ausgestaltung jedem Unternehmen selbst obliegt.³⁰⁰ Einen Überblick über die Zusammenhänge der unternehmerischen Nachhaltigkeit gibt Abbildung 3.

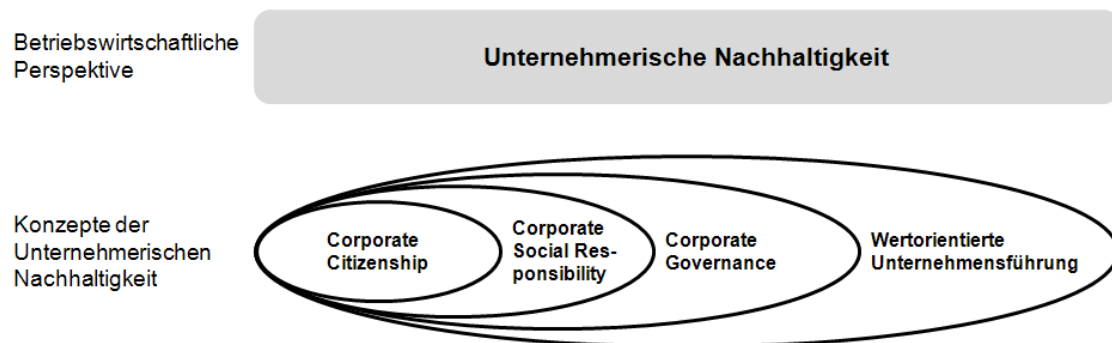


Abbildung 3: Abgrenzung Nachhaltigkeitskonzepte³⁰¹

Die Abbildung zeigt die Inhalte der unternehmerischen Nachhaltigkeit. Eine wertorientierte Unternehmensführung umfasst Inhalte, die über die drei oben erläuterten Konzepte hinausgehen. Es erfolgt eine Abstufung der Begriffe nach Inhalten. Den Kern bildet das Corporate Citizenship. Je nach Integrationsgrad in die Unternehmensstrategie lassen sich unterschiedliche Intensitäten in der Förderung der Nachhaltigkeit erreichen.³⁰² Wertorientierung und Nachhaltigkeit sind damit eng miteinander verbunden.

5.2 Deutscher Corporate Governance Kodex

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) ist erstmals im Jahr 2002 veröffentlicht worden.³⁰³ Ziel ist der Vorschlag eines Kodex zur Selbstverwaltung von Unternehmen, der international und national anerkannte Standards guter und verantwortlicher Unternehmensführung enthält.³⁰⁴ Der Kodex gründet auf dem gegenwärtig in Deutschland geltenden Recht und wird seither weitgehend jährlich aktualisiert.³⁰⁵ Vorrangig richtet sich der Kodex für börsennotierte Gesellschaften.³⁰⁶ Bis heute hält der DCGK an seinem Hauptziel, die wesentlichen gesetzlichen Vorschriften zur Leitung und Überwachung deutscher bör-

³⁰⁰ Vgl. Ulrich (2011), S. 6f.

³⁰¹ in Anlehnung an: Sawczyn (2011), S. 49

³⁰² Vgl. Sawczyn (2011), S. 48

³⁰³ Vgl. DCGK (2002), Vorwort

³⁰⁴ Vgl. DCGK (2002), Vorwort

³⁰⁵ Vgl. DCGK (2014), S. 2

³⁰⁶ Vgl. DCGK (2014), S. 2

sennotierter Gesellschaften darzustellen, fest.³⁰⁷ Im Kodex wird eine indirekte Verbindung zwischen Corporate Governance und Nachhaltigkeit geschaffen wie nachfolgende Textpassage aus dem DCGK belegt:

„Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung.“³⁰⁸

5.3 Deutscher Nachhaltigkeitskodex

Der Deutsche Nachhaltigkeitskodex (DNK) wird erstmals im Oktober 2011 vom Rat für Nachhaltige Entwicklung (RNE) herausgegeben.³⁰⁹ Ziel ist es, den Nachhaltigkeitsgedanken in der Unternehmensstrategie zu verankern und damit die Leistungen der Unternehmen zum Thema *Nachhaltigkeit* transparent und vergleichbar zu machen.³¹⁰ Der DNK eignet sich für Unternehmen jeglicher Größe und Rechtsform.³¹¹ Es gibt keinen Anwendungszwang, eine Anwendung findet auf freiwilliger Basis statt.³¹² Der DNK beinhaltet 20 Kriterien.³¹³ Ein Kriterium hiervon sind Anreizsysteme (Vgl. Kapitel 4.6f.). Das Unternehmen legt offen, inwiefern sich Zielvereinbarungen und Vergütungen an nachhaltigen Unternehmenszielen und der langfristigen Wertschöpfung orientieren.³¹⁴ Durch Unterzeichnung einer Entsprechenserklärung geben Unternehmen einen Nachweis über ihre Maßnahmen zur ökologischen, sozialen und ökonomischen Dimension der Nachhaltigkeit ab.³¹⁵ Nachhaltige Unternehmensführung erfordert die Beachtung der Grundprinzipien guter Unternehmensführung in starkem Maße.³¹⁶ Deshalb spielt Corporate Governance in diesem Zusammenhang eine große Rolle. DCGK und DNK sind im Gesamtkonstrukt der Nachhaltigkeit eng miteinander verzahnt.

³⁰⁷ Vgl. DCGK (2014), S. 1

³⁰⁸ Quelle: DCGK (2014), S. 6 (Rn. 4.1.1)

³⁰⁹ Vgl. DNK (2014), S. 1

³¹⁰ Vgl. DNK (2014), S. 1

³¹¹ Vgl. DNK (o.Jg.), Datei: DNK_Ziele.pdf

³¹² Vgl. DNK (2014), S. 1

³¹³ Vgl. DNK (2014), S. 3ff.

³¹⁴ Vgl. DNK (2014), S. 4

³¹⁵ Vgl. DNK (2014), S. 1

³¹⁶ Vgl. DNK (2014), S. 2

5.4 Leitfaden zur Nachhaltigkeitsberichterstattung

Der Zweck eines Nachhaltigkeitsberichtes liegt in der Ermittlung, Veröffentlichung und Rechenschaftslegung der unternehmerischen Leistung gegenüber internen und externen Stakeholdern hinsichtlich unternehmerischer Nachhaltigkeitsziele.³¹⁷ Als Synonym ist auch der Begriff *Corporate Responsibility Report* geläufig. Im Nachhaltigkeitsbericht sollen sowohl positive als auch negative Aspekte Anwendung finden.³¹⁸ Ein Nachhaltigkeitsbericht kann als Benchmark für andere Unternehmen, zur Veranschaulichung eigener Ansprüche oder zur Leistungsmessung an den Unternehmenszielen genutzt werden.³¹⁹

Der GRI-Leitfaden umfasst zwei Teilbereiche. Der erste befasst sich mit den qualitativen Aspekten der Nachhaltigkeitsberichterstattung und ist kein Bestandteil dieser Arbeit. Der zweite Teil beinhaltet Standardangaben, welche aus drei Säulen bestehen: dem Profil, dem Managementansatz und den Leistungsindikatoren (Abbildung 4).³²⁰

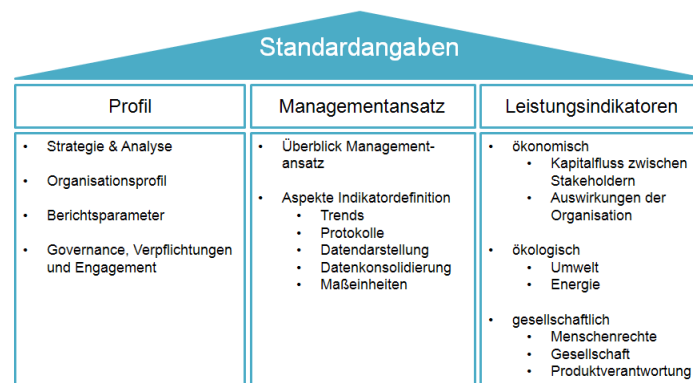


Abbildung 4: Säulen der Standardangaben im GRI³²¹

Die Leitlinien stellen somit einen wichtigen Beitrag zur Transparenz in der Nachhaltigkeitsberichterstattung dar. Mittlerweile gibt es schon eine vierte Fassung der Global Reporting Initiative.³²² Da diese allerdings erst im November 2013 veröffentlicht worden ist und noch nicht in den neuesten Geschäftsberichten integriert ist, werden die GRI 3 als Grundlage in der Studie verwendet.

³¹⁷ Vgl. Global Reporting Initiative (2006), S. 3

³¹⁸ Vgl. Global Reporting Initiative (2006), S. 3

³¹⁹ Vgl. Global Reporting Initiative (2006), S. 3

³²⁰ Vgl. Global Reporting Initiative (2006), S. 5

³²¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an: Global Reporting Initiative (2006), S. 20ff.

³²² Vgl. Global Reporting Initiative (2013), Datei: GRI4.pdf

6. Empirische Auswertung der Geschäftsberichte

Dieses Kapitel stellt die Ergebnisse der Untersuchung dar. Hierzu werden dem Leser zunächst einige allgemeine Informationen gegeben, auf denen die Studie basiert. Anschließend werden Fragen und Hypothesen aufgestellt, die im Folgenden betrachtet und ausgewertet werden. Die Ergebnisse werden am Ende des Kapitels in einer Zusammenfassung komprimiert dargestellt.

6.1 Allgemeine Grundlagen dieser Studie

In seiner heutigen Form existiert der DAX seit Juni 1988 als er an der Frankfurter Wertpapierbörse eingeführt wurde.³²³ In dieser Arbeit wird ausschließlich der Performanceindex betrachtet, welcher sich bei etwa 9.930 Punkten (Stand: 29.12.2014) bewegt.³²⁴ Der DAX ist eine eingetragene Marke der Deutschen Börse AG, deren Aktie sich auch als Einzelwert im Index befindet.³²⁵ Eine Indexanpassung erfolgt viermal jährlich.³²⁶ Abbildung 5 führt alle derzeitigen³²⁷ DAX-Unternehmen auf.

Adidas, Allianz, BASF, Bayer, Beiersdorf, BMW, Commerzbank, Continental, Daimler, Deutsche Bank, Deutsche Börse, Deutsche Post, Deutsche Telekom, e.on, Fresenius, Fresenius Medical Care, HeidelbergCement, Henkel, Infineon Technologies, K+S, Lanxess, Linde, Lufthansa, Merck, Münchener Rück, RWE, SAP, Siemens, ThyssenKrupp und Volkswagen

Abbildung 5: DAX-Unternehmen im Oktober 2014³²⁸

Abbildung 6 zeigt die Branchenzugehörigkeit der Unternehmen.

³²³ Vgl. Finanzen.net (2014a), Datei: DAX.pdf

³²⁴ Vgl. Finanzen.net (2014a), Datei: DAX.pdf

³²⁵ Vgl. Deutsche Börse (2013), S. U4, 316

³²⁶ Vgl. Börse Frankfurt (2014), Datei: Anpassung_DAX.pdf

³²⁷ Stand: 06.10.2014

³²⁸ Vgl. Finanzen.net (2014a), Datei: DAX.pdf

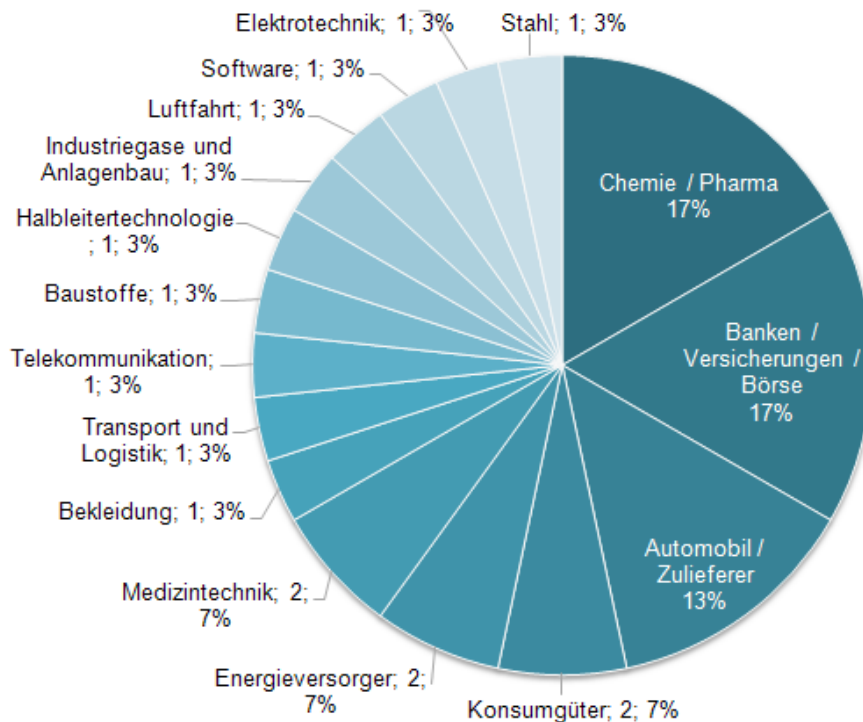


Abbildung 6: Branchenzugehörigkeit der DAX-30³²⁹

Abbildung 6 lässt erkennen, dass mit 14 Unternehmen rund 47 % der DAX-Einzelwerte drei großen Branchen angehören, den Bereichen Chemie / Pharma, Banken / Versicherungen / Börse sowie Automobilindustrie und deren Zulieferern.

In der Studie werden ausschließlich Unternehmen betrachtet, die sich seit dem 01.01.2009 durchgängig im DAX befinden (Vgl. Tabelle 5). Die Untersuchung erfolgt durch Analyse der Geschäftsberichte 2009 bis 2013 in Anlehnung an die Untersuchung von Langguth anhand der Geschäftsberichte 2006. Unternehmen, die bereits dort betrachtet wurden und seitdem durchgehend im DAX notieren, werden in einzelnen Hypothesen auch seit 2007 betrachtet. Bei Infineon Technologies³³⁰, Siemens³³¹ und ThyssenKrupp³³² weichen Geschäfts- und Kalenderjahr voneinander ab. Bei ihnen wird immer derjenige GB betrachtet, in dem der wesentliche Teil des Kalenderjahres liegt.³³³

³²⁹ Eigene Darstellung

³³⁰ Vgl. Infineon Technologies (2015), Datei: Infineon_GJ.pdf

³³¹ Vgl. Siemens (2013), S. 88

³³² Vgl. ThyssenKrupp (2013), S. I

³³³ Die Geschäftsjahre von Infineon Technologies, Siemens und ThyssenKrupp laufen vom 01.10. eines Jahres bis 30.09. des folgenden Jahres. In dieser Untersuchung werden die GB dem neuen Kalenderjahr zugeordnet, da in diesem neun Monate liegen, im alten lediglich drei.

Tabelle 5 zeigt die Veränderungshistorie der DAX-Unternehmen seit dem 01.01.2007.

Datum	ausgeschiedenes Unternehmen	aufgenommenes Unternehmen
18.06.2007	Altana AG	Merck KGaA
22.09.2008	TUI AG	K+S AG
22.12.2008	Continental AG	Beiersdorf AG
	Hypo Real Estate Holding AG	Salzgitter AG
23.03.2009	Infineon Technologies AG	Fresenius SE & Co. KGaA
	Deutsche Postbank AG	Hannover Rückversicherung AG
21.09.2009	Hannover Rückversicherung AG	Infineon Technologies AG
23.12.2009	Volkswagen AG – Stammaktien	Volkswagen AG – Vorzugsaktien
21.06.2010	Salzgitter AG	HeidelbergCement AG
24.09.2012	MAN AG	Continental AG
	Metro AG	Lanxess AG
08.07.2013		OSRAM Licht AG
09.07.2013	OSRAM Licht AG	

Tabelle 5: Veränderungshistorie des DAX seit 2007^{334 335 336}

Die Tabelle zeigt Veränderungen in der Zusammensetzung des DAX in nahezu jedem Kalenderjahr. Die Wechselhäufigkeit ist in der letzten Zeit allerdings deutlich zurückgegangen. Im Juli 2013 gibt es kurzzeitig 31 Einzelwerte im DAX.³³⁷ Aus Tabelle 5 kann weiterhin abgelesen werden, welche Unternehmen sich seit wann (wieder) im DAX befinden.³³⁸

Die Infineon Technologies AG wird trotz halbjähriger Abstinenz im Jahr 2009 in der Studie betrachtet. Die Continental AG wird als regional ansässiges Unternehmen trotz mehrjähriger Nicht-Zugehörigkeit zum DAX ebenfalls in die Studie einbezogen. Die Untersuchung erfolgt jedoch ohne die Unternehmen der Banken- und Versicherungsbranche sowie Börse, da sie eine Sonderstellung aufweisen. Bei Versicherungsunternehmen besteht die Besonderheit, dass die Passivseite der Bilanz größtenteils kapitalkostenfrei ist.³³⁹ Für gewöhnlich werden nur Eigenkapitalkosten berücksichtigt, nicht aber Fremdkapitalkosten.³⁴⁰ Ohne Berücksichtigung der kompletten Kapitalkosten ist eine Berechnung wert-

³³⁴ Vgl. FAZ.net (2007), Datei: Merck_Altana_Juni_2007.pdf

³³⁵ Vgl. Finitmat.de (o.J.), Datei: DAX-Anpassungen.pdf

³³⁶ Vgl. Boerse.de (2015), Osram-Licht-Aktie, Datei: OSRAM.pdf

³³⁷ Aufgrund der Abspaltung vom Mutterkonzern Siemens muss sich an der Börse ein Marktwert für Osram bilden. Daher ist Osram für einen Tag 31. Mitglied im DAX, vgl. Boerse.de (2015), Osram-Licht-Aktie, Datei: OSRAM.pdf

³³⁸ Nicht aufgeführte Unternehmen sind bereits vor dem 01.01.2007 aufgenommen worden oder sogar Gründungsmitglieder.

³³⁹ Vgl. Rosenfeld / Pfeufer-Kinnel in: Fischer (2004), S. 323

³⁴⁰ Vgl. Rosenfeld / Pfeufer-Kinnel in: Fischer (2004), S. 323

orientierter Kennzahlen nicht möglich. Versicherungsunternehmen verwenden vielmehr wertorientierte Kennzahlen im weiteren Sinne, z.B. einfache Renditekennzahlen (Vgl. Kapitel 4.5).³⁴¹ Auch die Banken nutzen einfache Renditekennzahlen wie den ROE oder den RAROC bzw. RORAC.³⁴² Wertorientierte Spitzenkennzahl in Banken ist der Added Value on Equity (AVE), der die Kapitalkosten berücksichtigt.³⁴³ Auch die Deutsche Börse AG veröffentlicht keine der in Kapitel 4.4ff. dargestellten wertorientierten Kennzahlen. Auf eine Auswertung der Branchenvertreter wird daher in dieser Arbeit verzichtet. Weiterhin wird die Lanxess AG in dieser Studie nicht betrachtet, da sie dem DAX erst seit September 2012 angehört (Vgl. Tabelle 5).

Für die Auswertung bieten sich spezielle Statistikprogramme wie SPSS oder die Open-Source-Lösung R an. In dieser Arbeit wird jedoch mit N=24 Unternehmen eine sehr kleine Grundgesamtheit untersucht. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass sich bei einem Signifikanzniveau α (Alpha) von fünf Prozent ($p = .05$) kein signifikantes Ergebnis erzielen lässt.³⁴⁴ In dieser Arbeit wird daher auf den Einsatz eines Statistikprogrammes verzichtet. Die in Kapitel 6.3ff. aufgeführte Ergebnisdarstellung erfolgt mit Microsoft Excel.

6.2 Herleitung der Fragen und Hypothesen

Hypothesen sollen als grundlegendes Instrument dieser Arbeit verstanden werden. Ihre Beantwortung soll sich auf einen Untersuchungszeitraum von mindestens fünf Geschäftsjahren beziehen, um Veränderungen der Unternehmensführung aufzuzeigen.

Langguth hat in ihrer Studie bereits das Bekenntnis einer wertorientierten Unternehmensführung im Geschäftsjahr 2006 erfasst und bietet damit für diese Arbeit eine Vergleichsgrundlage. Für alle kapitalmarktorientierten Betrachter ist daher von Interesse, ob die Bekundungen zum Status der Wertorientierung seit 2006 durchgängig vorhanden sind und ob sich die Unternehmenskultur seitdem in stärkerem Maße verändert hat. Daraus ergibt sich die erste Hypothese.

³⁴¹ Vgl. Pilzecker (2011), S. 82

³⁴² Vgl. Gross et al. in: Fischer (2004), S. 267

³⁴³ Vgl. Gross et al. in: Fischer (2004), S. 267f.

³⁴⁴ Vgl. Beller (2008), S. 105

Hypothese 1: Je näher die Berichterstattung an der Gegenwart, desto mehr DAX-Unternehmen bekennen sich zu einer wertorientierten Unternehmensführung.

Ebenfalls von Interesse ist die Entwicklung der Kapitalkostensätze. Die Zinsen für Fremdkapital sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich gesunken. Zu Jahresbeginn 2009 liegt der Leitzins der EZB noch bei 2,50 %.³⁴⁵ Im Oktober 2014 hat er seinen historischen Tiefststand von 0,05 % erreicht. Günstiges FK soll die Kreditaufnahme für Investitionen ankurbeln. Da die EZB die Senkung des Leitzinses beständig über den Untersuchungszeitraum vollzogen hat, ist davon auszugehen, dass sich die niedrigeren FK-Kosten über die Jahre mindern auf den WACC der DAX-Unternehmen ausgewirkt haben. Daraus ergibt sich die zweite Hypothese.

Hypothese 2: Im Verlauf des Untersuchungszeitraumes hat sich das Niveau der angegebenen Kapitalkostensätze (WACC) im Durchschnitt gesenkt.

Die Geschäftsberichte der DAX-Unternehmen und vorangegangene Studien zeigen, dass immer mehr wertorientierte Kennzahlen veröffentlicht werden. Sicherlich tragen die Transparenzforderungen aus DCGK und DNK zu dieser Bewegung bei. Es ist davon auszugehen, dass dieser Trend noch weiter anhält, was zu einer dritten Hypothese führt.

Hypothese 3: Am Ende des Untersuchungszeitraumes werden mehr wertorientierte Kennzahlen veröffentlicht als zu Beginn.

Wie in Kapitel 5.2 bereits dargestellt, wird dem Thema Nachhaltigkeit im Deutschen Corporate Governance Kodex eine große Bedeutung beigemessen. Die Wichtigkeit der Nachhaltigkeit ist in den Unternehmen zu Beginn des Jahrtausends noch kaum messbar; nun ist sie jedoch in den Geschäftsberichten verankert. In dieser Arbeit soll überprüft werden, ob sich die oberste Zielsetzung der Konzerne vom Shareholder Value zur Nachhaltigkeit gewandelt hat.

³⁴⁵ Vgl. (o.V.) (2014), Datei: Leitzinsen.pdf

Hypothese 4: Die oberste Zielsetzung der Unternehmen hat sich im Betrachtungszeitraum vom Shareholder Value in Richtung Nachhaltigkeit verschoben.

Neben den oben hergeleiteten Hypothesen, die sich auf eine Zeiraumbetrachtung beziehen, sollen weitere kleinere Fragestellungen beantwortet werden, die auf eine Zeitpunkt Betrachtung (Geschäftsjahr 2013) abzielen. Dazu werden folgende Fragestellungen untersucht:

- I. Bekennen sich die Unternehmen in den Geschäftsberichten offen zu einer wertorientierten Unternehmenssteuerung?
- II. Welche Unternehmen haben im GB 2013 unternehmensspezifische wertorientierte Kennzahlen definiert und was sagen diese aus?
- III. Welche (wertorientierten) Kennzahlen werden von den Unternehmen im GB 2013 in welcher Häufigkeit veröffentlicht?
- IV. Berichten die Unternehmen über wertorientierte Kennzahlen in qualitativer und / oder quantitativer Form?
- V. Lassen sich die Unternehmen anhand der veröffentlichten Kennzahlen vergleichen?
- VI. Gibt es in den Unternehmen Anreizsysteme für eine wertorientierte Vergütung? Wenn ja, auf welcher Grundlage wird diese gewährt?

6.3 Qualitative und quantitative Auswertung der Fragen und Hypothesen

Die Fragestellungen und Hypothesen sollen nun in sinnvoller³⁴⁶ Reihenfolge – ähnlich dem Aufbau des Theorieteils dieser Arbeit – betrachtet und analysiert werden.

³⁴⁶ Mit einer sinnvollen Reihenfolge ist eine zusammenhängende Beantwortung von thematisch aufeinander aufbauenden Fragen und Hypothesen gemeint. Ferner richtet sich die Auswertung an die Gliederung des Theorieteils dieser Arbeit.

6.3.1 Offenes Bekenntnis einer wertorientierten Unternehmenssteuerung

Frage I: Bekennen sich die Unternehmen in den Geschäftsberichten offen zu einer wertorientierten Unternehmenssteuerung?

Bei den meisten Unternehmen finden sich die Angaben im Geschäftsbericht im Zusammenhang mit Kapiteln der Unternehmensstrategie oder der Nachhaltigkeit. Tabelle 6 zeigt Auszüge aus den Geschäftsberichten mit entsprechenden Formulierungen.

Adidas: „Im Mittelpunkt unserer unternehmerischen Entscheidungen steht das Schaffen **langfristiger Wertzuwächse** für unsere Aktionäre durch das Erzielen eines starken operativen Cashflows.“ (S. 68)

BASF: „BASF unterstützt den Deutschen Corporate Governance Kodex als ein wichtiges Instrument zur kapitalmarktorientierten Weiterentwicklung von Unternehmensführung und -kontrolle und bekennt sich zu einer verantwortungsvollen Unternehmensführung, die auf eine **nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes** ausgerichtet ist.“ (S. 125)

Bayer: „Ein vorrangiges Ziel des Bayer-Konzerns ist die **kontinuierliche Steigerung des Unternehmenswerts**.“ (S. 57)

Beiersdorf: „Ziel des unternehmerischen Handelns von Beiersdorf ist es, die Marktanteile des Unternehmens im Sinne eines qualitativen Wachstums nachhaltig zu steigern und gleichzeitig die Ertragsbasis auszubauen.“ (S. 20)

BMW: „Zentrale Ziele der betriebswirtschaftlichen Steuerung sind ein **nachhaltig profitables Wachstum, Wertsteigerung** für die Kapitalgeber, die Sicherung von Arbeitsplätzen sowie letztlich die unternehmerische Eigenständigkeit.“ (S. 20)

Continental: „Im Mittelpunkt unserer operativen und finanziellen Ziele stehen die **nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes** sowie eine ausgewogene Finanzierung.“ (S. 70)

Daimler: „Unser oberstes Unternehmensziel ist es, nachhaltig profitabel zu wachsen und damit den **Wert des Unternehmens kontinuierlich zu steigern**.“ (S. 26)

Deutsche Post: „Als international tätiges Logistikunternehmen sind wir einer Reihe von Veränderungen ausgesetzt. Wir wollen die sich daraus ergebenden Chancen und Risiken früh erkennen sowie erforderliche Maßnahmen in den im Einzelnen betroffenen Bereichen rechtzeitig ergreifen, um so den **Unternehmenswert nachhaltig zu steigern**.“ (S. 88)

Deutsche Telekom: „Um zu unterstreichen, wie wichtig uns eine langfristig erfolgreiche Entwicklung unseres Konzerns ist, haben wir die **nachhaltige Konzernwertsteigerung** in den mittelfristigen Zielen festgeschrieben und als Kennzahl im gesamten Konzern implementiert.“ (S. 71)

e.on: „Im Mittelpunkt unserer Unternehmenspolitik steht die **nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes**.“ (S. 20)

Fresenius: „Der Aufsichtsrat und der Vorstand bekennen sich zu einer verantwortungsbewussten Unternehmensführung, die auf eine **nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts** ausgerichtet ist.“ (S. 11)

Fresenius Medical Care: „Dennoch sind wir überzeugt, dass wir das Unternehmen strategisch so positioniert haben, dass wir unseren Wachstumskurs längerfristig erfolgreich fortsetzen können, um somit den **Unternehmenswert** von Fresenius Medical Care zu **erhöhen**.“ (S. 28)

HeidelbergCement: „Das Ziel von HeidelbergCement ist die **langfristige Steigerung des Unternehmenswerts** durch ein nachhaltiges, am Ergebnis orientiertes Wachstum.“ (S. 40)

Henkel: „Der Vorstand, der Gesellschafterausschuss und der Aufsichtsrat bekennen sich zu einer verantwortungsvollen, transparenten und auf die **langfristige Steigerung des Unternehmenswerts** ausgerichteten Führung und Kontrolle des Unternehmens.“ (S. 25)

Infineon Technologies: „Im Zentrum der finanziellen Ziele zur **nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts** steht bei Infineon die dauerhafte Erzielung einer Prämie auf die Kapitalkosten.“ (S. 76)

K+S: „Im Zentrum der finanziellen Ziele steht die **nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts** in Form einer Prämie auf die Kapitalkosten vor Steuern in Höhe von mindestens 15 %.“ (S. 54)

Linde: „Die Unternehmensstrategie von Linde zielt unter anderem auf nachhaltiges, ertragsorientiertes Wachstum und eine **stetige Steigerung des Unternehmenswertes**.“ (S. 41)

Lufthansa: „Lufthansa Group strebt **nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts** an.“ (S. 26)

Merck: „Die Gesellschaftsstruktur der Merck KGaA mit Mitgliedern der Merck-Familie als persönlich haftende Gesellschafter verpflichtet die Geschäftsleitung dazu, ein besonderes Augenmerk auf die langfristige Wertentwicklung zu legen. Daher spielt Nachhaltigkeit bei Merck eine besondere Rolle.“ (S. 37)

RWE: „Die **Steigerung des Unternehmenswertes** ist Kernelement unserer Strategie.“ (S. 68)

SAP: „Wir haben uns ehrgeizige Ziele für nachhaltigen Geschäftserfolg gesteckt, sowohl für uns selbst als auch für unsere Kunden.“ (S. 54)

Siemens: „Wir wollen den **Wert** von Siemens für alle Anspruchsgruppen (Stakeholder) **nachhaltig steigern**.“ (S. 80)

ThyssenKrupp: „Zu den wichtigsten finanzwirtschaftlichen Zielen des ThyssenKrupp Konzerns zählen die **nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes** und die Sicherstellung der jederzeitigen Zahlungsfähigkeit.“ (S. 145)

Volkswagen: „Das finanzielle Zielsystem sieht als Kernelement die kontinuierliche und **nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes** vor.“ (S. 107)

Tabelle 6: Formulierungen zur Unternehmenswertsteigerung³⁴⁷

³⁴⁷ Eigene Darstellung mit Werten aus den GB 2013 der untersuchten Unternehmen.

Alle 24 untersuchten Unternehmen bekennen sich mehr oder weniger stark zu einer wertorientierten Unternehmenssteuerung. Die Kategorisierung der Aussagen ist von subjektiver Natur. Um die Transparenz zu erhöhen, zeigt nachfolgende Legende, nach der der Autor seine Eingruppierung durchgeführt hat.

Kategorie:	Erklärung (beispielsweise):
ja	Das Unternehmen bekennt sich ausdrücklich zu einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes.
ja, indirekt	Das Unternehmen erwähnt zwar eine Steigerung des Unternehmenswertes, allerdings nicht in aktivem Sinne, sondern eher unpräzise formuliert.
kein direktes Bekenntnis	Das Unternehmen erwähnt zwar eine Wertorientierung im GB, allerdings geschieht dies in der Hinsicht, dass der Vorstand / Aufsichtsrat dazu verpflichtet ist. Allein aus der Verpflichtung lässt sich jedoch kein Bekenntnis zur Wertorientierung erkennen.
keine Angaben (k.A.)	Im Geschäftsbericht finden sich keine Angaben zu einer wertorientierten Unternehmenssteuerung.

Diese Eingruppierung gilt gleichzeitig für den weiteren Verlauf dieser Studie. Aus Darstellungsgründen finden Sie die einzelnen Ergebnisse in Kapitel 6.3.2 in Tabelle 7. Abbildung 7 zeigt vorhandene Stärken des Bekenntnisses zur Unternehmenswertsteigerung.

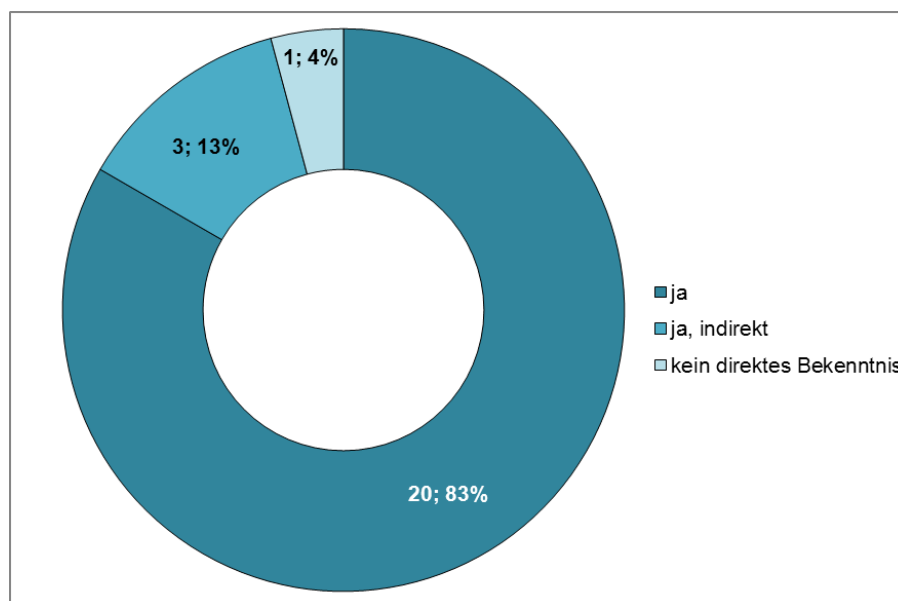


Abbildung 7: Bekenntnis zur Unternehmenswertsteigerung³⁴⁸

20 von 24 Unternehmen (83 %) bekennen sich direkt zu einer wertorientierten Unternehmensführung. Drei Unternehmen (13 %) bekennen sich indirekt. Lediglich die familiengeführte Merck KGaA und damit 4 % der Konzerne gibt kein direktes Bekenntnis zur Wertorientierung ab.

³⁴⁸ Eigene Darstellung anhand der Werte aus Tabelle 7 (Vgl. Kapitel 6.3.2).

6.3.2 Bekenntnishäufigkeit einer wertorientierten Unternehmensführung im Zeitverlauf

Hypothese 1: Je näher die Berichterstattung an der Gegenwart, desto mehr DAX-Unternehmen bekennen sich zu einer wertorientierten Unternehmensführung.

Die Ergebnisse des Geschäftsjahres 2013 sind in Kapitel 6.3.1 vorgestellt worden. In einem nächsten Schritt kann nun Hypothese 1 überprüft werden. Orientierungswerte stellen die Ergebnisse von Langguth aus dem Jahr 2006 dar. Da keine andere Studie eine ähnliche Fragestellung beleuchtet, werden die Ergebnisse aller Jahre ab 2007 (2009³⁴⁹) in dieser Arbeit neu erhoben. Auf diese Weise soll die Veränderung des Bekenntnisses deutlicher herausgehoben werden. Tabelle 7 zeigt die Entwicklung des Bekenntnisses zur wertorientierten Unternehmenssteuerung seit 2006.

Jahr \ Unternehmen	2006 ³⁵⁰	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Adidas	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
BASF	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Bayer	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Beiersdorf				ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt
BMW	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Continental	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja	ja	ja	ja
Daimler	ja, indirekt	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Deutsche Post	kein direktes Bekenntnis	ja	ja	ja	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja
Deutsche Telekom	ja	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja	ja	ja
e.on	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Fresenius	kein direktes Bekenntnis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Fresenius Medical Care				ja	ja	ja	ja	ja
Heidelberg Cement				ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt	ja

³⁴⁹ Unternehmen, die erst später in den DAX aufgenommen wurden (Vgl. Tabelle 5), werden erst ab 2009 betrachtet.

³⁵⁰ Werte aus 2006 vgl. Langguth (2008), S. 296f.

Henkel	kein direktes Bekenntnis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Infineon Technologies	k.A.	kein direktes Bekenntnis	kein direktes Bekenntnis	kein direktes Bekenntnis	kein direktes Bekenntnis	ja, indirekt	ja, indirekt	ja, indirekt
K+S				ja	ja	ja	ja	ja
Linde	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Lufthansa	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Merck				k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	kein direktes Bekenntnis
RWE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
SAP	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja, indirekt	ja, indirekt
Siemens	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Thyssen Krupp	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Volkswagen	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja

Tabelle 7: Bekenntnisstärke wertorientierter Unternehmensführung im Zeitverlauf³⁵¹

Von 24 untersuchten Unternehmen können 19 direkt seit 2006 verglichen werden; die restlichen fünf sind erst später in den DAX aufgenommen worden (Vgl. Kapitel 6.1). Elf Unternehmen haben sich kontinuierlich über den gesamten Untersuchungszeitraum zu einer wertorientierten Unternehmenssteuerung bekannt, zwei weitere seit der Aufnahme in den DAX. Auffällig ist, dass Unternehmen, die sich einmal zur Wertorientierung bekennen, dies größtenteils über den gesamten Zeitraum tun. Es gibt jedoch auch einige Ausnahmen: Continental bekennt sich bis 2009 indirekt und seitdem direkt zu einer wertorientierten Unternehmenssteuerung. Die Deutsche Post bekennt sich 2006 nicht direkt, von 2007 bis 2009 direkt und anschließend wieder indirekt zur Wertorientierung, wechselt also mehrfach. Auch SAP fällt ins Auge, denn das Unternehmen bekennt sich zuerst direkt und in den letzten beiden Geschäftsjahren indirekt. Um ein aussagekräftigeres Urteil abgeben zu können, können nur die Ergebnisse von 2009 bis 2013 betrachtet werden. Langguth hat in ihrer Studie mit Altana, MAN, Metro und der TUI vier weitere Unternehmen betrachtet, die heute nicht mehr im DAX gelistet sind (Vgl. Kapitel 6.1).³⁵² Die Ergebnisse dieser Unternehmen können nicht mit denen neu aufgenommener Konzerne verglichen

³⁵¹ Eigene Erhebung

³⁵² Vgl. Langguth (2008), S. 296f.

werden. Auch die Brückenjahre 2007 und 2008 dienen allenfalls als Ergänzung, da auch dort noch nicht alle Unternehmen betrachtet werden.

Wird also das Jahr 2009 als Basis betrachtet in dem alle 24 Konzerne analysiert werden, so lässt sich feststellen, dass sich 18 Unternehmen (75 %) direkt, vier indirekt (17 %) und jeweils ein Unternehmen (je 4 %) nicht direkt bekennt bzw. keine Aussagen zu einer wertorientierten Unternehmensführung tätigt.

Wird das Geschäftsjahr 2013 betrachtet, so zeigt sich, dass sich 20 Unternehmen (83 %) direkt zur Wertorientierung bekennen. Dieser Wert ist damit leicht höher als der der Studie von Langguth aus dem Jahr 2006.³⁵³ Daneben geben drei Konzerne (13 %) ein indirektes Bekenntnis ab. Mit Merck äußert lediglich ein Unternehmen (4 %) kein direktes Bekenntnis in seinem Geschäftsbericht.³⁵⁴

Die Hypothese eines gesteigerten Bekenntnisses kann bestätigt werden, denn 2013 bekennen sich zwei Unternehmen mehr zur Wertorientierung als 2009. Das Bekenntnis ist mit 75% bereits relativ hoch gewesen und noch auf 83% angestiegen. Als Störvariable könnte hier eine unbewusst unterschiedliche subjektive Bewertung der Formulierungen seitens des Verfassers in Frage kommen. Im Vergleich zu den Ergebnissen von Langguth besteht in der unterschiedlichen Anzahl betrachteter Unternehmen sowie den untersuchten Unternehmen an sich eine zusätzliche Störvariable.

6.3.3 Niveau der Kapitalkostensätze im Zeitverlauf

Hypothese 2: Im Verlauf des Untersuchungszeitraumes hat sich das Niveau der angegebenen Kapitalkostensätze (WACC) im Durchschnitt gesenkt.

Um eine fundierte Aussage hierüber treffen zu können, ist eine Erhebung von Kapitalkostensätzen möglichst vieler Unternehmen vonnöten. Um den durchschnittlichen Kapitalkostensatz aller Unternehmen vergleichen zu können, wird für diese Hypothese das Geschäftsjahr 2009 als Basis festgelegt. Aus Homogenitätsgründen werden nur Unternehmen betrachtet, die einen konzernweiten

³⁵³ Vgl. Langguth (2008), S. 292

³⁵⁴ Vgl. Kapitel 6.3.1

Kapitalkostensatz angegeben haben. Aus der Untersuchung resultieren folgende Ergebnisse (Tabelle 8).

Unternehmen:	Bezeichnung:	vor Steuern					nach Steuern				
		2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
BASF	WACC						9,0 %	9,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Bayer	WACC						7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,6 %
BMW	WACC	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %					
Continental	WACC	11,5 %	10,7 %	10,6 %	10,8 %	11,3 %					
Daimler	Kapitalkostensatz / WACC						8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Deutsche Post	WACC						8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
e.on	Kapitalkostensatz	9,1 %	8,3 %	8,3 %	7,7 %	7,5 %	6,7 %	6,1 %	6,1 %	5,6 %	5,5 %
Fresenius	WACC						6,61 %	5,9 %	5,9 %	5,4 %	5,3 %
Fresenius Medical Care	WACC						6,9 %	6,8 %	6,7 %	6,8 %	6,7 %
Heidelberg Cement	WACC							7,8 %	7,8 %	7,8 %	8,7 %
Henkel	WACC	11,5 %	10,0 %	9,0 %	9,5 %	8,0 %	8,0 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	5,5 %
Infineon	WACC					17,7 %		8,5 %	9,6 %	11,0 %	12,3 %
K+S	Kapitalkostensatz	9,9 %	9,5 %	8,6 %	8,7 %	8,2 %	7,6 %	7,0 %	6,3 %	6,4 %	6,2 %
Linde	WACC					11,8 %					
Lufthansa	WACC						7,9 %	7,9 %	7,0 %	7,0 %	6,2 %
Merck	WACC						7,5 %	8,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
RWE	Kapitalkostensatz	9,0 %	9,0 %	8,5 %	9,0 %	9,0 %	6,5 %	6,5 %	5,8 %	6,3 %	6,3 %
Siemens	WACC							7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
ThyssenKrupp	WACC						8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	9,0 %
Volkswagen	Kapitalkostensatz						6,9 %	6,3 %	7,0 %	7,8 %	8,3 %
	Ø Satz	10,50 %	9,92 %	9,50 %	9,62 %	10,69 %	7,60 %	7,51 %	7,47 %	7,58 %	7,62 %

Tabelle 8: Veränderung der Kapitalkostensätze im Untersuchungszeitraum³⁵⁵

Anhand von Tabelle 8 lässt sich die Entwicklung der Kapitalkostensätze vor und nach Steuern im Verlauf der Geschäftsjahre nachvollziehen. 20 von 24 Unternehmen geben einen konzernweiten Kapitalkostensatz an. Die restlichen Unternehmen machen entweder keine Angaben oder differenzieren ihre Kapitalkostensätze nach Segmenten, Unternehmensteilen oder Ländern.

Der WACC vor Steuern liegt im GJ 2009 im Durchschnitt bei 10,50 %. In den folgenden Jahren sinkt er deutlich unter die zehn Prozent-Marke. Im Geschäftsjahr 2013 steigt er jedoch wieder auf 10,69 %. Für den externen Betrachter ergibt sich so der Anschein, dass der WACC vor Steuern im Zeitverlauf nahezu unverändert geblieben ist. Eine Störvariable bildet die Infineon Technologies AG, die den WACC vor Steuern nur im Geschäftsjahr 2013 angegeben hat. Der Wert ist mit 17,7 %³⁵⁶ außerordentlich hoch. Die Linde AG gibt ebenfalls nur

³⁵⁵ Eigene Erhebung

³⁵⁶ Vgl. Infineon Technologies (2013), S. 214

2013 einen WACC vor Steuern an (11,8 %).³⁵⁷ Damit ziehen diese Unternehmen den Durchschnitt deutlich nach oben. Ohne die beiden Werte ergibt sich ein durchschnittlicher WACC vor Steuern von 9,33 %³⁵⁸. Damit wäre der in den Vorjahren begonnene Abwärtstrend bestätigt. Bayer, Continental und RWE haben ihren Kapitalkostensatz über den Betrachtungszeitraum stabil gehalten, wohingegen e.on, Henkel sowie K+S ihn in nicht unerheblichem Maße senken konnten. Bei RWE schwanken beispielsweise die Fremdkapitalkosten auf und ab, sodass eine Senkung des durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatzes nicht in Betracht kommt.³⁵⁹

Der Kapitalkostensatz nach Steuern wird von den weitaus meisten Unternehmen angegeben. Mit HeidelbergCement, Infineon Technologies und Siemens geben drei Konzerne den WACC nach Steuern erst seit 2010 an. Außer bei Infineon Technologies schwankt der Kapitalkostensatz im Betrachtungszeitraum nicht in größerem Maße. Insgesamt lässt sich feststellen, dass sich die durchschnittlichen Kapitalkostensätze nach Steuern über den Untersuchungszeitraum nur minimal verändern.

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass die Kapitalkostensätze vor Steuern im Untersuchungszeitraum gesunken sind.³⁶⁰ Die Nachsteuersätze sind auf einem gleichbleibenden Niveau verblieben. Das bedeutet, dass lediglich die Abzugsquote verringert werden konnte. Der Hauptgrund ist in der Unternehmenssteuerreform von 2008, insbesondere in der Senkung des Körperschaftssteuersatzes von 25 auf 15 % zu sehen.³⁶¹ Dadurch verringert sich die Steuerlast der Unternehmen. Der Vorteil gesunkener Fremdkapitalkosten in den WACC vor Steuern kann sich durch gesunkene Steuern nicht auf den Nachsteuer-WACC übertragen. Die Hypothese gesenkter Kapitalkostensätze kann bestätigt werden, weil beim Vorsteuer-WACC die günstigeren FK-Zinsen eingeflossen sind. Bei der Ergebnisdarstellung kommen einige Störvariablen in Betracht: So beruhen die Ergebnisse beim WACC vor Steuern hauptsächlich auf den Angaben von sechs Unternehmen und damit einer sehr kleinen Grundgesamtheit. Dabei

³⁵⁷ Vgl. Linde (2013), S. 153

³⁵⁸ Berechnung: Summe aller WACC vor Steuern des GJ 2013 (56,0 %) dividiert durch die Anzahl an Unternehmen, die im GJ 2013 einen Wert angegeben haben ausgenommen Infineon Technologies und Linde (6) = 9,33 %.

³⁵⁹ Vgl. RWE (2012), S. 77; RWE (2013), S. 79

³⁶⁰ Für diese Aussage wird der Wert der Infineon Technologies AG außen vor gelassen.

³⁶¹ Vgl. Stiehler (2009), S. 28f.

sind die Ergebnisse sehr anfällig für Verfälschungen, wie bei Infineon Technologies zu sehen ist. In der Betrachtung beider Kapitalkostensätze ist festzustellen, dass teilweise Ergebnisse nicht für den kompletten Betrachtungszeitraum vorliegen. Ferner geben Unternehmen zumeist nur eine der beiden Kapitalkostensätze an.

6.3.4 Unternehmen mit individuellen wertorientierten Kennzahlen

Frage II: Welche Unternehmen haben im GB 2013 unternehmensspezifische wertorientierte Kennzahlen definiert und was sagen diese aus?

Es gibt unter den 24 betrachteten DAX-Unternehmen mit Adidas, Continental, der Deutschen Post, Merck, Siemens und ThyssenKrupp insgesamt sechs Unternehmen, die unternehmensspezifische Kennzahlen verwenden. Die Kennzahlen entsprechen dabei Abwandlungen bekannter wertorientierter Kennzahlen. Sie werden an dieser Stelle vorgestellt und erläutert.

Die Adidas AG veröffentlicht in ihrem GB den *Contribution after Capital Charge* (CACC).³⁶² Die Kennzahl ist fokussiert auf die langfristige Erzielung operativer Verbesserungen und stellt ein modifiziertes Modell des Economic Value Added dar. Die Kapitalkosten werden anhand der Multiplikation von Kapitalkostensatz und Nettovermögensbestand ermittelt und anschließend vom Betriebsergebnis subtrahiert. Es ergibt sich eine Messgröße, die auch als *Beitrag nach Kapitalkosten* bezeichnet wird.³⁶³ Damit entspricht der CACC dem EVA ®. Er stellt für Adidas einen wichtigen Faktor zur Berechnung der variablen Vergütung von Führungskräften dar (Vgl. Kapitel 6.3.10).

Die Continental AG verwendet den *Continental Value Contribution* (CVC). Über den CVC verfolgt das Unternehmen eine wertschaffende Unternehmenssteuerung.³⁶⁴ Continental berechnet den CVC durch Subtraktion des WACC vom ROCE und anschließender Multiplikation mit den durchschnittlichen operativen Aktiva des Geschäftsjahres. Der CVC entspricht damit dem absoluten Wertbei-

³⁶² Vgl. Adidas (2013), S. 118

³⁶³ Vgl. Adidas (2013), S. 118

³⁶⁴ Vgl. Continental (2013), S. 245

trag.³⁶⁵ Wird er als Delta CVC angegeben, so zeigt er die Veränderung des absoluten Wertbeitrages zum Vorjahr. Darüber hinaus bildet der CVC eine wichtige Grundlage für die wertorientierte Vergütung (Vgl. Kapitel 6.3.10).

Die Deutsche Post AG verwendet seit 2008 das *EBIT after Asset Charge* (EAC) als eine wesentliche Steuerungsgröße.³⁶⁶ Hierbei wird das EBIT um eine Kapitalkostenkomponente ergänzt, die als *Asset Charge* subtrahiert wird. Dadurch wird der effiziente Ressourceneinsatz unternehmensweit gefördert und das Unternehmen auf eine nachhaltige Wertsteigerung ausgerichtet. Bei der Berechnung wird das betriebliche Nettovermögen monatlich berechnet, um auch unterjährige Schwankungen zu berücksichtigen.³⁶⁷ Der EAC entspricht damit ebenfalls dem absoluten Wertbeitrag.

Bei der Merck KGaA findet sich der *Merck Value Added* (MEVA) in mehreren Bereichen wieder.³⁶⁸ Der MEVA zeigt die in einem Zeitraum erzielte Wertschöpfung.³⁶⁹ Wert wird dann geschaffen, wenn die Rendite des eingesetzten Kapitals (ROCE) die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (WACC) übersteigt. Damit entspricht er dem Economic Value Added. Über den MEVA steuert Merck Investitionen und Erwartungen gegenüber Kapitalgebern.³⁷⁰

Die Siemens AG erhebt den Geschäftswertbeitrag als unternehmensspezifische Kennzahl. Den Namen hat sich das Unternehmen schützen lassen.³⁷¹ Siemens bezieht die Kapitalkosten insoweit mit in die Ermittlung der Wertschöpfung ein, als dass die erwarteten Ergebnisse der Investition den Kosten des eingesetzten Kapitals gegenübergestellt werden.³⁷² Ferner verwendet Siemens den GWB als Indikator der Kapitaleffizienz in verschiedenen Sektoren.³⁷³ Geschäftswertbeitrag ist die deutsche Bezeichnung für den EVA ®.³⁷⁴ Im Unternehmen hat der GWB scheinbar nicht mehr die Bedeutung vergangener Jahre. Im Geschäftsjahr 2007 stellt der GWB noch die Spitzenkennzahl des Unternehmens dar,³⁷⁵

³⁶⁵ Vgl. Continental (2013), S. 71, 245

³⁶⁶ Vgl. Deutsche Post (2013), S. 36

³⁶⁷ Vgl. Deutsche Post (2013), S. 36

³⁶⁸ Vgl. Merck (2013), S. 43

³⁶⁹ Vgl. Merck (2013), S. 46

³⁷⁰ Vgl. Merck (2013), S. 46

³⁷¹ Vgl. (o.V.) (2013), Datei: GWB_Schutz.pdf

³⁷² Vgl. Siemens (2013), S. 177

³⁷³ Vgl. Siemens (2013), S. 177

³⁷⁴ Vgl. Siemens (2007), S. 353

³⁷⁵ Vgl. Siemens (2007), S. 142

im neuesten Geschäftsbericht wird der GWB lediglich noch unter dem Kapitel *zusätzliche Kennzahlen* geführt.³⁷⁶

Eine der Spitzenkennzahlen der ThyssenKrupp AG ist der ThyssenKrupp Value Added (TKVA). Er dient als Grundlage für Management-Prozesse und zur Entscheidungsfindung auf strategischer und operativer Ebene.³⁷⁷ Der TKVA misst den geschaffenen Wert innerhalb einer Periode. Er errechnet sich aus Subtraktion der Kapitalkosten für das gebundene Kapital vom EBIT.³⁷⁸ Auch der TKVA entspricht damit dem Economic Value Added. ThyssenKrupp verwendet die Kennzahl ferner für Vergütungsregelungen.³⁷⁹

6.3.5 Arten und Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen

Frage III: Welche (wertorientierten) Kennzahlen werden von den Unternehmen im GB 2013 in welcher Häufigkeit veröffentlicht?

Für diese Frage soll die in Kapitel 4.3.2 eingeführte Kategorisierung zu Grunde gelegt werden. Tabelle 9 zeigt Häufigkeiten der Veröffentlichung (wertorientierter) Kennzahlen nach qualitativer und quantitativer Anzahl an Nennungen.

	Häufigkeit qualitativ	Häufigkeit quantitativ	Unternehmen gesamt
Gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl			
EBIT	24	24	24
EBITaC	1	1	1
EBITDA	18	17	19
EBITDA angepasst	5	5	5
EBT (Ergebnis vor Steuern)	19	23	23
EVA ®	3	1	3
MVA	0	0	0
NOPAT	13	17	20
Wertbeitrag absolut	10	10	10
Wertbeitrag relativ	1	1	1
Unternehmensspezifische Wertbeitragskennzahl	6	3	6

³⁷⁶ Vgl. Siemens (2013), S. 177

³⁷⁷ Vgl. ThyssenKrupp (2013), S. 37

³⁷⁸ Vgl. ThyssenKrupp (2013), S. 37

³⁷⁹ Vgl. ThyssenKrupp (2013), S. 37, 146f.

Cashflowbasierte Wertbeitragskennzahl			
CVA	2	2	2
Gewinnbasierte Rentabilität			
ROA	0	0	0
ROACE	1	1	1
ROCE	12	10	12
ROCE-Spread	0	0	0
ROE (Eigenkapitalrendite)	10	19	19
ROI	1	1	1
ROIC	3	3	3
RONA	1	1	1
ROOA	2	2	2
ROS (Umsatzrendite)	9	14	16
Cashflowbasierte Rentabilität			
CFROI	1	2	2
FCF	19	20	21
OFC	23	24	24

Tabelle 9: Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen³⁸⁰

Einige Kennzahlen werden so gut wie gar nicht angegeben, andere hingegen sehr häufig. Das EBIT und der operative Cashflow finden sich in allen Geschäftsberichten wieder. Über 15-mal werden daneben noch EBITDA, EBT, NOPAT, Eigenkapitalrendite, Umsatzrendite und der Free Cashflow publiziert, was einer Veröffentlichungs-Quote von mehr als zwei Dritteln der untersuchten Unternehmen entspricht. Diese Messgrößen stellen allerdings ausnahmslos wertorientierte Kennzahlen im weiteren Sinne dar.

Werden nur die eigentlichen wertorientierten Kennzahlen wie EVA ®, MVA, Wertbeiträge, CVA und CFROI betrachtet, so ergibt sich ein komplett anderes Bild: Der EVA ® ist mit 13 Nennungen³⁸¹ nur von rund der Hälfte aller Unternehmen angegeben und wird damit deutlich häufiger verwendet als die übrigen wertorientierten Kennzahlen. CFROI und CVA finden jeweils in zwei Unternehmen Anwendung. Ein Unternehmen verwendet einen relativen Wertbeitrag. Der MVA wird von keinem Unternehmen genutzt. Anhand von Tabelle 9 lassen sich

³⁸⁰ Eigene Erhebung, Kriterien in Anlehnung an: Voigt (2012), S. 33

³⁸¹ Zum EVA ® hinzugezählt werden hierbei auch die absoluten Wertbeiträge und die unternehmensspezifischen Wertbeitragskennzahlen, die dem EVA ® entsprechen (Vgl. Kapitel 6.3.4). Abzuziehen sind Unternehmen, die sowohl den EVA ® als auch den absoluten Wertbeitrag in ihrem Geschäftsbericht genannt haben. Eine genaue Auflistung aller Unternehmen und Kennzahlen finden Sie im Anhang anhand der Tabellen 20-23.

zwar die Häufigkeiten ablesen, jedoch nicht, wie viele Kennzahlen welches Unternehmen verwendet. Dies wird in Kapitel 6.3.6 nachgeholt (Tabelle 10).

Die Erhebung der Kennzahlen gestaltet sich schwierig, was sich vor allem in der Bezeichnung der Kennzahlen äußert. Es existiert keine einheitliche Bezeichnung für identische Kennzahlen. Aufgrund der internationalen Ausrichtung der Konzerne werden deutsche und englische Begriffe parallel verwendet. Beispielsweise entspricht der ROE der Eigenkapitalrendite bzw. -rentabilität³⁸² oder das NOPAT dem Ergebnis nach Steuern³⁸³. Auch der EVA ® wird oftmals als absoluter Wertbeitrag dargestellt.

6.3.6 Häufigkeit qualitativer und quantitativer Berichterstattung wertorientierter Kennzahlen

Frage IV: Berichten die Unternehmen über wertorientierte Kennzahlen in qualitativer und / oder quantitativer Form?

Tabelle 10 zeigt die absoluten Häufigkeiten qualitativer und quantitativer Nennungen nach Unternehmen.

Unternehmen	Häufigkeit qualitativer Kennzahlen	Häufigkeit quantitativer Kennzahlen
Adidas	7	5
BASF	6	8
Bayer	7	11
Beiersdorf	6	6
BMW	8	8
Continental	10	10
Daimler	8	8
Deutsche Post	6	8
Deutsche Telekom	8	7
e.on	7	8
Fresenius	8	9
Fresenius Medical Care	9	10
HeidelbergCement	7	8
Henkel	8	9
Infineon Technologies	6	9
K+S	8	10
Linde	7	7
Lufthansa	10	11
Merck	9	7
RWE	9	10
SAP	5	6

³⁸² Vgl. Daimler (2013), S. 87

³⁸³ Vgl. Volkswagen (2013), S. U3

Siemens	8	8
ThyssenKrupp	9	9
Volkswagen	8	9
Gesamt	184	201
Ø pro Unternehmen	7,7	8,4

Tabelle 10: Häufigkeit qualitativer und quantitativer Kennzahlen nach Unternehmen³⁸⁴

Insgesamt sind 25 Kennzahlen überprüft worden. Davon werden im Durchschnitt 7,7 in qualitativer und 8,4 in quantitativer Form von den Unternehmen berichtet. Tabelle 10 zeigt, dass es keine großen Schwankungen nach oben oder unten gibt. SAP informiert qualitativ lediglich über fünf Kennzahlen, Continental und Lufthansa hingegen über zehn. Allerdings entspricht selbst dies bei einer maximalen Häufigkeit von 25 nur einem Anteil von 40 % aller untersuchten Kennzahlen.

Etwas häufiger publizieren die Unternehmen in quantitativer Form mit durchschnittlich 8,4 Kennzahlen. Auch im quantitativen Vergleich bewegen sich alle Unternehmen in einem entsprechenden Rahmen. Adidas veröffentlicht lediglich fünf quantitative Kennzahlen, wohingegen es bei Bayer und Lufthansa jeweils elf sind.

6.3.7 Häufigkeit der Veröffentlichung wertorientierter Kennzahlen im Zeitvergleich

Hypothese 3: Am Ende des Untersuchungszeitraumes werden mehr wertorientierte Kennzahlen veröffentlicht als zu Beginn.

Es gibt einige Studien zur Wertorientierung in DAX-Unternehmen, die jedoch in der vorliegenden Form nicht zu verwenden sind.³⁸⁵ An dieser Stelle sollen nur die wertorientierten Kennzahlen im engeren Sinne betrachtet werden. Dazu werden die Häufigkeiten an drei Zeitpunkten gemessen: zu Beginn des Untersuchungszeitraumes (2009), in der Mitte (2011) und zum Ende (2013), um Veränderungen in der Zwischenzeit zu dokumentieren. Die Ergebnisse zeigt Tabelle 11.

³⁸⁴ Eigene Erhebung mit Daten aus Tabellen 20-23 (Anhang)

³⁸⁵ Droste et al. (2006) betrachten im GJ 2005 alle 30 damaligen DAX-Unternehmen, jedoch nicht alle Kennzahlen. Pilzecker (2011) vergleicht im GJ 2008 alle damaligen DAX-Unternehmen. Voigt (2012) betrachtet im GJ 2010 lediglich elf Unternehmen.

Kennzahl	GJ 2009	GJ 2011	GJ 2013
EBITaC	1	1	1
EVA ®	2	3	3
MVA	0	0	0
Wertbeitrag absolut ³⁸⁶	8	9	10
Wertbeitrag relativ	1	1	1
CVA	2	2	2
CFROI	3	3	2
Gesamt	17	19	19

Tabelle 11: Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen im Untersuchungszeitraum³⁸⁷

Die Untersuchung zeigt eine leichte Erhöhung von 17 auf 19 wertorientierte Kennzahlen.³⁸⁸ Bereits im GJ 2011 haben die Unternehmen zusammen 19 wertorientierte Kennzahlen veröffentlicht wie auch im Jahr 2013. Damit ist die Bereitschaft zur Dokumentation um 12,5 % gestiegen.

Die Deutsche Telekom hat bis zum GJ 2008 den EVA ® in ihrem Geschäftsbericht.³⁸⁹ Da diese Untersuchung die Häufigkeiten ab 2009 erfasst, ist das Ausscheiden in dieser Studie nicht mehr zum Tragen gekommen, soll aber trotzdem erwähnt werden, um beim Leser nicht den Eindruck entstehen zu lassen, dass sich der Trend ausschließlich zu einer häufigeren Veröffentlichung wertorientierter Kennzahlen bewegt.

Insgesamt lässt sich die Hypothese bestätigen, dass in der Gegenwart mehr wertorientierte Kennzahlen publiziert werden. Allerdings beruht diese Aussage lediglich auf einem schwachen Aufwärtstrend, weil zum Ende des Untersuchungszeitraumes eine Stagnation eintritt.

6.3.8 Vergleichbarkeit der veröffentlichten Kennzahlen

Frage V: Lassen sich die Unternehmen anhand der veröffentlichten Kennzahlen vergleichen?

³⁸⁶ Die unternehmensspezifischen Wertbeitragskennzahlen aus Kapitel 6.3.4 werden als absoluter Wertbeitrag gewertet. Um doppelte Zählungen zu vermeiden, werden Unternehmen, die sowohl den EVA ® als auch den absoluten Wertbeitrag nennen, nur einfach gewertet. Gleiches gilt für den CVA.

³⁸⁷ Eigene Darstellung auf Basis der GB 2009, 2011 und 2013 der betrachteten Unternehmen

³⁸⁸ Eine detaillierte Auflistung zeigt Tabelle 33 (Anhang).

³⁸⁹ Vgl. Deutsche Telekom (2008), S. 61

Es stellt sich die Frage, ob sich die Unternehmen über ihre publizierten Kennzahlen beurteilen und vergleichen lassen. Dazu sollen in diesem Kapitel die Berechnungsgrundlagen der Kennzahlen zusammengestellt werden. Um nicht den Rahmen dieser Arbeit zu sprengen, soll dies anhand einer Kennzahl beispielhaft verdeutlicht werden. Hierzu ist eine geeignete Kennzahl zu wählen, die auch in ausreichender Häufigkeit verwendet wird. Um der Wertorientierung gerecht zu werden, wird mit dem ROCE eine Vorgröße des EVA® gewählt.

Tabelle 12 zeigt die Definitionen des ROCE der DAX-Unternehmen, soweit diese in den Geschäftsberichten angegeben werden.

Unternehmen	Definition	Quelle
BMW	$\frac{\text{Ergebnis vor Finanzergebnis}}{\text{eingesetztes Kapital}}$	S. 20f.
Continental	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ø operative Aktiva des Geschäftsjahres}}$	S. 246
Deutsche Telekom	$\frac{\text{NOPAT}}{\text{NOA}}$	S. 56
e.on	$\frac{\text{EBIT}}{\text{CE}}$	S. 219
Heidelberg Cement	$\frac{\text{Betriebsergebnis}}{\text{eingesetztes Kapital}}$	S. 42
Henkel	$\frac{\text{EBIT}}{\text{CE}}$	S. 179
Infineon Technologies	$\frac{\text{Betriebsergebnis aus fortgeführten Aktivitäten nach Steuern}}{\text{eingesetztes Kapital}}$	S. 78
K+S	$\frac{\text{operatives Ergebnis (EBIT I)}}{\text{Ø operatives Anlagevermögen + Ø Working Capital}^{390}}$	S. 180
Linde	$\frac{\text{EBIT +/– Sondereinflüsse}}{\text{Ø CE}}$	S. 42
Merck	$\frac{\text{EBIT +/– Sondereinflüsse}}{\text{SA + immat. Vermögenswerte + FLL + Vorräte}}$	S. 46
RWE	$\frac{\text{betriebliches Ergebnis}}{\text{betriebliches Vermögen}}$	S. 68
Siemens	$\frac{\text{Gewinn aus fortgeführten Aktivitäten vor Zinsen}}{\text{Ø eingesetztes Kapital}}$	S. 85

³⁹⁰ Bereinigt um Erstattungsansprüche und korrespondierende Verpflichtungen, vgl. K+S (2013), S. 180.

ThyssenKrupp	keine Berechnungsgrundlage genannt	
--------------	------------------------------------	--

Tabelle 12: ROCE-Definitionen der DAX-Unternehmen³⁹¹

Wie die Übersicht zeigt, definiert nahezu jedes Unternehmen den ROCE unterschiedlich. Die Tatsache, dass es keinen einheitlichen Standard für die Verwendung von Kennzahlen gibt, erschwert die Vergleichbarkeit.³⁹² Hier offenbart sich folglich das erste Problem: die unterschiedliche Definition gleicher Messgrößen.

Das zweite große Problem besteht in der unterschiedlichen Bezeichnung. So zeigt sich in der empirischen Analyse, dass für die absolute gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl insgesamt neun verschiedene Bezeichnungen in den DAX-Unternehmen vorkommen, wie Abbildung 8 belegt.

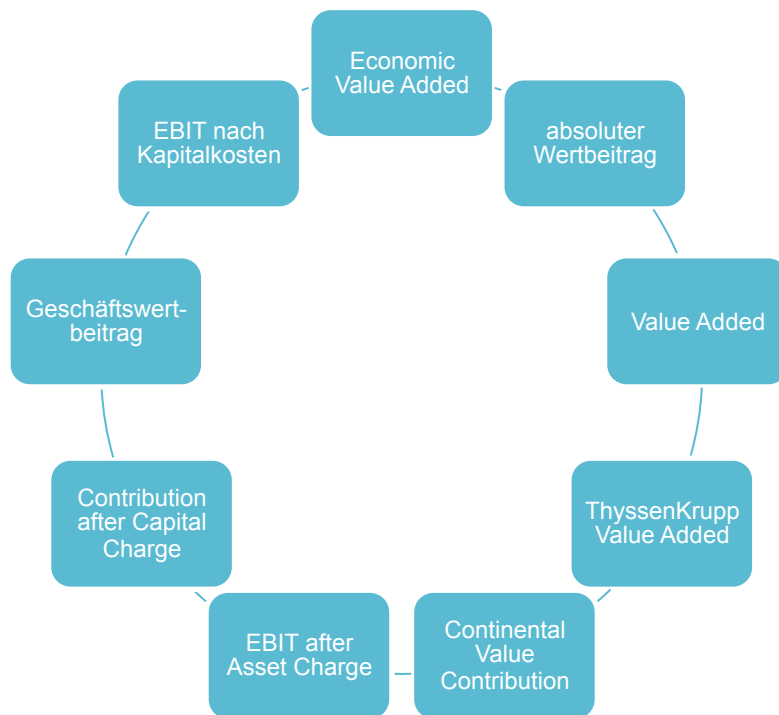


Abbildung 8: Differenzierte Bezeichnungen einer absoluten gewinnbasierten Kennzahl³⁹³

Eine Vergleichbarkeit ist also nur oberflächlich geschaffen. Ohne Kenntnis über die Definition der betrachteten Messgrößen lassen sich Unternehmen nicht vergleichen.³⁹⁴ Eine wissenschaftlich korrekte Vergleichbarkeit kann hier nicht erfolgen, da unterschiedliche Definitionen für gleichartige Kennzahlen und unter-

³⁹¹ Eigene Darstellung

³⁹² Vgl. Langguth (2008), S. 294

³⁹³ Eigene Darstellung

³⁹⁴ Vgl. Langguth (2008), S. 295

schiedliche Bezeichnungen für gleiche Kennzahlen vorliegen. Vorwiegend lässt sich dies damit erklären, dass wertorientierte Kennzahlen zumeist zur internen Steuerung verwendet werden.³⁹⁵ Aufgrund unterschiedlicher Bedürfnisse werden sie daher von Unternehmen zu Unternehmen leicht anders abgefasst.

6.3.9 Verlagerung des obersten Zieles vom SHV zur Nachhaltigkeit

Hypothese 4: Die oberste Zielsetzung der Unternehmen hat sich im Betrachtungszeitraum vom Shareholder Value in Richtung Nachhaltigkeit verschoben.

Das Prinzip des Shareholder Value misst den Marktwert des Eigenkapitals.³⁹⁶ Unternehmerische Nachhaltigkeit beinhaltet viele Perspektiven, wie im Leitfaden zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (Vgl. Kapitel 5.4) dargestellt worden ist. Die Qualitätsinhalte von Teil 1 der GRI werden in dieser Arbeit nicht dargestellt. Das Hauptaugenmerk richtet sich auf die Standardangaben (Teil 2). Diese bestehen aus den Bereichen:³⁹⁷

- Unternehmensprofil
- Ökonomische Leistungsindikatoren
- Ökologische Leistungsindikatoren und
- Gesellschaftliche Leistungsindikatoren

Tabelle 13 zeigt eine Übersicht über die Erfüllung der Nachhaltigkeitskriterien in den entsprechenden Berichten der Unternehmen.

Unternehmen	eig. NHKB	1	2	3	4	5	ökon. LI	ökol. LI	gesell. LI
Adidas	x	x	x	x	x	x	x	x	x
BASF	-	integriert im Geschäftsbericht							
Bayer	bis 2012	integriert im Geschäftsbericht							
Beiersdorf	x	x	x	x	x	x	x	x	x
BMW	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Continental	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Daimler	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Deutsche Post	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Deutsche Telekom	online	x	x	x	x	x	x	x	x
e.on	x	x	x	x	x	x	x	x	X
Fresenius	-	integriert im Geschäftsbericht							

³⁹⁵ Vgl. Langguth (2008), S. 295

³⁹⁶ Vgl. Stührenberg et al. (2003), S. 2

³⁹⁷ Vgl. Global Reporting Initiative (2006), S. 1

Fresenius Med. Care	-	integriert im Geschäftsbericht							
HeidelbergCement	x (zweijährig)	x	x	x	x	x	x	x	x
Henkel	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Infineon Technologies	-	integriert im Geschäftsbericht							
K+S	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Linde	online	x	x	x	x	x	x	x	x
Lufthansa	x (2014)	x	x	x	x	x	x	x	x
Merck	x (2012)	x	x	x	x	x	x	x	x
RWE	x	x	x	x	x	x	x	x	x
SAP	bis 2011 online	integriert im Geschäftsbericht							
Siemens	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ThyssenKrupp	online	x	x	x	x	x	x	x	x
Volkswagen	x	x	x	x	x	x	x	x	x

Tabelle 13: Erfüllung der Nachhaltigkeitskriterien in den DAX-Unternehmen³⁹⁸

Abkürzung	Erläuterung	Abkürzung	Erläuterung
eig. NHKB	eigener Nachhaltigkeitsbericht	5	Managementansatz und Leistungsindikatoren
1	Strategie und Analyse	ökon. LI	ökonomische Leistungsindikatoren
2	Organisationsprofil	ökol. LI	ökologische Leistungsindikatoren
3	Berichtsparemeter	gesell. LI	gesellschaftliche Leistungsindikatoren
4	Governance, Verpflichtungen und Engagement		

Die Unternehmen reagieren auf das gesteigerte Interesse an Ökologie durch die Veröffentlichung von Nachhaltigkeitsberichten und Implementierung auf höchster Managementebene.³⁹⁹ Tabelle 13 zeigt, dass alle Unternehmen, die auch einen eigenen Nachhaltigkeitsbericht veröffentlichen, sehr ausführlich über Nachhaltigkeit berichten und dabei alle vorgegebenen Punkte der GRI erfüllen. Dies ist bei 15 von 24 Unternehmen (63 %) der Fall. Bei weiteren sechs Unternehmen ist die Nachhaltigkeitsberichterstattung ausschließlich im Geschäftsbericht integriert. Hier fällt es deutlich schwerer, die einzelnen Anforderungen zu finden, da sie sich durch den kompletten Geschäftsbericht ziehen. Drei Unternehmen publizieren Informationen über ihre unternehmerische Nachhaltigkeit rein auf ihrer Homepage.

Bei Fresenius und Fresenius Medical Care fällt auf, dass diese sehr kurze Kapitel über Nachhaltigkeit pflegen. Auffällig ist weiterhin, dass mit Bayer und SAP zwei Unternehmen in den vergangenen Jahren bereits eigene Berichte heraus-

³⁹⁸ Eigene Darstellung auf Grundlage der Geschäfts- und Nachhaltigkeitsberichte der einzelnen DAX-Unternehmen

³⁹⁹ Vgl. Weber et al. (2010), S. 395

gegeben haben, das Thema *Nachhaltigkeit* aber mittlerweile wieder in den Geschäftsbericht integriert haben.

Manche Unternehmen wie z.B. Adidas⁴⁰⁰ oder Siemens⁴⁰¹ geben schon sehr lange einen Nachhaltigkeitsbericht heraus. Adidas veröffentlicht bereits seit 2000 einen Sozial- und Umweltbericht, der bereits wesentliche Teile des heutigen Nachhaltigkeitsberichtes enthält. SAP hat sich hierzu erst 2007 durchge-
lungen.⁴⁰² Trotzdem haben 20 Unternehmen (83 %) aktuelle oder ältere Nachhaltigkeitsberichte veröffentlicht oder stellen Informationen online zur Verfügung. Dieser Wert kann als klares Zeichen gewertet werden, dass Unternehmen zunehmend auf Nachhaltigkeit setzen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich die Denkweise der Unternehmen eindeutig zu Gunsten der Nachhaltigkeit verändert hat. Die Erhöhung des Marktwertes des Eigenkapitals (Shareholder Value) ist zwar noch immer in der Unternehmensstrategie verankert, jedoch ist die kurzfristige Gewinnmaximierung nicht mehr die alleinige Säule unternehmerischen Handelns. Vielmehr kommt diese Komponente als eine Sichtweise über die nachhaltige Unternehmenswertsteigerung zum Tragen. Daneben rücken ökologische und gesellschaftliche Aspekte immer mehr in den Vordergrund. Hypothese 4 kann somit bestätigt werden.

6.3.10 Anreizsysteme einer wertorientierten Vergütung

Frage VII: Gibt es in den Unternehmen Anreizsysteme für eine wertorientierte Vergütung? Wenn ja, auf welcher Grundlage wird diese gewährt?

Die Anreize und Bemessungsgrundlagen von wertorientierten Vergütungssystemen sind in Kapitel 4.6f. dargestellt worden. An dieser Stelle soll nun untersucht werden, ob DAX-Unternehmen eine variable Vergütung verankert haben. Tabelle 14 zeigt Bestandteile und Ziele variabler Vergütung.

⁴⁰⁰ Vgl. Adidas (2014), Datei: Adidas_Nachhaltigkeitsberichte.pdf

⁴⁰¹ Vgl. Siemens (2014), Datei: Siemens_Nachhaltigkeitsberichte.pdf

⁴⁰² Vgl. SAP (2014), Datei: SAP_Nachhaltigkeitsberichte.pdf

Unternehmen:	Variable Vergütung?	Bestandteile variabler Vergütung:	Ziel / Bemessungsgrundlage:
Adidas	ja	Performance Bonus, Long Term Incentive Plan	nachhaltig wertorientierte Unternehmensentwicklung
BASF	ja	jährliche variable Vergütung, Long Term Incentive, Sachbezüge, betriebliche Altersversorgung	auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet
Bayer	ja	kurz- und langfristige variable Barvergütung	nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes
Beiersdorf	ja	variabler Bonus, Long Term Program, übliche Nebenleistungen	auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet
BMW	ja	Tantieme, aktienbasierte Vergütung	Unternehmensführung fördern, die sich an nachhaltiger Entwicklung des Unternehmens orientiert
Continental ⁴⁰³	ja	Performance Bonus	Erreichen bestimmter Ziele des CVC und des ROCE
Daimler	ja	Jahresbonus, Performance Phantom Share Plan	am nachhaltigen Unternehmenserfolg ausgerichtet
Deutsche Post	ja	Stock Appreciation Rights	globale Ausrichtung, wirtschaftliche und finanzielle Lage des Unternehmens, Nachhaltigkeit des EAC
Deutsche Telekom	ja	variable Erfolgsvergütung, langfristig variable Vergütung, Nebenleistungen	auf Empfehlung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)
e.on	ja	jährliche Zieltantieme, Langfristvergütung	Orientierung an langfristigen Zielgrößen (EBITDA), Nachhaltigkeit
Fresenius	ja	kurzfristige, erfolgsbezogene Vergütung, langfristige Anreizwirkung (Aktienoptionen, Phantom Stocks)	nachhaltige Entwicklung des Unternehmens
Fresenius Medical Care	ja	kurzfristige, erfolgsbezogene Vergütung, langfristige Anreizwirkung (Aktienoptionen, aktienbasierte Vergütung)	nachhaltige Entwicklung des Unternehmens auf Grundlage des Umsatzwachstums, FCF in % der Umsatzerlöse und der operativen Marge

⁴⁰³ Ab 2014 wird die variable Vergütung um Long Term Incentives ergänzt (Vgl. Continental (2013), S. 40f.).

HeidelbergCement ⁴⁰⁴	ja	variabler Jahresbonus, variabler Langfristbonus, Nebenleistungen	globale Ausrichtung, wirtschaftliche und finanzielle Lage sowie Zukunft des Unternehmens
Henkel	ja	jährliche variable Vergütung, Long Term Incentive	auf nachhaltige Unternehmensentwicklung und nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts ausgerichtet
Infineon Technologies	ja	Short Term Incentive, Mid Term Incentive, Long Term Incentive	auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet
K+S	ja	variable kurzfristige Vergütung, Long Term Incentive (optional)	an der wirtschaftlichen Lage, dem Erfolg und den Zukunftsaussichten des Unternehmens ausgerichtet, LTI abhängig vom Wertbeitrag
Linde	ja	variable Barvergütung, Long Term Incentives (Performance Shares, Matching Shares)	Anreiz für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung und die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts
Lufthansa	ja	variable Vergütung anhand des CVA, Aktienkurs-basiertes Programm	am nachhaltigen Unternehmenserfolg ausgerichtet
Merck	ja	variable Vergütung auf Grundlage eines durchschnittlichen Dreijahres-NOPAT, Long Term Incentive	erfolgsorientierte Vergütung auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet
RWE	nein	-	an den Vorgaben des DCGK orientiert
SAP	ja	Short Term Incentive, Long Term Incentive	an der Größe und der globalen Ausrichtung des Unternehmens sowie an seiner wirtschaftlichen und finanziellen Lage orientiert
Siemens	ja	variable Vergütung (Bonus), langfristige aktienbasierte Vergütung	Anreiz für eine erfolgreiche, auf Nachhaltigkeit angelegte Unternehmensführung setzen
ThyssenKrupp	ja	Tantieme, Long Term Incentive, Bonus	Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet
Volkswagen	ja	Long Term Incentive, Bonus	auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet

Tabelle 14: Wertorientierte Anreizsysteme in den DAX-30⁴⁰⁵

Anreizsysteme bestehen vorwiegend für Vorstands- und Aufsichtsratsebene.⁴⁰⁶

Die Untersuchung hat ergeben, dass 23 der 24 betrachteten Unternehmen (96

⁴⁰⁴ Ab Januar 2014 richtet sich HeidelbergCement verstärkt auf langfristige variable Vergütungsanteile aus (Vgl. HeidelbergCement (2013), S. 23f.).

⁴⁰⁵ Eigene Erhebung

⁴⁰⁶ Einige Konzerne wie beispielsweise BASF vergüten dazu auch Führungskräfte und Mitarbeiter variabel, vgl. BASF (2013), S. 43.

%) eine variable Vergütung verinnerlicht haben und damit der Empfehlung des DCGK nachgekommen sind. Mit der RWE AG gibt es lediglich ein Unternehmen (4 %), das vollumfänglich auf eine variable Vergütung verzichtet. Mit Änderung der Satzung durch Beschluss der Hauptversammlung im April 2013 ist eine reine Festvergütung vorgesehen.⁴⁰⁷ Das Unternehmen begründet diesen Schritt mit einer besseren Kontrollfunktion des Aufsichtsrates bei Unabhängigkeit vom kurzfristigen Unternehmenserfolg.⁴⁰⁸

Wertorientierte Vergütung bei der Daimler AG

An dieser Stelle soll Ihnen mit der Daimler AG ein Beispiel eines wertorientierten Vergütungssystems auf Aktien vorgestellt werden. Die Daimler AG vergütet variabel, um die persönliche Leistung des Vorstands sowie den nachhaltigen Unternehmenserfolg zu würdigen.⁴⁰⁹ Die Vorstandsvergütung setzt sich zusammen aus einer fixen Grundvergütung (29 % der Zielvergütung), einem Jahresbonus (29 %) sowie einer langfristigen Anreizwirkung (42 %).⁴¹⁰

Die Grundvergütung bildet eine fixe, am Verantwortungsbereich des Vorstands orientierte Vergütung. Sie ist auf das Gesamtjahr bezogen und wird in zwölf Monatsraten ausbezahlt.⁴¹¹ Der Jahresbonus ist variabel und orientiert sich am EBIT des Unternehmens. Hierbei existieren zwei Bezugsparameter. Auf der einen Seite wird ein 50 %iges Gewicht auf den Vergleich des EBIT-Istwertes 2013 zum Zielwert 2013 gelegt, die restlichen 50 % beziehen sich auf einen Vergleich des EBIT-Istwertes 2013 zum Istwert 2012.⁴¹² Die Bandbreite des Jahresbonus liegt zwischen 0 und 200 %. Im GJ 2013 liegt die Ausschüttungsquote bei 100 %.⁴¹³

Die langfristige variable Vergütung basiert auf einem virtuellen Aktienpaket, dem *Performance Phantom Share Plan* (PPSP). Der Auszahlungsbetrag wird jährlich vom Aufsichtsrat absolut bestimmt.⁴¹⁴ Dieser Betrag wird daraufhin

⁴⁰⁷ Vgl. RWE (2013), S. 114

⁴⁰⁸ Vgl. RWE (2013), S. 114

⁴⁰⁹ Vgl. Daimler (2013), S. 119

⁴¹⁰ Vgl. Daimler (2013), S. 119

⁴¹¹ Vgl. Daimler (2013), S. 120

⁴¹² Vgl. Daimler (2013), S. 120

⁴¹³ Vgl. Daimler (2013), S. 120

⁴¹⁴ Vgl. Daimler (2013), S. 120

durch einen über einen längeren Zeitraum betrachteten durchschnittlichen Aktienkurs des Unternehmens dividiert. So ergeben sich die vorläufigen Zuteilungen an Phantom Shares. Die Bandbreite der Auszahlung ist erfolgsabhängig und beträgt 0 bis 200 %. Nach Ablauf von drei Jahren werden unter Berücksichtigung der Zielerreichung die endgültigen Zahlen der Phantom Shares berechnet.⁴¹⁵ Ein weiteres Jahr später wird aus dieser Anzahl und dem im GJ geltenden Kurs der Auszahlungsbetrag ermittelt. Die Bezugsparameter hierfür liegen zu 50 % im Vergleich der erzielten Umsatzrendite mit der Wettbewerbsgruppe (Automobilindustrie) der letzten drei Geschäftsjahre, wobei der jeweils schlechteste Wert unberücksichtigt bleibt. Die Gewichtung der restlichen 50 % erfolgt über die erzielte Kapitalrendite unter Berücksichtigung der Kapitalkosten. Im Jahr 2013 beträgt der Wert der Zuteilung rund das 1,3 – 1,6 fache des Grundgehalts.⁴¹⁶

6.4 Zusammenfassung der Ergebnisse

Die Ergebnisse der Untersuchung machen deutlich, dass sich mehr als 80 % direkt zur Unternehmenswertsteigerung und weitere 13 % indirekt hierzu bekennen. Damit kommt die außerordentliche Wichtigkeit einer wertorientierten Unternehmenssteuerung zur Geltung. Der Trend eines noch weiter zunehmenden Bekenntnisses kann bestätigt werden, obwohl sich das Bekenntnis in der ersten Untersuchungsperiode bereits auf einem hohen Niveau befunden hat. Unternehmen, die sich einmal wertorientiert bekannt haben, tun dies über den gesamten Zeitraum. Es gibt keine Unternehmen, die sich nach einstigem Bekenntnis in den folgenden Jahren nicht mehr bekennen.

Sechs Unternehmen verwenden eine unternehmensspezifische wertorientierte Kennzahl, die sich inhaltlich bei allen mit dem Economic Value Added deckt. In der Analyse werden dadurch neun verschiedene Begriffe für den EVA ® herausgestellt. Damit können der EVA ® und der absolute Wertbeitrag die meisten Nennungen aller wertorientierten Kennzahlen erzielen. Die veröffentlichten wertorientierten Kennzahlen basieren somit zum weitaus größten Teil auf gewinnbasierten Wertbeitragskennzahlen. CVA und CFROI werden viel seltener

⁴¹⁵ Vgl. Daimler (2013), S. 120

⁴¹⁶ Vgl. Daimler (2013), S. 120

verwendet. Dies ist vermutlich der hohen Komplexität und der dadurch schwierigen Kommunizierbarkeit cashflowbasierter Kennzahlen geschuldet.⁴¹⁷ Im Durchschnitt wird weniger als eine wertorientierte Kennzahl pro Unternehmen angegeben. Werden auch wertorientierte Kennzahlen im weiteren Sinne betrachtet, so zeigt sich ein ganz anderes Bild: Hier dominieren EBIT, Ergebnis vor Steuern und Cashflows die Häufigkeiten, da sie in nahezu jedem Unternehmen Anwendung finden.

Die untersuchten Kennzahlen werden sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Form publiziert. Dabei greifen die Unternehmen etwas häufiger auf die quantitative Form zurück. Das bedeutet, dass einige Kennzahlen nur in quantitativer Form vorliegen ohne jegliche Erläuterung, was zu Schwierigkeiten bei der Nachvollziehbarkeit und damit der Transparenz der Kennzahlen führt.

20 der 24 und damit 83 % der untersuchten Unternehmen verfügen über einen Kapitalkostensatz auf Konzernebene. Abgesehen von zwei Störvariablen lässt sich feststellen, dass sich die durchschnittlichen WACC vor Steuern im Untersuchungszeitraum um über ein Prozentpunkt gesenkt haben. Gleichzeitig bleiben die Kapitalkostensätze nach Steuern durch die Unternehmenssteuerreform beinahe unverändert.

Ein Vergleich der Kennzahlen zwischen einzelnen Unternehmen gestaltet sich schwierig, da auf der einen Seite gleiche Kennzahlen unterschiedlich definiert werden und auf der anderen Seite gleiche Sachverhalte durch unterschiedliche Kennzahlen ausgedrückt werden.⁴¹⁸

Der Shareholder Value-Gedanke ist in den Unternehmen nicht mehr der alleinige Antrieb. Nachhaltigkeit spielt heutzutage eine immer größere Rolle. Dies zeigt sich vor allem daran, dass weit mehr als die Hälfte der untersuchten Unternehmen eigene Nachhaltigkeitsberichte veröffentlichen oder Informationen hierzu den Stakeholdern online zugänglich machen. Auch der Detaillierungsgrad der Nachhaltigkeitsberichte bestätigt diesen Trend zusätzlich.

Bis auf ein Unternehmen haben alle DAX-Unternehmen ein variables Vergütungssystem in ihre Unternehmensstrategie implementiert, welches auf verschiedenen Bemessungsgrundlagen basiert.

⁴¹⁷ Vgl. Langguth (2008), S. 295

⁴¹⁸ Vgl. Langguth (2008), S. 296

7. Kennzahlendarstellung am Beispiel der RWE AG

In diesem Kapitel sollen die veröffentlichten (wertorientierten) Kennzahlen eines DAX-Konzerns auf Nachvollziehbarkeit überprüft werden. Ein Kleinaktionär ohne großes kapitalmarktbezogenes Hintergrundwissen ist fast ausschließlich auf Analystenmeinungen und Geschäftsberichte angewiesen. Veröffentlichte Kennzahlen bieten eine Möglichkeit der Wirtschaftlichkeitsanalyse, sind allerdings nur hilfreich, wenn sie auch gedeutet und nachvollzogen werden können. Die Deutung ist hierbei nicht das Problem, da diesbezüglich sowohl im Internet als auch in der Literatur diverse Hilfestellungen existieren. Das Problem besteht vielmehr in der Nachvollziehbarkeit der Kennzahlen. Auch sehr positive Ergebnisse verlieren einen Teil ihrer Aussagekraft, wenn diese nicht nachvollziehbar sind.

Für dieses Kapitel ist deshalb ein Unternehmen zu wählen, welches die genannten Kriterien erfüllt. Voigt hat in seiner Studie auch die Qualität der Berichterstattung festgehalten, wenngleich im Geschäftsjahr 2010.⁴¹⁹ Dort werden elf Konzerne untersucht, was aber zu einer ersten Einschätzung ausreicht. Wichtig sind vor allem das Vorliegen der Kriterien *Nachvollziehbarkeit* und *Vollständigkeit*. Aufgrund dieser Ergebnisse und denen der eigenen Recherche des Verfassers wird die RWE AG als Beispiel gewählt.⁴²⁰

Von den im Kapitel 6.3.5 untersuchten Kennzahlen hat die RWE AG quantitativ im GB 2013 das EBIT, EBITDA, EBT, den absoluten und relativen Wertbeitrag, ROCE, ROE, ROS sowie Free und operativen Cashflow veröffentlicht.⁴²¹ Tabelle 15 zeigt die Ausgangswerte der RWE AG, die im Anschluss anhand der Bezugsgrößen nachgerechnet werden sollen.

⁴¹⁹ Vgl. Voigt (2012), S. 67

⁴²⁰ Vgl. Voigt (2012), S. 67; Die RWE AG verwendet den EVA ® als wertorientierte Steuerungsgröße. Gemäß Voigt ist die Kennzahl im GB 2010 nachvollziehbar, verständlich, vollständig, segmentiert und prüfbar. Aus Rechercheerfahrung des Verfassers ist davon auszugehen, dass diese Kriterien auch für den GB 2013 gelten.

⁴²¹ Vgl. Tabelle 23 (Anhang)

Kennzahl:	Angabe RWE:	Quelle:
EBIT	5.881 Mio. €	S. 234
EBITDA	8.762 Mio. €	S. 234
EBT	-1.487 Mio. €	S. 234
Wertbeitrag absolut	990 Mio. €	S. 69
Wertbeitrag relativ	1,8 %	S. 69
ROCE	10,8 %	S. 234
ROE	-17,1 %	S. 234
ROS	-0,8 %	S. 234
Free Cashflow	1.267 Mio. €	S. 234
Operativer Cashflow	5.755 Mio. €	S. 234
WACC vor Steuern	9,0 %	S. 69
WACC nach Steuern	6,3 %	S. 69

Tabelle 15: Ausgangswerte RWE

Zur Berechnung des EBIT, EBITDA und des EBT sind die Betrachtung der GuV (Tabelle 16) und der Überleitung zum EBITDA (Tabelle 17) heranzuziehen.

Gewinn- und Verlustrechnung

Position	Rechenoperation	in Mio. €	Übereinstimmung
Umsatzerlöse (inkl. Erdgas-/Stromsteuer)		54.070	
Erdgas-/Stromsteuer	-	2.677	
Umsatzerlöse	=	51.393	
Sonstige betriebliche Erträge	+	2.191	
Materialaufwand	-	36.108	
Personalaufwand	-	5.277	
Abschreibungen	-	7.619	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-	4.452	
Ergebnis aus at-Equity-bilanzierten Beteiligungen	+	384	
Übriges Beteiligungsergebnis	+	-106	
Finanzerträge	+	829	
Finanzaufwendungen	-	2.722	
Ergebnis vor Steuern [~EBT]	=	-1.487	✓

Tabelle 16: GuV der RWE AG⁴²²

Das Ergebnis vor Steuern ist stark negativ aufgrund außerplanmäßiger Abschreibungen, die nicht steuerlich geltend gemacht werden konnten.⁴²³

Überleitung zum EBITDA

Position	Rechenoperation	in Mio. €	Übereinstimmung
Ergebnis vor Steuern [~EBT]		-1.487	
Finanzergebnis	-	-1.893	
Neutrales Ergebnis	-	-5.475	
Betriebliches Ergebnis [~EBIT]	=	5.881	✓
Betriebliche Abschreibungen	-	-2.881	
EBITDA	=	8.762	✓

Tabelle 17: Überleitung zum EBITDA⁴²⁴

⁴²² in Anlehnung an: RWE (2013), S. 136

⁴²³ Vgl. RWE (2013), S. 71

Wie aus den Tabellen 16 und 17 hervorgeht, können EBT, EBIT und EBITDA nachvollzogen werden. Die Werte stimmen mit denen der Fünffjahresübersicht überein.⁴²⁵ Als nächstes findet eine Betrachtung der Kapitalflussrechnung statt, um den operativen und den Free Cashflow zu berechnen (Tabelle 18).

Kapitalflussrechnung

Position	Rechenoperation	in Mio. €	Übereinstimmung
Funds from Operations		7.068	
Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	+	-1.313	
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit (~operativer Cashflow)	=	5.755	✓
Abzgl. Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte	+	-4.488	
Free Cashflow	=	1.267	✓

Tabelle 18: Kapitalflussrechnung⁴²⁶

Die Herleitung der Cashflows ist damit gewährleistet. Als nächstes soll der ROCE berechnet werden. Er zeigt die operative Rendite und entspricht dem Verhältnis des betrieblichen Ergebnisses zum betrieblichen Vermögen.⁴²⁷ Die Berechnung des EBIT hat bereits in Tabelle 17 stattgefunden. Zur Berechnung des ROCE fehlt noch der Wert des Capital Employed (Betriebliches Vermögen), welcher sich aus Tabelle 19 ergibt.

Ermittlung des Capital Employed

Position	Rechenoperation	in Mio. €
Immaterielle Vermögenswerte / Sachanlagen		57.078
Beteiligungen inkl. Ausleihungen	+	5.018
Vorräte	+	2.360
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	+	7.950
Sonstige Forderungen und sonstige Vermögenswerte	+	6.875
Unverzinsliche Rückstellungen	-	12.650
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	-	13.768
Korrekturen	-	847
Betriebliches Vermögen (31.12.2013)	=	52.016
Betriebliches Vermögen (31.12.2012)	=	54.781
Ø Betriebliches Vermögen vor Korrekturen	=	53.399
Korrekturen	+	946
Betriebliches Vermögen nach Korrekturen (im Jahresdurchschnitt)	=	54.345

Tabelle 19: Ermittlung des betrieblichen Vermögens der RWE AG⁴²⁸

⁴²⁴ in Anlehnung an: RWE (2013), S. 72

⁴²⁵ Vgl. RWE (2013), S. 234

⁴²⁶ in Anlehnung an RWE (2013), S. 77

⁴²⁷ Vgl. RWE (2013), S. 68

⁴²⁸ in Anlehnung an RWE (2013), S. 69

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Capital Employed}} * 100 \% = \frac{5.881}{54.345} * 100 \% = 10,82 \% \checkmark$$

Der ROCE beträgt 10,82 % und stimmt damit ebenfalls mit der Angabe überein. Unternehmensseitig ist er jedoch nur mit einer Dezimalstelle angegeben, was bei den weiteren Berechnungen noch zu Rundungsdifferenzen führen wird.

Als nächstes soll die Berechnung des Kapitalkostensatzes WACC nach Steuern erfolgen. Die Formel ist im Zuge des Economic Value Added in Kapitel 4.4.1 vorgestellt worden und lautet wie folgt:

$$\text{WACC}_{\text{nach Steuern}} = (r_{\text{EK}} * \text{EK} - \text{Quote}) + (r_{\text{FK}} * \text{FK} - \text{Quote} * (1 - \text{Tax} - \text{Shield}))$$

Daraus ergibt sich mit den eingesetzten Werten der RWE folgendes Ergebnis:

$$\text{WACC}_{\text{nach Steuern}} = (8,9 \% * 50 \%) + (5,0 \% * 50 \% * (1 - 27,4 \%)) = 6,265 \%^{429} \checkmark$$

Das Ergebnis ist im Geschäftsbericht der RWE auf eine Dezimalstelle gerundet, stimmt aber überein.⁴³⁰ Um später die Wertbeiträge berechnen zu können, wird auch der WACC vor Steuern benötigt. Die Berechnungsformel hierfür lautet wie folgt:

$$\text{WACC}_{\text{vor Steuern}} = (r_{\text{EK}} * \text{EK} - \text{Quote}) + (r_{\text{FK}} * \text{FK} - \text{Quote})$$

Aufgrund fehlender steuerlicher Abzugsfähigkeit der Eigenkapitalkosten wird derselbe Wert sowohl vor als auch nach Steuern verwendet.⁴³¹ Werden die einzelnen Elemente in die Formel eingesetzt, so ergibt sich als Ergebnis:

$$\text{WACC}_{\text{vor Steuern}} = (8,9 \% * 50 \%) + (5,0 \% * 50 \%) = 6,95 \% \times$$

Rechnerisch ergäbe sich ein WACC von 6,95 %. Dieser stimmt allerdings nicht mit den Angaben der RWE überein.⁴³² Aus logischer Sicht kann ein Wert von 9,0 % gar nicht erreicht werden, da sowohl die Eigenkapital- als auch die Fremdkapitalkosten mit 8,9 % bzw. 5,0 % unter diesem Wert liegen. Auf elektronische Nachfrage bei der RWE AG ist dem Verfasser mitgeteilt worden, dass der Vorsteuer-WACC durch Division des Nachsteuer-WACC durch den Wert 1

⁴²⁹ Die RWE AG setzt die Gewichtung von EK zu FK mit 50:50 an, obwohl die Schulden das Eigenkapital bei weitem übersteigen. Dabei orientiert sich das Unternehmen nicht an den bilanziellen Buchwerten, sondern an einer Marktbewertung des EK sowie an Annahmen über die langfristige Entwicklung von Nettosition und Rückstellungen, vgl. RWE (2013), S. 68.

⁴³⁰ Vgl. RWE (2013), S. 69

⁴³¹ Vgl. RWE (2013), S. 68

⁴³² Vgl. RWE (2013), S. 69

abzüglich des Steuersatzes in Höhe von 31 % berechnet wird.⁴³³ Anhand dessen ergibt sich die Formel:

$$WACC_{\text{vor Steuern}} = WACC_{\text{nach Steuern}} / (1 - \text{Steuersatz}) = 6,265 \% / 0,69 = 9,08 \% (\checkmark)$$

Damit kann auch der Nachsteuer-WACC nachvollzogen werden. Die Indifferenz resultiert auch hier aus leichten Rundungsdifferenzen.

In einem nächsten Schritt sollen die Wertbeiträge berechnet werden. Hierzu wird zunächst der relative Wertbeitrag berechnet. Der dadurch entstehende Spread entspricht dem relativen Wertzuwachs.⁴³⁴ Multipliziert mit dem Capital Employed ergibt sich der absolute Wertzuwachs.

Relativer Wertbeitrag

$$\text{Relativer Wertbeitrag} = \text{ROCE} - \text{WACC} = 10,8 \% - 9,0 \% = 1,8 \% \checkmark$$

Absoluter Wertbeitrag

$$\text{Absoluter Wertbeitrag} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) * \text{CE} = 1,8 \% * 54.345 = 978,21 \text{ Mio. €} (\checkmark)$$

Vor dem Hintergrund, dass der ROCE oben mit 10,82 % errechnet wurde, ergibt sich bei der Verwendung eines Spreads von 1,82 % ein absoluter Wertbeitrag von 989,08 Mio. €. Der Unterschiedsbeitrag hängt folglich mit Rundungsdifferenzen zusammen. Der angegebene absolute Wertbeitrag wird als bestätigt angesehen.

Um das Kennzahlenbeispiel zu komplettieren, fehlen noch die Umsatzrentabilität (ROS) und die Eigenkapitalrentabilität (ROE).

Berechnung des ROS

Der ROS definiert sich als Gewinn durch Umsatzerlöse.

$$\text{ROS} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Umsatzerlöse}} * 100 \%$$

Allerdings gibt die RWE ausschließlich den Wert an, sodass der externe Betrachter bei der Berechnung sich selbst überlassen wird. Da fraglich ist, welche Größe als Gewinn verwendet worden ist, ist dies ebenfalls elektronisch ange-

⁴³³ Vgl. E-Mail der RWE vom 27.11.2014, Datei: RWE_E-Mail.pdf

⁴³⁴ Vgl. RWE (2013), S. 68

fragt worden. Gleiches gilt für den ROE. Die RWE verwendet als Gewinngröße beim ROS das Ergebnis vor EE-Steuern und Zinsaufwand.⁴³⁵

Ergebnis vor EE-Steuern und Zinsaufwand = EBT + Zinsen und ähnliche Aufwendungen = -1.487 + 1.073 = -414⁴³⁶. Damit ergibt sich ein ROS von -0,81 %.

$$\text{ROS} = \frac{-414}{51.393} * 100 \% = -0,81 \% \checkmark$$

Berechnung des ROE

Bei der Eigenkapitalrentabilität verwendet die RWE das NOPAT als Ertragsgröße (-2.443) sowie das durchschnittliche Eigenkapital der Jahre 2012 und 2013 (14.313) im Nenner.⁴³⁷

$$\text{ROE} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Eigenkapital}} * 100 \% = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Ø EK}} * 100 \% = \frac{-2.443}{14.313} * 100 \% = -17,07 \% \checkmark$$

Mit Hilfe der Investor Relations Abteilung lassen sich somit auch die letzten beiden Kennzahlen ermitteln. Die Nachvollziehbarkeit ist zwar gegeben, allerdings bleibt bei Umsatz- und Eigenkapitalrendite die Transparenz auf der Strecke. Insgesamt bietet die RWE jedoch einen gut aufgebauten Geschäftsbericht.

⁴³⁵ Vgl. E-Mail der RWE vom 27.11.2014, Datei: RWE_E-Mail.pdf

⁴³⁶ Vgl. RWE (2013), S. 136, 158

⁴³⁷ Vgl. E-Mail der RWE vom 27.11.2014, Datei: RWE_E-Mail.pdf

8. Diskussion

In diesem Kapitel werden die Untersuchungsergebnisse mit der Theorie verglichen. Hierbei sollen Ergebnisse bewertet und die Grenzen der Untersuchung aufgezeigt werden. Das Kapitel endet mit einer Empfehlung zur Vereinheitlichung wertorientierter Kennzahlen.

8.1 Bewertung

Es bekennen sich noch mehr Unternehmen zu einer wertorientierten Unternehmenssteuerung als vor einigen Jahren. Daneben implementieren die Unternehmen immer mehr wertorientierte Spitzenkennzahlen. Hierbei darf nicht vergessen werden, dass nicht alle wertorientierten Kennzahlen für jedes Unternehmen geeignet sind. Bei den Unternehmen ist eine klare Verlagerung zur Nachhaltigkeit zu erkennen. Zwar spielt der Shareholder Value ebenfalls noch eine große Rolle, dennoch haben weit mehr als die Hälfte aller untersuchten Unternehmen eigene Nachhaltigkeitsberichte. Dies verdeutlicht, wie wichtig den Unternehmen eine wertorientierte und nachhaltige Steuerung geworden ist. Die drei betreffenden Hypothesen können bestätigt werden.

Die vierte Hypothese beschäftigt sich mit gesenkten durchschnittlichen Kapitalkostensätzen im Verlauf des Untersuchungszeitraumes. Aufgrund der anhaltend niedrigen Zinspolitik der EZB haben sich die WACC vor Steuern durchschnittlich gesenkt. Bei der Nachsteuerbetrachtung kommt als Störvariable die Unternehmenssteuerreform 2008 zum Tragen, wonach durch gesenkte Steuersätze die Steuerschuld der Unternehmen verringert wird. Dadurch sinkt der WACC nach Steuern in weniger starkem Maße als der WACC vor Steuern. Die Hypothese zielt ursprünglich auf die Senkung der Kapitalkostensätze infolge der niedrigen Fremdkapitalzinsen ab. Anhand des WACC vor Steuern ist zu erkennen, dass sich die niedrigen FK-Zinsen auch in sinkenden Kapitalkostensätzen wiederfinden. Diese Hypothese kann somit auch bestätigt werden. Damit können alle vier untersuchten Hypothesen bestätigt werden.

Noch immer ist die Bereitschaft der DAX-Unternehmen zur Veröffentlichung von wertorientierten Kennzahlen unterschiedlich stark ausgeprägt. Während einige Unternehmen wie Continental (zehn qualitative und elf quantitative Kennzahlen)

sehr viele wertorientierte Kennzahlen publiziert, ist es bei anderen Unternehmen genau das Gegenteil. SAP veröffentlicht hingegen nur fünf Kennzahlen in qualitativer und sechs in quantitativer Form.

In den Ergebnissen dieser Studie kann festgestellt werden, dass Kennzahlen sehr differenziert berechnet werden wie allein schon das Beispiel des ROCE aus Kapitel 6.3.8 zeigt. Bei anderen Kennzahlen wird sich das Ganze jedoch ähnlich darstellen. Viele Kennzahlen beinhalten in irgendeiner Form den *Gewinn*. Dieser Begriff kann jedoch auf unterschiedliche Weise auszulegen werden. Gewinn kann mit EBIT, EBT, NOPAT und weiteren Größen beschrieben werden. Unternehmen versuchen sich dies zu Nutze zu machen, indem sie zu den Größen tendieren, die zu den besten Ergebnissen führen und dabei möglicherweise negative Aspekte verdecken. Auf diese Weise sind Unternehmen untereinander jedoch nur schwer zu vergleichen. Daraus folgt, dass die Berechnungsgrundlagen gleicher Kennzahlen sehr unterschiedlich ausfallen. Es gibt keine einheitliche Berechnungsweise der Kennzahlen, da keine vorgeschriebene Bewertungseinheit besteht, was die Vergleichbarkeit der Kennzahlen zwischen Unternehmen sehr schwierig macht. Weiterhin ist ein Problem, dass unterschiedliche Begriffe für gleiche Sachverhalte genutzt werden.

8.2 Limitation

Die Limitation betrachtet die Grenzen dieser Untersuchung. Ein Problem besteht in der Repräsentativität der Studie. Mit den DAX-30 sind nur die größten und umsatzstärksten deutschen Unternehmen betrachtet worden.⁴³⁸ Alle Unternehmen weisen eine stark ausgeprägte Internationalisierung auf. Unternehmen aus MDAX und SDAX weisen eine geringere Internationalisierung auf. Sie werden in dieser Studie jedoch nicht betrachtet. Eine Repräsentativität der Ergebnisse darf diesbezüglich angezweifelt werden.⁴³⁹ Die kleine Grundgesamtheit von N=24 trägt hierzu bei.

Es gibt mit Studien von Langguth, Pilzecker, Voigt und Willburger einige Autoren, die in der nahen Vergangenheit ähnliche Studien zur Wertorientierung er-

⁴³⁸ Vgl. Pilzecker (2011), S. 82

⁴³⁹ Vgl. Pilzecker (2011), S. 82

hoben haben. Die Ergebnisse dieser Studien sind jedoch - wenn überhaupt - nur in Bruchteilen als Vergleichsstudien heranzuziehen. Dies liegt einerseits an der unterschiedlichen Anzahl an betrachteten Unternehmen und andererseits am Betrachtungsschwerpunkt. Daneben wechselt die Zusammensetzung des DAX relativ⁴⁴⁰ häufig. Unternehmen, die aus dem MDAX aufsteigen und erstmals in den DAX aufgenommen werden, haben eine wertorientierte Unternehmenssteuerung zumeist noch nicht so stark verankert wie Unternehmen, die sich seit Jahren im DAX befinden. Die Unternehmen sind aus verschiedensten Branchen (z.B. anlagenintensive Industrien gegenüber beratungsintensiven Unternehmen) und legen alle einen etwas anderen Schwerpunkt auf die externe Berichterstattung. Vertreter aus der Bank- und Finanzbranche sind in dieser Studie nicht betrachtet worden.

Auch bei der Nachvollziehbarkeit der angegebenen Kennzahlen gibt es oftmals Probleme. In Kapitel 7 ist Ihnen mit der RWE AG ein Beispielunternehmen vorgestellt worden, bei dem eine Kennzahlendarstellung erfolgt ist. Dieses Unternehmen ist aufgrund seiner Qualität der Berichterstattung ausgewählt worden.⁴⁴¹ Trotzdem konnten ohne Hilfestellung nicht alle Kennzahlen nachvollzogen werden. Dies ist leider kein Einzelfall, wie die Studienergebnisse zeigen.⁴⁴² Es gibt einige Unternehmen, die einzelne Kennzahlen ausschließlich quantitativ angeben, ohne deren Herleitung nachzuweisen.

8.3 Empfehlung zur Vereinheitlichung wertorientierter Kennzahlen

Wie die Auswertung zeigt, gibt es keine einheitliche Definition für wertorientierte Kennzahlen. Je nach Wahl der Bewertungsmethode erfolgt die Berechnung von Unternehmen zu Unternehmen leicht unterschiedlich. Dies macht ein Benchmarking sehr schwierig. Um eine Vergleichbarkeit herstellen zu können, muss es eine gemeinsame Berechnungsbasis für alle Größen einer Formel geben.

Es dürfte aber sehr schwierig werden, eine einheitliche Berechnungsbasis einzuführen. Diese müsste dann auch für Unternehmen zur Verwendung und Ver-

⁴⁴⁰ Als relativ häufig wird ein Wechsel angesehen, der mindestens einmal jährlich stattfindet.

⁴⁴¹ Vgl. Voigt (2012), S. 67

⁴⁴² Vgl. Tabellen 20-23.

öffentlichung verpflichtend sein. Hierzu müsste das Rechtssystem geändert werden. Momentan werden diesbezüglich noch keine konkreten Anstrengungen unternommen. Der Prozess wäre auch langwierig und würde sich über einige Jahre hinziehen. Weitere Jahre würden vergehen, um den Unternehmen anschließend eine Toleranzfrist zur Umsetzung zu geben. Jeder Staat hat eigene Verordnungen und Gesetze. Selbst dann wäre nur ein Vergleich deutscher Unternehmen möglich. Es muss also nach einer anderen Möglichkeit gesucht werden, die einfacher und schneller umzusetzen ist.

Der EVA[®] als absoluter Wertbeitrag ist sehr beliebt bei den Unternehmen, da er einfach und schnell aufzustellen ist. Der EVA[®] stellt eine gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl dar. Der EVA[®] an sich hat zwar seine fixe Berechnungsformel, allerdings nicht seine Vorgrößen wie der ROCE in Kapitel 6.3.8 zeigt. Aus diesem Grund erscheint die Kennzahl und allgemein gewinnbasierte Wertbeitragskennzahlen für eine Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Unternehmen und Branchen ungeeignet.

Am geeignetsten scheint für mich momentan eine Kennzahl aus dem cash-floworientierten Bereich. Dort gibt es bei der Berechnung der jeweiligen Cashflows weit weniger Gestaltungsmöglichkeiten als bei den gewinnbasierten Kennzahlen. Trotz des hohen Aufwands halt ich den CVA für eine geeignete Größe, um eine Vergleichbarkeit zu erhöhen. Bei den Unternehmen muss natürlich auch die Bereitschaft bestehen, sich mit anderen Unternehmen vergleichen zu wollen.

9. Fazit und Ausblick

Aufgrund der Ergebnisse dieser und anderer Studien ist davon auszugehen, dass sich das Thema Wertorientierung in den Unternehmenskulturen noch stärker verankern wird.⁴⁴³ Dazu gehört auch die Veröffentlichung wertorientierter Kennzahlen. Durch die derzeitige Zinspolitik drängen auch Kleinanleger zunehmend an den Kapitalmarkt. Sie erhoffen sich eine höhere Rendite als auf Sparguthaben. Unternehmen befinden sich stets im Wettkampf um neues Kapital für Investitionen.⁴⁴⁴ Wertorientierte Unternehmensführung fungiert als Vermittler zwischen beiden Parteien. Durch eine transparente Berichterstattung legen Unternehmen den Grundstein für das Interesse potentieller Anleger.

Neben einer stärkeren Verankerung einer wertorientierten Unternehmensführung ist ein weiterer Punkt von besonderer Wichtigkeit: die Standardisierung der Kennzahlen. Der Grundstein mit einem festen Rahmen der Berechnung (DRS 2) ist zwar gelegt, jedoch fehlt noch eine standardisierte Berechnung der Kennzahlen und ihrer Bestandteile. Eine Standardisierung von wertorientierten Kennzahlen würde das ganze erleichtern.⁴⁴⁵

Daneben werden auch andere Themengebiete der Nachhaltigkeit zunehmend an Bedeutung gewinnen, besonders hervorgerufen durch den Klimaschutz und endliche Rohstoffvorkommen.⁴⁴⁶ Die Nachfrage an nachhaltigen Produkten und Dienstleistungen wächst kontinuierlich.⁴⁴⁷

Zwar wird die Finanzperspektive wohl auch in Zukunft die anderen Perspektiven überstrahlen, jedoch erwarte ich auf Sicht einer Dekade eine durchgreifende Veränderung der sozialen Gesichtspunkte bedingt durch die Generation Y.⁴⁴⁸ Sie zeichnet sich durch eine technologieaffine und freiheitsliebende Lebensweise aus.⁴⁴⁹ Anders als ihre Vorgänger kommt die Generation Y auch mit instabilen Lebenssituationen gut zurecht. Momentan sind diese Personen größtenteils zwischen 25 und 35 Jahre alt und damit noch etwas zu jung für die Führungs-

⁴⁴³ Vgl. Pilzecker (2011), S. 83

⁴⁴⁴ Vgl. Pilzecker (2011), S. 83

⁴⁴⁵ Vgl. Pilzecker (2011), S. 83

⁴⁴⁶ Vgl. Weber et. al. (2010), S. 395

⁴⁴⁷ Vgl. Weber et. al. (2010), S. 395

⁴⁴⁸ Die Generation Y bezeichnet eine heranwachsende Gruppe der Geburtenjahrgänge der späten 1970er bis frühen 1990er, vgl. Urban (2014), Datei: GenerationY.pdf

⁴⁴⁹ Vgl. Weise (2011), S. 15

etagen großer DAX-Konzerne. Doch in einigen Jahren könnten erste Mitglieder der Generation Y in die Führungsetagen aufsteigen. Fraglich ist, wie sich dies auf die wertorientierte Unternehmensführung auswirken wird.

Meiner Meinung nach wird das Thema Nachhaltigkeit, vor allem das CSR dann eine wesentlich höhere Position einnehmen. Unternehmen werden dann einen noch größeren Spagat zwischen sozialen Gesichtspunkten und nachhaltiger Wertsteigerung eingehen müssen. Es wird zu Veränderungen in den Unternehmen kommen. Möglicherweise wird der TOP-Down-Ansatz mit vorgegebenen Finanzziele der Unternehmensleitung gekippt und eher auf ein System nach BOTTOM-Up gesetzt, bei dem über eine starke Nachhaltigkeitsorientierung und CSR die Hierarchien von unten nach oben durchdringt und so langfristige Wertsteigerung erzeugt. Wenn Unternehmen diesen Spagat meistern, blicken sie auf eine erfolgreiche Zukunft und können sich gegenüber Wettbewerbern gut positionieren.

Thomas Humke

Anhang

	Adidas		BASF		Bayer		Beiersdorf		BMW		Continental	
	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ
Gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl												
EBIT	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
EBITaC		x	x	x								
EBITDA	x	x	x	x	x	x	x	x			x	x
EBITDA angepasst					x	x						
EBT (Ergebnis vor Steuern)		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
EVA	x											
MVA												
NOPAT		x		x	x	x	x	x			x	
Wertbeitrag absolut									x		x	x
Wertbeitrag relativ												
Unternehmensspezifische Wertbeitragskennzahl												
CACC											CVC	CVC
Cashflowbasierte Wertbeitragskennzahl												
CVA					x	x						
Gewinnbasierte Rentabilität												
ROA												
ROACE												
ROCE									x (a. S.)	x (a. S.)	x	x
ROCE-Spread												
ROE (Eigenkapitalrendite)	x	x		x	x	x			x (a. S.)	x (a. S.)		x
ROI												
ROIC												
RONA												
ROOA												
ROS (Umsatzrendite)									x	x	x	x
Cashflowbasierte Rentabilität												
CFROI					x	x						
FCF	x	x	x	x	x	x	x	x	x (a. S.)	x (a. S.)	x	x
OCF	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

Tabelle 20: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-A-C

	HeidelbergCement		Henkel		Infineon		K+S		Linde		Lufthansa	
	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ
Gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl												
EBIT	x	x	x	x	x	x	x (oper. EBIT I)	x (oper. EBIT I)	x	x	x	x
EBITaC												
EBITDA	x	x	x		x	x	x	x	x	x	x	x
EBITDA angepasst												
EBT (Ergebnis vor Steuern)	x	x		x	x	x	x	x	x	x	x	x
EVA			x	x								
MVA												
NOPAT	x	x					x	x	x	x		x
Wertbeitrag absolut			x	x			x	x			x	x
Wertbeitrag relativ												
Unternehmensspezifische Wertbeitragskennzahl												
Cashflowbasierte Wertbeitragskennzahl												
CVA											x	x
Gewinnbasierte Rentabilität												
ROA												
ROACE												
ROCE	x		x	x	x	x	x	x	x	x		
ROCE-Spread												
ROE (Eigenkapitalrendite)		x		x		x		x			x	x
ROI												
ROIC	x	x										
RONA												
ROOA												
ROS (Umsatzrendite)		x	x	x		x		x		x	x	x
Cashflowbasierte Rentabilität												
CFROI												
FCF			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
OCF	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

Tabelle 22: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-H-L

	Merck		RWE		SAP		Siemens		ThyssenKrupp		Volkswagen	
	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ
Gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl												
EBIT	x	x	x	x	x	x	x (angep.)	x (angep.)	x	x	x	x
EBITaC												
EBITDA	x	x	x	x					x	x		x (a. S.)
EBITDA angepasst	x	x					x					
EBT (Ergebnis vor Steuern)	x	x	x	x	x	x	x (a. S.)	x (a. S.)	x	x	x	x
EVA											x	
MVA												
NOPAT	x	x	x	x	x	x	x (teilw. a. S.)				x	x
Wertbeitrag absolut			x	x					x	x		
Wertbeitrag relativ			x	x								
Unternehmensspezifische Wertbeitragskennzahl	MEVA						GWB		TKVA	TKVA		
Cashflowbasierte Wertbeitragskennzahl												
CVA												
Gewinnbasierte Rentabilität												
ROA												
ROACE												
ROCE	x		x	x			x (a. S.)	x (a. S.)	x	x		
ROCE-Spread												
ROE (Eigenkapitalrendite)				x		x	x (a. S.)	x (a. S.)	x	x	x (a. S.)	x (a. S.)
ROI											x (a. S.)	x (a. S.)
ROIC												
RONA												
ROOA												
ROS (Umsatzrendite)	x			x							x	x
Cashflowbasierte Rentabilität												
CFROI												
FCF	x (BFCF)	x (BFCF)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
OCF	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

Tabelle 23: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-M-Z

Bilanzsumme (buchmäßige Aktiva)
+ kumulierte Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände
+ kumulierte Abschreibungen auf Sachanlagen
- unverzinsliches Fremdkapital (Abzugskapital)
- erworbene Geschäfts- oder Firmenwerte
+ kapitalisierte Miet- und Leasingaufwendungen
= Brutto-Investitionsbasis (BIB)

Tabelle 24: Berechnung der Brutto-Investitionsbasis⁴⁵⁰

Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag
+/- Abschreibungen / Zuschreibungen auf das Anlagevermögen
+/- Zunahme / Abnahme langfristiger Rückstellungen
+ Fremdkapitalzinsen
= Brutto-Cashflow (BCF)

Tabelle 25: Berechnung des Brutto-Cashflows⁴⁵¹

Bilanzsumme (buchmäßige Aktiva)
- abschreibbare immaterielle Vermögensgegenstände
- abschreibbare Sachanlagen
- unverzinsliches Fremdkapital
= nicht abschreibbare Aktiva

Tabelle 26: Berechnung der nicht abschreibbaren Aktiva⁴⁵²

Eigenkapital
+ verzinsliches Fremdkapital
= Capital Employed

Tabelle 27: Berechnung des Capital Employed⁴⁵³

⁴⁵⁰ Quelle: Steger (2014), S. 156

⁴⁵¹ in Anlehnung an: Steger (2014), S. 156

⁴⁵² Vgl. Steger (2014), S. 155

⁴⁵³ Quelle: Steger (2014), S. 12

Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag
+/- Abschreibungen / Zuschreibungen auf das Anlagevermögen
+/- Zunahme / Abnahme langfristiger Rückstellungen
+ Fremdkapitalzinsen
= Brutto-Cashflow (BCF)
-/+ Investitionen / Desinvestitionen des Anlagevermögens
-/+ Erhöhung / Minderung des Working Capital
= Free Cashflow (FCF)

Tabelle 28: Berechnung des Free Cashflows⁴⁵⁴

Earnings before Interest and Taxes (EBIT)
- Einkommens- und Ertragsteuern
= Net Operating Profit after Taxes (NOPAT)

Tabelle 29: Berechnung des Net Operating Profit after Taxes⁴⁵⁵

⁴⁵⁴ in Anlehnung an: Steger (2014), S. 72

⁴⁵⁵ in Anlehnung an: Steger (2014), S. 42

Gliederungsschema I („Direkte Methode“)	
1.	Einzahlungen von Kunden für den Verkauf von Erzeugnissen, Waren und Dienstleistungen
2.	- Auszahlungen an Lieferanten und Beschäftigte
3.	+ Sonstige Einzahlungen, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind
4.	- Sonstige Auszahlungen, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind
5.	+ / - Ein- und Auszahlungen aus außerordentlichen Posten
6.	= Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit
7.	Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Sachanlagevermögens / immateriellen Anlagevermögens
8.	- Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagevermögen / immaterielle Anlagevermögen
9.	+ Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Finanzanlagevermögens
10.	- Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen
11.	+ / - Einzahlungen und Auszahlungen aus dem Erwerb und dem Verkauf von konsolidierten Unternehmen und sonstigen Geschäftseinheiten
12.	= Cashflow aus der Investitionstätigkeit
13.	Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen
14.	- Auszahlungen an Unternehmenseigner und Minderheitsgesellschafter (Dividenden, Erwerb eigener Anteile, Eigenkapitalrückzahlungen, andere Ausschüttungen)
15.	+ Einzahlungen aus der Begebung von Anleihen und der Aufnahme von (Finanz-)Krediten
16.	- Auszahlungen aus der Tilgung von Anleihen und (Finanz-)Krediten
17.	= Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit
18.	Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes (Summe aus Ziffern 6, 12, 17)
19.	+ / - Wechselkurs-, konzernkreis- und bewertungsbedingte Änderungen des Finanzmittelbestandes
20.	+ Finanzmittelbestand am Anfang der Periode
21.	= Finanzmittelbestand am Ende der Periode

Gliederungsschema II („Indirekte Methode“)	
1.	Jahresergebnis (einschließlich Ergebnisanteilen von Minderheitsgesellschaftern) vor außerordentlichen Posten
2.	+ / - Abschreibungen/Zuschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens
3.	+ / - Zunahme / Abnahme der Rückstellungen
4.	+ / - Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen / Erträge (bspw. Abschreibung auf ein aktiviertes Disagio)
5.	- / + Gewinn / Verlust aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens
6.	- / + Zunahme / Abnahme der Vorräte, der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind
7.	+ / - Zunahme / Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Passiva, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind
8.	+ / - Ein- und Auszahlungen aus außerordentlichen Posten
9.	= Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit
10.	Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Sachanlagevermögens / immateriellen Anlagevermögens
11.	- Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagevermögen / immaterielle Anlagevermögen
12.	+ Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Finanzanlagevermögens
13.	- Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen
14.	+ / - Einzahlungen und Auszahlungen aus dem Erwerb und dem Verkauf von konsolidierten Unternehmen und sonstigen Geschäftseinheiten
15.	= Cashflow aus der Investitionstätigkeit
16.	Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen
17.	- Auszahlungen an Unternehmenseigner und Minderheitsgesellschafter (Dividenden, Erwerb eigener Anteile, Eigenkapitalrückzahlungen, andere Ausschüttungen)
18.	+ Einzahlungen aus der Begebung von Anleihen und der Aufnahme von (Finanz-)Krediten
19.	- Auszahlungen aus der Tilgung von Anleihen und (Finanz-)Krediten
20.	= Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit
21.	Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes (Summe aus Ziffern 9, 15, 20)
22.	+ / - Wechselkurs-, konzernkreis- und bewertungsbedingte Änderungen des Finanzmittelbestandes
23.	+ Finanzmittelbestand am Anfang der Periode
24.	= Finanzmittelbestand am Ende der Periode

Tabelle 30: Gliederungsschema Kapitalflussrechnung nach DRS2⁴⁵⁶

⁴⁵⁶ Vgl. DRSC (1999), VI. Anlage, Datei: DRS2.pdf

An dieser Stelle folgen nun die Quellen der einzelnen Abbildungen und Tabellen aus dem Hauptteil dieser Arbeit, soweit nicht direkt in der Grafik angegeben.

Tabelle 7

Jahr	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Adidas	Langguth (2008), S. 296	S. 65	S. 67	S. 102	S. 13	S. 107	S. 117	S. 111
BASF	Langguth (2008), S. 296	S. 118	S. 130	S. 119	S. 119	S. 123	S. 127	S. 125
Bayer	Langguth (2008), S. 296	S. 48	S. 77	S. 76	S. 76	S. 84	S. 85	S. 57
Beiersdorf				S. 25	S. 55	S. 76	S. 24	S. 20
BMW	Langguth (2008), S. 296	S. 47	S. 47	S. 48	S. 47	S. 49	S. 50	S. 44
Continental	Langguth (2008), S. 296	S. 16	S. 15	S. 18	S. 44	S. 70	S. 64	S. 70
Daimler	Langguth (2008), S. 296	S. 36	S. 45	S. 64	S. 66	S. 77	S. 83	S. 26
Deutsche Post	Langguth (2008), S. 296	S. 30	S. 39	S. 27	S. 88	S. 98	S. 85	S. 88
Deutsche Telekom	Langguth (2008), S. 296	S. 59	S. 61	S. 65	S. 59	S. 70	S. 82	S. 71
e.on	Langguth (2008), S. 297	S. 44	S. 28	S. 26	S. 25	S. 34	S. 18	S. 20
Fresenius	Langguth (2008), S. 297	S. 30	S. 22	S. 12	S. 14	S. 14	S. 15	S. 11
Fresenius Medical Care				S. 34	S. 35	S. 24	S. 22	S. 28
Heidelberg Cement				S. 42	S. 43	S. 39	S. 39	S. 40

Henkel	Langguth (2008), S. 297	S. 21	S. 18	S. 22	S. 26	S. 29	S. 25	S. 25
Infineon	Langguth (2008), S. 297	S. 63	S. 66f.	S. 62	S. 98	S. 86	S. 120	S. 76
K+S				S. 75	S. 91	S. 74	S. 71	S. 54
Linde	Langguth (2008), S. 297	S. 40	S. 39	S. 44	S. 42	S. 46	S. 42	S. 41
Lufthansa	Langguth (2008), S. 296	S. 36	S. 41	S. 45	S. 48	S. 34	S. 30	S. 26
Merck				-	-	-	-	S. 37
RWE	Langguth (2008), S. 297	S. 208	S. 221	S. 207	S. 231	S. 64	S. 65	S. 68
SAP	Langguth (2008), S. 297	S. 76	S. 78	S. 99	S. 104	S. 108	S. 57	S. 54
Siemens	Langguth (2008), S. 297	S. 34	S. 1,78	S. 1,54	S. 59 (I, 57)	S. 1, 48	S. 64	S. 80
Thyssen Krupp	Langguth (2008), S. 297	S. 54	S. 63	S. 85	S. 93	S. 162	S. 151	S. 145
Volkswagen	Langguth (2008), S. 297	S. 140	S. 142	S. 154	S. 176	S. 186	S. 186	S. 107

Bei den Quellen von Siemens handelt es sich um eine Quelle, die im PDF als I,78 usw. angegeben ist (1. Abschnitt, S. 78 usw.).

Tabelle 31: Bekenntnisstärke wertorientierter Unternehmensführung im Zeitverlauf - Quellen

Tabelle 8

Unternehmen:	Bezeichnung:	vor Steuern					nach Steuern				
		2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
BASF	WACC						S. 24	S. 24	S. 24	S. 26	S. 26
Bayer	WACC						S. 76	S. 76	S. 85	S. 86	S. 174
BMW	WACC	GB 2010, S. 47	S. 47	S. 49	S. 50	S. 22					
Continental	WACC	S. 147	S. 159	S. 184	S. 170	S. 162					
Daimler	Kapitalkosten- satz / WACC						S. 77	S. 78	S. 88	S. 94	S. 80
Deutsche Post	WACC						S. 27	S. 32	S. 41	S. 31	S. 36
e.on	Kapitalkosten- satz	S. 27	S. 26	S. 34	S. 51	S. 49	S. 27	S. 26	S. 34	S. 51	S. 49
Fresenius	WACC						S. 131f.	S. 56	S. 55	S. 58	S. 76
Fresenius Medical Care	WACC						S. 35	S. 36	S. 40	S. 39	S. 47
Heidelberg Cement	WACC							S. 45	S. 41	S. 41	S. 74
Henkel	WACC	S. 37	S. 43	S. 51	S. 54	S. 54	S. 37	S. 43	S. 51	S. 54	S. 54
Infineon Technologies	WACC					S.214		S. 179	S. 188	S. 230	S. 214
K+S	Kapitalkosten- satz	S. 75	S. 91	S. 102	S. 98	S. 152	S. 75	S. 91	S. 102	S. 98	S. 152
Linde	WACC					S. 153					
Lufthansa	WACC						S. 46	S. 49	S. 35	S. 31	S. 31
Merck	WACC						S. 113	S. 153	S. 143	S. 146	S. 219
RWE	Kapitalkosten- satz	S. 208	S. 232	S. 65	S. 66	S. 69	S. 208	S. 232	S. 65	S. 66	S. 69
Siemens	WACC							S. II, 58	S. II, 59	S. 66	S. 176
ThyssenKrupp	WACC						S. 88	S. 95	S. 55	S. 56	S. 42
Volkswagen	Kapitalkosten- satz						S. 154	S. 176	S. 186	S. 186	S. 107
	Ø Satz	10,50%	9,92%	9,50%	9,62%	10,69%	7,60%	7,51%	7,47%	7,58%	7,62%

Bei den Quellen von Siemens handelt sich es um eine Quelle, die im PDF als II, 58 bzw. II, 59 angegeben ist (2. Abschnitt, S. 58 bzw. 59).

**Tabelle 32: Veränderung der Kapitalkostensätze im Untersuchungszeit-
raum - Quellen**

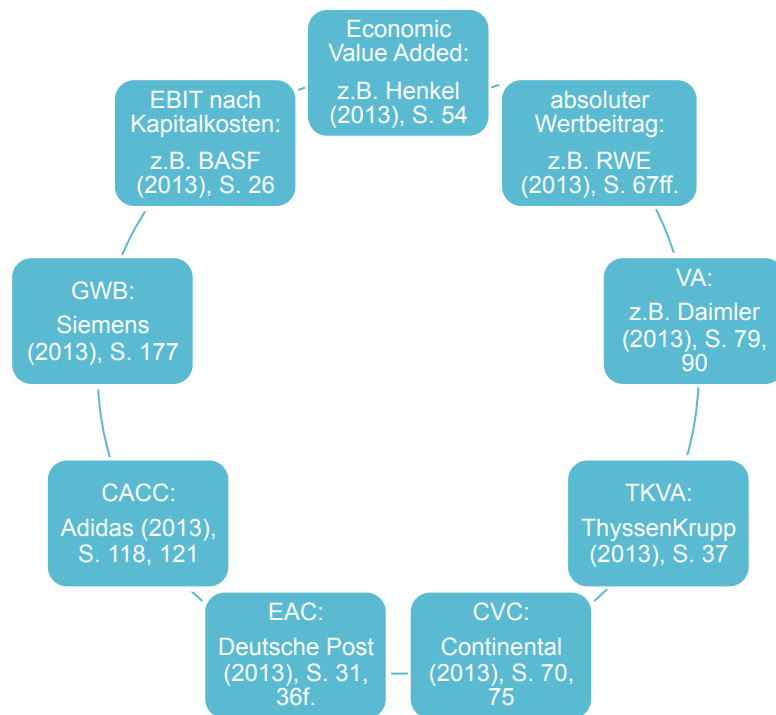
Tabelle 11 - Herleitung der Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen im Untersuchungszeitraum

Unternehmen	GJ 2009					GJ 2011					GJ 2013											
	EBITaC	EVA	MVA	Wertbeitrag absolut	Wertbeitrag relativ	CVA	CFROI	EBITaC	EVA	MVA	Wertbeitrag absolut	Wertbeitrag relativ	CVA	CFROI	EBITaC	EVA	MVA	Wertbeitrag absolut	Wertbeitrag relativ	CVA	CFROI	
Addidas	x (S. 24)																					
BASF						x (S. 76)	x (S. 76)															
Bayer																						
Beiersdorf																						
BMW																						
Continental				x (S. 44)																		
Daimler				x (S. 76)																		
Deutsche Post				x (S. 27)																		
Deutsche Telekom																						
e.on				x (S. 28)																		
Fresenius																						
Fresenius Medical Care							x (S. 267)															
HeidelbergCement																						
Henkel				x (S. 37)																		
Infinion																						
K+S				x (S. 75)																		
Linde																						
Lufthansa				x (S. 45)																		
Merck																						
RWE				x (S. 70)																		
SAP																						
Siemens				x (S. II.56)																		
ThyssenKrupp				x (S. 86)																		
Volkswagen				x (S. 154)																		
Gesamt:	1	2	0	11	17	2	3	1	3	0	13	19	2	3	1	3	0	14	19	2	2	

als eine Nennung gewertet bei der speziellen Kennzahl

Tabelle 33: Häufigkeiten wertorientierter Kennzahlen im Untersuchungszeitraum - Quellen

Abbildung 8



**Abbildung 9: Differenzierte Bezeichnungen einer absoluten gewinnbasier-
ten Kennzahl - Quellen**

Tabelle 13

Unternehmen	eig. NHKB	1	2	3	4	5	ökon. LI	ökol. LI	gesell. LI
Adidas	x	Nachhaltigkeitsbericht 2013 der Adidas AG							
BASF	-	integriert im Geschäftsbericht							
Bayer	bis 2012	integriert im Geschäftsbericht							
Beiersdorf	x	Nachhaltigkeitsbericht 2013 der Beiersdorf AG							
BMW	x	Nachhaltigkeitsbericht 2013 der BMW AG							
Continental	x	GRI-Bericht 2013 der Continental AG							
Daimler	x	Nachhaltigkeitsbericht 2013 der Daimler AG							
Deutsche Post	x	Bericht zur Unternehmensverantwortung 2013 der Deutschen Post AG							
Deutsche Telekom	online	http://www.telekom.com/verantwortung , Datei: Deutsche Telekom Nachhaltigkeit.pdf							
e.on	x	Nachhaltigkeitsbericht 2013 der e.on SE							
Fresenius	-	integriert im Geschäftsbericht							
Fresenius Medical Care	-	integriert im Geschäftsbericht							
HeidelbergCement	x (zweijährig)	Nachhaltigkeitsbericht 2011/2012 der HeidelbergCement AG							
Henkel	x	Nachhaltigkeitsbericht 2013 der Henkel AG							
Infineon	-	integriert im Geschäftsbericht							
K+S	x	Unternehmens- und Nachhaltigkeitsbericht 2013 der K+S AG							
Linde	online	http://corporateresponsibility.linde.de/cr-bericht/2013/serviceseiten/willkommen.html , Datei: Linde_Nachhaltigkeit.pdf							
Lufthansa	x (2014)	Nachhaltigkeitsbericht 2014 der Lufthansa AG							
Merck	x (2012)	Corporate Responsibility Bericht 2012 der Merck KGaA							
RWE	x	Corporate Responsibility Bericht 2013 der RWE AG							
SAP	bis 2011 online	integriert im Geschäftsbericht							
Siemens	x	Nachhaltigkeitsbericht 2012 der Siemens AG							
ThyssenKrupp	online	http://www.thyssenkrupp.com/de/nachhaltigkeit/index.html , Datei: ThyssenKrupp_Nachhaltigkeit.pdf							
Volkswagen	x	Nachhaltigkeitsbericht 2013 der Volkswagen AG							

Tabelle 34: Erfüllung der Nachhaltigkeitskriterien in den DAX-Unternehmen - Quellen

Tabelle 14

Unternehmen:	Variable Vergütung?	Bestandteile variabler Vergütung:	Ziel / Bemessungsgrundlage:
Adidas	ja		S. 53
BASF	ja		S. 131
Bayer	ja		S. 193ff.
Beiersdorf	ja		S. 12
BMW	ja		S. 185
Continental	ja		S. 40ff.
Daimler	ja		S. 119ff.
Deutsche Post	ja		S. 123f.
Deutsche Telekom	ja		S. 65
e.on	ja		S. 83f.
Fresenius	ja		S. 23
Fresenius Medical Care	ja		S. 145f.
HeidelbergCement	ja		S. 23, 135ff.
Henkel	ja		S. 33ff.
Infineon	ja		S. 177ff.
K+S	ja		S. 34ff.
Linde	ja		S. 21ff.
Lufthansa	ja		S. 18
Merck	ja		S. 153ff.
RWE	nein		S. 114
SAP	ja		S. 32f.
Siemens	ja		S. 129f.
ThyssenKrupp	ja		S. 18ff.
Volkswagen	ja		S. 60f.

Tabelle 35: Wertorientierte Anreizsysteme in den DAX-30 - Quellen

Tabelle 20

	Adidas		BASF		Bayer		Beiersdorf		BMW		Continental	
	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ
Gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl												
EBIT	S. 118	S. 1	S. 5, 24	S. U3	S. 153ff.	S. U3, 3, 54	S. 13, 20	S. U2, 22f.	S. 48	S. 4, 48f.	S. 70	S. 4, 90, 92
EBITaC			S. 26	S. U3, 26								
EBITDA	S. 128	S. 1	S. 23f.	S. U3	S. 171	S. U3	S. 56	S. 87			S. 98, 215	S. 4, 91f.
EBITDA angepasst					S. 3f., 57	S. U3, 3, 61						
EBT (Ergebnis vor Steuern)			S. 52f.	S. 49, 144		S. U3		S. 22, 42, 87	S. 15, 21	S. 4f.	S. 169	S. 96, 148
EVA	S. 118											
MVA												
NOPAT		S. 189		S. 219	S. 171	S. 170f., 228ff.	S. 24	S. 22, 50	S. 20ff.	S. 21	S. 175	
Wertbeitrag absolut											S. 70, 75, 245	S. 70
Wertbeitrag relativ												
Unternehmensspezifische Wertbeitragskennzahl	S. 118, 121										S. 70, 75, 245	S. 70
Cashflowbasierte Wertbeitragskennzahl												
CVA					S. 57, 173f.	S. 174						
Gewinnbasierte Rentabilität												
ROA												
ROACE												
ROCE									S. 20ff.	S. 20, 21, 28	S. 40, 75	S. 54, 70
ROCE-Spread												
ROE (Eigenkapitalrendite)	S. 219	S. 1, 248		S. U3, 226		S. 179			S. 20f., 67	S. 21, 28, 67		S. 120
ROI												
ROIC												
RONA												
ROOA												
ROS (Umsatzrendite)						S. 179	S. 13		S. 20f.	S. 47f., 58	S. 154	S. 98
Cashflowbasierte Rentabilität												
CFROI					S. 57, 173f.	S. 174, 223						
FCF	S. 54, 119		S. 53, 234	S. 52, 57		S. 179	S. 29	S. 29, 45	S. 200	S. 51, 58	S. 40f., 70	S. 4, 91
OCF	S. 118, 135	S. 1	S. 53, 57	S. 52	S. 175	S. 175	S. 55	S. 29	S. 201	S. 4, 196f.	S. 71	S. 99

Tabelle 36: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-A-C - Quellen

Tabelle 21

	Daimler		Deutsche Post		Deutsche Telekom		e.on		Fresenius		Fresenius Med. Care	
	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ
Gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl												
EBIT	S. 27, 79f.	S. 86f.	S. 31f., 36f.	S. 18, 48	S. 70	S. X4, 71	S. 45, 50	S. 41, 50	S. 45, 50, 64	S. U3, 6, 67	S. 63, 96	S. II, 48, 63
EBITaC												
EBITDA					S. 71, 79	S. X4, 71	S. 18, 20	S. 41, 45	S. 46	S. U3, 67	S. 67, 166	S. II, 48
EBITDA angepasst					S. 54, 79	S. X4, 56, 71						
EBT (Ergebnis vor Steuern)	S. 88, 209	S. 88, 186	S. 59, 73	S. 50, 135	S. 80, 235	S. 80, 81	S. 116	S. 41	S. 121	S. 67, 95	S. 248, 285	S. 65, 195
EVA												
IMVA												
NOPAT					S. 56, 71							
Wertbeitrag absolut	S. 79f., 90	S. 79, 90					S. 20, 45, 50	S. 41, 96	S. 165	S. 67, 72, 95	S. 50	S. 174, 195ff.
Wertbeitrag relativ												
Unternehmensspezifische Wertbeitragskennzahl			S. 31, 36f.	S. 50								
Cashflowbasierte Wertbeitragskennzahl												
CVA												
Gewinnbasierte Rentabilität												
ROA												
ROACE							S. 20, 45	S. 50				
ROCE					S. X3, 55, 70	S. X4, 71						
ROCE-Spread												
ROE (Eigenkapitalrendite)	S. 27, 80	S. 87	S. 43, 51	S. 18, 223					S. 38	S. U3, 75	S. 47, 289	S. 282
ROI												
ROIC												
RONA	S. 80, 260	S. 278							S. 46, 75	S. U3, 75	S. 47, 289	S. II, 47, 282
ROOA												
ROS (Umsatzrendite)	S. 79f.	S. 87	S. 33, 36	S. 18, 223					S. 46, 75, 83	S. U3, 75	S. 47, 289	S. 47, 282
Cashflowbasierte Rentabilität												
CFROI												
FCF	S. 80, 94	S. 94		S. 59	S. X2, 43, 55	S. X2, X4, 56	S. 43, 58	S. 100				S. 282
OCF	S. 93	S. 93	S. 31, 43, 51	S. 18, 52	S. 72, 87	S. X4, 86f.	S. 18, 20, 43	S. 34, 46	S. 45, 70	S. U3, 7, 65	S. 60, 68f.	S. II, 48, 166

Tabelle 37: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-D-F - Quellen

Tabelle 22

	HeidelbergCement		Henkel		Infineon		K+S		Linde		Lufthansa	
	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ
Gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl												
EBIT	S. 137, 203	S. 157, 164	S. 59, 89	S. 244	S. 280	S. 9, 35, 59	S. 2, 74	S. C, 72f.	S. 227	S. U2, 48		
EBITaC												
EBITDA	S. 76, 116	S. 76	S. 65, 177	S. 139, 151	S. 280	S. 59, 78	S. 2, 74	S. 22, 42	S. 48, 227	S. U2, 48		
EBITDA angepasst									S. 31	S. 30		
EBT (Ergebnis vor Steuern)	S. 52	S. 52f., 157	S. 60, 106	S. 211, 284	S. 156	S. 116	S. 115, 122	S. 51, 112	S. 51	S. 43, 47f., 52		
EVA			S. 54, 61	S. 61								
MVA												
NOPAT	S. 42, 52f.	S. 53, 157	S. 61	S. 61	S. 195	S. 59, 80, 114	S. 74	S. C, 51, 112	S. 30	S. 43, 133		
Wertbeitrag absolut												
Wertbeitrag relativ												
Unternehmensspezifische Wertbeitragskennzahl												
Cashflowbasierte Wertbeitragskennzahl												
CVA												
Gewinnbasierte Rentabilität												
ROA												
ROCE			S. 34, 61	S. 61, 109	S. U4, 281	S. 59, 80, 114	S. 2, 80f.	S. 22, 42, 50	S. C, 209			
ROCE-Spread	S. 42, 74											
ROE (Eigenkapitalrendite)		S. 74		S. 176	S. U4, 281		S. 80f., 180		S. 227	S. 53, 224		
ROI												
ROIC	S. 42, 74	S. 42, 74										
RONA												
ROOA												
ROS (Umsatzrendite)		S. 74	S. 54	S. 100, 109	S. 280		S. 79ff., 180	S. 247	S. 227	S. 224		
Cashflowbasierte Rentabilität												
CFROI												
FCF			S. 64, 162	S. 63f., 108	S. 25, 76ff.	S. 59	S. 2, 84, 86	S. 41, 66	S. 66	S. 51, 123	S. 42, 50ff.	
OCF	S. 69, 80	S. 70, 159	S. 65, 138	S. 63, 108	S. 25, 127ff.	S. 86	S. 2, 84, 86	S. 66	S. 66, 247	S. 29, 51, 129	S. U2, 51, 137	

Tabelle 38: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-H-L - Quellen

Tabelle 23

	Merck		RWE		SAP		Siemens		ThyssenKrupp		Volkswagen	
	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ	qualitativ	quantitativ
Gewinnbasierte Wertbeitragskennzahl												
EBIT	S. 87	S. 45, 82	S. 48, 65	S. 64, 72	S. 21, 86ff.	S. 85, 98, 110	S. 194, 262	S. 195	S. 19f., 37f.	S. U2, 39	S. 84, 94, 96	S. U3, 89
EBITaC												
EBITDA	S. 87	S. 45, 82	S. 17, 33, 65	S. 64f.					S. 200	S. U2, 39		S. U3, 104
EBITDA angepasst	S. 43f., 80	S. 45, 82					S. 85, 175f.	S. 88				
EBT (Ergebnis vor Steuern)		S. 180, 209	S. 71	S. 71f., 136	S. 83	S. 162	S. 193f., 348	S. 193	S. 23, 25	S. U2, 39, 178	S. 96	S. U3, 95, 99
EVA											S. 107	
MVA												
NOPAT	S. 46	S. 90, 180f.	S. 162	S. 102, 162	S. 187			S. 112, 179			S. 51, 87, 108	S. U3, 95, 106
Wertbeitrag absolut			S. 37, 67	S. 67, 69					S. 32, 35, 42	S. 42	S. 107	S. 108
Wertbeitrag relativ			S. 68	S. 67, 69								
Unternehmensspezifische Wertbeitragskennzahl	S. 43, 46						S. 177		S. 19f., 37	S. U2, 42		
Cashflowbasierte Wertbeitragskennzahl												
CVA												
Gewinnbasierte Rentabilität												
ROA												
ROACE												
ROCE	S. 43, 46		S. 67f.	S. 67, 69			S. 85, 175ff.	S. 88, 179	S. 19	S. U2, 39, 196		
ROCE-Spread												
ROE (Eigenkapitalrendite)				S. 234		S. 284	S. 176, 241	S. 179	S. 200	S. 195	S. 97, 260	S. U3, 46, 104
ROI											S. 51	S. U3, 84, 104
ROIc												
ROIa												
ROOA												
ROS (Umsatzrendite)	S. 229			S. 234							S. 49, 62, 150	S. U3, 96, 104
Cashflowbasierte Rentabilität												
CFROI												
FCF	S. 42, 44f.	S. 45, 81	S. 78	S. 77, 234	S. 89, 104	S. KL2, 89	S. 155, 157	S. 88, 200	S. V. 35, 38	S. U2, 39, 196		
OCF	S. 93, 242	S. 183, 239	S. 33, 77	S. 77, 139	S. 89, 103	S. 89, 106	S. 196, 200ff.	S. 200	S. 20	S. U2, 39, 196		S. U3, 89, 99f.

Tabelle 39: Veröffentlichte Kennzahlen DAX-Unternehmen-M-Z - Quellen

Fact Sheets

Zum Abschluss sollen dem Leser Fact Sheets mit wesentlichen Merkmalen der betrachteten Unternehmen an die Hand gegeben werden. Die Fact Sheets gliedern sich in Abschnitte mit generellen Informationen, den Aktienmarkt, Spitzenkennzahlen und Wertorientierung. Die Auflistung erfolgt in alphabetischer Reihenfolge.

Adidas AG	
Generelle Informationen	
Hauptsitz:	Herzogenaurach
Sektor:	Sportartikel
Rechnungslegungsstandard:	IFRS
Konzernumsatz (in Mio. €):	14.492
Bilanzsumme (in Mio. €):	11.599
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	50.728
Aktienmarkt	
Aktienkurs (29.12.2014):	56,54
52-Wochen-Hoch:	94,00
52-Wochen-Tief:	52,97
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	11,89
Spitzenkennzahlen	
	operativer Cashflow
	EVA
	CACC (Contribution after Capital Charge)
	operative Marge
Wertorientierung	
Höhe ROCE:	k.A.
Höhe Kapitalkostensatz:	kein einheitlicher Kapitalkostensatz
Quellen:	Adidas Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014b)

Abbildung 10: Fact Sheet Adidas AG

BASF SE

Generelle Informationen

Hauptsitz: Ludwigshafen
Sektor: Chemie
Rechnungslegungsstandard: IFRS / IAS

Konzernumsatz (in Mio. €): 73.973
Bilanzsumme (in Mio. €): 64.382
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 112.206

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 71,00
52-Wochen-Hoch: 88,26
52-Wochen-Tief: 64,10
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 64,95

Spitzenkennzahlen

EBIT
EBITaC
EBIT vor Sondereinflüssen

Wertorientierung

Höhe ROCE: k.A.
Höhe Kapitalkostensatz: 11,0 % nach Steuern

Quellen: BASF Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014c)

Abbildung 11: Fact Sheet BASF SE

Bayer AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: Leverkusen
Sektor: Chemie und Pharma
Rechnungslegungsstandard: IFRS / IAS

Konzernumsatz (in Mio. €): 40.157
Bilanzsumme (in Mio. €): 51.317
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 113.200

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 114,82
52-Wochen-Hoch: 121,28
52-Wochen-Tief: 89,71
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 95,14

Spitzenkennzahlen

CVA
CFROI
EBITDA vor Sondereinflüssen
EBITDA-Marge vor Sondereinflüssen
Brutto-Cashflow

Wertorientierung

Höhe ROCE: k.A.
Höhe Kapitalkostensatz: 7,6 % nach Steuern

Quellen: Bayer Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014d)

Abbildung 12: Fact Sheet Bayer AG

Beiersdorf AG	
Generelle Informationen	
Hauptsitz:	Hamburg
Sektor:	Konsumgüter
Rechnungslegungsstandard:	IFRS / IAS
Konzernumsatz (in Mio. €):	6.141
Bilanzsumme (in Mio. €):	5.798
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	16.708
Aktienmarkt	
Aktienkurs (29.12.2014):	68,25
52-Wochen-Hoch:	77,33
52-Wochen-Tief:	60,78
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	17,07
Spitzenkennzahlen	
	EBIT
	EBIT-Umsatzrendite
Wertorientierung	
Höhe ROCE:	k.A.
Höhe Kapitalkostensatz:	kein einheitlicher Diskontierungssatz
Quellen:	Beiersdorf Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014e)

Abbildung 13: Fact Sheet Beiersdorf AG

Bayerische Motoren Werke AG (BMW AG)

Generelle Informationen

Hauptsitz: München
Sektor: Automobil
Rechnungslegungsstandard: IFRS / IAS

Konzernumsatz (in Mio. €): 76.058
Bilanzsumme (in Mio. €): 138.368
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 110.351

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 90,47
52-Wochen-Hoch: 95,96
52-Wochen-Tief: 74,90
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 58,22

Spitzenkennzahlen

ROCE auf Segmentebene
EBIT-Marge auf Segmentebene
ROE auf Segmentebene

Wertorientierung

Höhe ROCE: auf Segmentebene
Höhe Kapitalkostensatz: 12,0 % vor Steuern

Quellen: BMW Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014f)

Abbildung 14: Fact Sheet BMW AG

Continental AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: Hannover
Sektor: Automobilzulieferer
Rechnungslegungsstandard: IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €): 33.331
Bilanzsumme (in Mio. €): 26.820,8
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 177.762

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 176,50
52-Wochen-Hoch: 183,20
52-Wochen-Tief: 136,80
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 34,90

Spitzenkennzahlen

CE
EBIT
EBIT-Marge
Free Cashflow
ROCE
CVC (Continental Value Contribution)

Wertorientierung

Höhe ROCE: 19,4 %
Höhe Kapitalkostensatz: 11,3 % vor Steuern

Quellen: Continental Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014g)

Abbildung 15: Fact Sheet Continental AG

Daimler AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: Stuttgart
Sektor: Automobil
Rechnungslegungsstandard: IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €): 117.982
Bilanzsumme (in Mio. €): 168.518
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 274.616

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 69,68
52-Wochen-Hoch: 71,25
52-Wochen-Tief: 55,21
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 74,42

Spitzenkennzahlen

Value Added
EBIT
Umsatzrendite
RONA
Free Cashflow

Wertorientierung

Höhe ROCE: k.A.
Höhe Kapitalkostensatz: 8,0 % nach Steuern

Quellen: Daimler Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014h)

Abbildung 16: Fact Sheet Daimler AG

Deutsche Post AG

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Bonn
Sektor:	Transport und Logistik
Rechnungslegungsstandard:	IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €):	55.085
Bilanzsumme (in Mio. €):	35.478
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	435.520

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	27,38
52-Wochen-Hoch:	28,45
52-Wochen-Tief:	21,70
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	33,08

Spitzenkennzahlen

EBIT
Umsatzrendite
EAC (EBIT after Asset Charge)
operativer Cashflow

Wertorientierung

Höhe ROCE:	k.A.
Höhe Kapitalkostensatz:	8,5 % nach Steuern

Quellen:	Deutsche Post Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014i)
----------	---

Abbildung 17: Fact Sheet Deutsche Post AG

Deutsche Telekom AG

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Bonn
Sektor:	Telekommunikation
Rechnungslegungsstandard:	IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €):	60.132
Bilanzsumme (in Mio. €):	118.148
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	228.600

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	13,50
52-Wochen-Hoch:	13,86
52-Wochen-Tief:	10,08
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	60,02

Spitzenkennzahlen

ROCE
Umsatz
EBIT
EBITDA
Free Cashflow

Wertorientierung

Höhe ROCE:	3,8 %
Höhe Kapitalkostensatz:	k.A.

Quellen:	Deutsche Telekom Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014j)
----------	--

Abbildung 18: Fact Sheet Deutsche Telekom AG

e.on SE	
Generelle Informationen	
Hauptsitz:	Düsseldorf
Sektor:	Energieversorger
Rechnungslegungsstandard:	IFRS
Konzernumsatz (in Mio. €):	122.450
Bilanzsumme (in Mio. €):	130.725
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	62.239
Aktienmarkt	
Aktienkurs (29.12.2014):	14,41
52-Wochen-Hoch:	15,47
52-Wochen-Tief:	12,25
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	28,84
Spitzenkennzahlen	
	EBITDA
	Verschuldungsgrad
	operativer Cashflow
	ROACE
	Wertbeitrag
Wertorientierung	
Höhe ROCE:	9,2 % (ROACE)
Höhe Kapitalkostensatz:	7,5 % vor Steuern
	5,5 % nach Steuern
Quellen:	e.on Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014k)

Abbildung 19: Fact Sheet e.on SE

Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Bad Homburg vor der Höhe
Sektor:	Medizintechnik
Rechnungslegungsstandard:	US-GAAP / IFRS

Konzernumsatz (in Mio. US\$):	14.610
Bilanzsumme (in Mio. US\$):	23.120
Anzahl der Mitarbeiter (Jahresdurchschnitt):	90.690

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	61,56
52-Wochen-Hoch:	61,92
52-Wochen-Tief:	46,79
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	18,57

Spitzenkennzahlen

ROIC
 ROOA
 ROE
 Umsatzerlöse
 EBIT
 EBIT-Marge
 Cashflow aus betrieblicher Geschäftstätigkeit in % der Umsatzerlöse
 Free Cashflow in % der Umsatzerlöse
 Verschuldungsgrad

Wertorientierung

Höhe ROCE:	k.A.
Höhe Kapitalkostensatz:	6,7 % nach Steuern

Quellen:	Fresenius Med. Care Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014I)
----------	---

Abbildung 20: Fact Sheet Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA

Fresenius SE & Co. KGaA

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Bad Homburg vor der Höhe
Sektor:	Medizintechnik
Rechnungslegungsstandard:	US-GAAP / IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €):	20.331
Bilanzsumme (in Mio. €):	32.758
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	178.337

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	43,54
52-Wochen-Hoch:	44,20
52-Wochen-Tief:	34,43
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	23,40

Spitzenkennzahlen

währungsbedingte Umsatzentwicklung
organisches Umsatzwachstum
EBIT
EBIT-Marge
operativer Cashflow
Cashflow-Marge
Verschuldungsgrad
ROOA
ROIC

Wertorientierung

Höhe ROCE:	k.A.
Höhe Kapitalkostensatz:	5,3 % nach Steuern

Quellen:	Fresenius Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014m)
----------	---

Abbildung 21: Fact Sheet Fresenius SE & Co. KGaA

HeidelbergCement AG

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Heidelberg
Sektor:	Baustoffe
Rechnungslegungsstandard:	IFRS / IAS

Konzernumsatz (in Mio. €):	13.936
Bilanzsumme (in Mio. €):	26.866
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	52.560

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	59,16
52-Wochen-Hoch:	68,00
52-Wochen-Tief:	48,50
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	11,04

Spitzenkennzahlen

operatives Ergebnis
ROCE
ROIC

Wertorientierung

Höhe ROCE:	k.A. (Ziel: 19-20 %)
Höhe Kapitalkostensatz:	8,7 % nach Steuern

Quellen:	HeidelbergCement Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014n)
----------	--

Abbildung 22: Fact Sheet HeidelbergCement AG

Henkel AG & Co. KGaA

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Düsseldorf
Sektor:	Konsumgüter
Rechnungslegungsstandard:	IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €):	16.355
Bilanzsumme (in Mio. €):	19.344
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	46.850

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	90,20
52-Wochen-Hoch:	90,68
52-Wochen-Tief:	72,02
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	36,79

Spitzenkennzahlen

EBIT
EVA
ROCE

Wertorientierung

Höhe ROCE:	20,5 %
Höhe Kapitalkostensatz:	8,0 % vor Steuern 5,5 % nach Steuern

Quellen:	Henkel Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014o)
----------	--

Abbildung 23: Fact Sheet Henkel AG & Co. KGaA

Infineon Technologies AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: Neubiberg / München
Sektor: Halbleitertechnologie
Rechnungslegungsstandard: IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €): 3.843
Bilanzsumme (in Mio. €): 5.905
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 26.725

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 8,77
52-Wochen-Hoch: 9,45
52-Wochen-Tief: 6,81
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 10,10

Spitzenkennzahlen

Segmentergebnis
Free Cashflow
ROCE
Segmentergebnis-Marge

Wertorientierung

Höhe ROCE: 14,1 %
Höhe Kapitalkostensatz: 17,7 % vor Steuern
12,3 % nach Steuern

Quellen: Infineon Technologies Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014p)

Abbildung 24: Fact Sheet Infineon Technologies AG

K+S AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: Kassel
Sektor: Chemie
Rechnungslegungsstandard: IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €): 3.950,4
Bilanzsumme (in Mio. €): 7.498,2
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 14.421

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 23,19
52-Wochen-Hoch: 27,21
52-Wochen-Tief: 19,19
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 4,46

Spitzenkennzahlen

EBITDA
operatives Ergebnis EBIT I
Investitionen
Free Cashflow
ROCE
bereinigtes Konzernergebnis nach Steuern

Wertorientierung

Höhe ROCE: 15,2 %
Höhe Kapitalkostensatz: 8,2 % vor Steuern
6,2 % nach Steuern

Quellen: K+S Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014q)

Abbildung 25: Fact Sheet K+S AG

Linde AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: München
Sektor: Industriegase und Anlagenbau
Rechnungslegungsstandard: IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €): 16.655
Bilanzsumme (in Mio. €): 32.749
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 63.487

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 156,00
52-Wochen-Hoch: 158,05
52-Wochen-Tief: 137,95
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 28,66

Spitzenkennzahlen

Konzernumsatz
EBITDA
ROCE
operativer Cashflow
Auftragseingang
EPS

Wertorientierung

Höhe ROCE: 9,7 %
Höhe Kapitalkostensatz: differenzierte Kapitalkostensätze

Quellen: Linde Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014r)

Abbildung 26: Fact Sheet Linde AG

Lufthansa AG

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Köln
Sektor:	Luftfahrt
Rechnungslegungsstandard:	IFRS
Konzernumsatz (in Mio. €):	30.028
Bilanzsumme (in Mio. €):	29.084
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	118.214

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	13,80
52-Wochen-Hoch:	20,27
52-Wochen-Tief:	10,70
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	6,40

Spitzenkennzahlen

CVA
Wertbeitrag
EBITDAplus

Wertorientierung

Höhe ROCE:	k.A.
Höhe Kapitalkostensatz:	6,2 % nach Steuern

Quellen:	Lufthansa Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014s)
----------	---

Abbildung 27: Fact Sheet Lufthansa AG

Merck KGaA

Generelle Informationen

Hauptsitz: Darmstadt
Sektor: Chemie und Pharma
Rechnungslegungsstandard: IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €): 10.700,1
Bilanzsumme (in Mio. €): 20.818,6
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 38.154

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 79,06
52-Wochen-Hoch: 80,65
52-Wochen-Tief: 56,07
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 10,14

Spitzenkennzahlen

EBITDA vor Sondereinflüssen
Umsatzerlöse
Business Free Cashflow
Kapitalwert
ROCE
MEVA (Merck Value Added)
EPS

Wertorientierung

Höhe ROCE: k.A.
Höhe Kapitalkostensatz: 7,0 % nach Steuern

Quellen: Merck Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014t)

Abbildung 28: Fact Sheet Merck KGaA

RWE AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: Essen
Sektor: Energieversorger
Rechnungslegungsstandard: IFRS / IAS

Konzernumsatz (in Mio. €): 54.070
Bilanzsumme (in Mio. €): 81.119
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 66.341

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 26,20
52-Wochen-Hoch: 32,97
52-Wochen-Tief: 24,75
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 15,90

Spitzenkennzahlen

ROCE
relativer Wertbeitrag
absoluter Wertbeitrag

Wertorientierung

Höhe ROCE: 10,8 %
Höhe Kapitalkostensatz: 9,0 % vor Steuern
6,3 % nach Steuern

Quellen: RWE Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014u)

Abbildung 29: Fact Sheet RWE AG

SAP AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: Walldorf
Sektor: Software
Rechnungslegungsstandard: IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €): 16.815
Bilanzsumme (in Mio. €): 27.094
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): 66.572

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 58,61
52-Wochen-Hoch: 63,00
52-Wochen-Tief: 50,16
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 71,30

Spitzenkennzahlen

Betriebsergebnis
Umsatz
operative Aufwendungen
operative Marge
Free Cashflow

Wertorientierung

Höhe ROCE: k.A.
Höhe Kapitalkostensatz: differenzierte Kapitalkostensätze

Quellen: SAP Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014v)

Abbildung 30: Fact Sheet SAP AG

Siemens AG

Generelle Informationen

Hauptsitz: München
Sektor: Elektrotechnik
Rechnungslegungsstandard: IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €): 75.882
Bilanzsumme (in Mio. €): 101.936
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ): ~ 367.000

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014): 94,68
52-Wochen-Hoch: 101,24
52-Wochen-Tief: 80,30
Marktkapitalisierung (in Mrd. €): 83,09

Spitzenkennzahlen

Wachstum der Umsatzerlöse
EBITDA auf Sektorebene
ROCE (angepasst)
ROE
GWB (Geschäftswertbeitrag)

Wertorientierung

Höhe ROCE: auf Segmentebene
Höhe Kapitalkostensatz: 7,5 % nach Steuern

Quellen: Siemens Geschäftsbericht 2013
Finanzen.net (2014w)

Abbildung 31: Fact Sheet Siemens AG

ThyssenKrupp AG

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Essen
Sektor:	Stahl
Rechnungslegungsstandard:	IFRS
Konzernumsatz (in Mio. €):	39.782
Bilanzsumme (in Mio. €):	35.304
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	156.856

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	21,48
52-Wochen-Hoch:	22,77
52-Wochen-Tief:	16,90
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	12,12

Spitzenkennzahlen

Cashflow
EBIT
bereinigtes EBIT
Umsatzrendite
Kapitalrendite
TKVA (ThyssenKrupp Value Added)

Wertorientierung

Höhe ROCE:	-3,7 %
Höhe Kapitalkostensatz:	9,0 % nach Steuern

Quellen:	ThyssenKrupp Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014x)
----------	--

Abbildung 32: Fact Sheet ThyssenKrupp AG

Volkswagen AG

Generelle Informationen

Hauptsitz:	Wolfsburg
Sektor:	Automobil
Rechnungslegungsstandard:	IFRS

Konzernumsatz (in Mio. €):	197.007
Bilanzsumme (in Mio. €):	324.333
Anzahl der Mitarbeiter (Ende des GJ):	572.800

Aktienmarkt

Aktienkurs (29.12.2014):	186,40
52-Wochen-Hoch:	205,20
52-Wochen-Tief:	147,94
Marktkapitalisierung (in Mrd. €):	88,20

Spitzenkennzahlen

- Auslieferungen an Kunden
- Umsatzerlöse
- operatives Ergebnis
- operative Rendite
- Sachinvestitionsquote im Konzernbereich Automobile
- Netto-Cashflow im Konzernbereich Automobile
- Kapitalrendite (ROI) im Konzernbereich Automobile

Wertorientierung

Höhe ROCE:	k.A.
Höhe Kapitalkostensatz:	8,3 % nach Steuern

Quellen:	Volkswagen Geschäftsbericht 2013 Finanzen.net (2014y)
----------	--

Abbildung 33: Fact Sheet Volkswagen AG

Literaturverzeichnis

Geschäfts- & Nachhaltigkeitsberichte:

Adidas AG:

Homepage der Adidas AG: Nachhaltigkeitsberichte. <http://www.adidas-group.com/de/nachhaltigkeit/berichte-policies-und-daten/nachhaltigkeitsberichte/#/2000/>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Adidas_Nachhaltigkeitsberichte.pdf

Geschäftsbericht 2013: http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2014/03/05/adidas-group_gb_2013_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: adidas-group_gb_2013_de.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2013: http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2014/04/14/2013_sustainability_progress_report_fair_play_final_en.pdf, Abruf am 07.12.2014, Datei: 2013_sustainability_progress_report_fair_play_final_en.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2013/09/25/adidas_gb_2012_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: adidas_gb_2012_de.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2013/07/31/gb_2011_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2011_de.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2013/07/31/gb_2010_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2010_de.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2013/09/26/gb_2009_de_new.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2009_de_new.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2013/07/31/gb_2008_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2008_de.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2013/07/31/gb_2007_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2007_de.pdf

BASF SE:

Geschäftsbericht 2013: https://www.basf.com/documents/corp/de/about-us/publications/reports/2014/BASF_Bericht_2013.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: BASF_Bericht_2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: https://www.basf.com/documents/corp/de/about-us/publications/reports/2013/BASF_Bericht_2012.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: BASF_Bericht_2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: https://www.basf.com/documents/corp/de/about-us/publications/reports/2012/BASF_Bericht_2011.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: BASF_Bericht_2011.pdf

Geschäftsbericht 2010: https://www.basf.com/documents/corp/de/about-us/publications/reports/2011/BASF_Bericht_2010.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: BASF_Bericht_2010.pdf

Geschäftsbericht 2009: https://www.basf.com/documents/corp/de/about-us/publications/reports/2010/BASF_Bericht_2009.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: BASF_Bericht_2009.pdf

Geschäftsbericht 2008: https://www.basf.com/documents/corp/de/about-us/publications/reports/2009/BASF_Bericht_2008.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: BASF_Bericht_2008.pdf

Geschäftsbericht 2007: https://www.basf.com/documents/corp/de/about-us/publications/reports/2008/BASF_Bericht_2007.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: BASF_Bericht_2007.pdf

Bayer AG:

Geschäftsbericht 2013: <http://www.geschaeftsbericht2013.bayer.de/de/bayer-geschaeftsbericht-erweiterte-fassung-2013.pdf?forced=true>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: bayer-geschaeftsbericht-erweiterte-fassung-2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: <http://www.geschaeftsbericht2012.bayer.de/de/bayer-geschaeftsbericht-2012.pdf?forced=true>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: bayer-geschaeftsbericht-2012.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2012: <http://www.nachhaltigkeit2012.bayer.de/de/Nachhaltigkeitsbericht-2012.pdf?forced=true>, Abruf am 07.12.2014,

Datei: Nachhaltigkeitsbericht-2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: <http://www.geschaeftsbericht2011.bayer.de/de/bayer-geschaeftsbericht-2011.pdf?forced=true>, Abruf am 06.10.2014,

Datei: bayer-geschaeftsbericht-2011.pdf

Geschäftsbericht 2010: <http://www.bayer.de/de/gb-2010.pdf?forced=true>, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb-2010.pdf

Geschäftsbericht 2009: <http://www.bayer.de/de/gb-2009.pdf?forced=true>, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb-2009.pdf

Geschäftsbericht 2008: <http://www.bayer.de/de/gb-2008.pdf?forced=true>, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb-2008.pdf

Geschäftsbericht 2007: <http://www.bayer.de/de/gb-2007.pdf?forced=true>, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb-2007.pdf

Beiersdorf AG:

Geschäftsbericht 2013: <http://assets.beiersdorf.de/~media/Beiersdorf/local/de/investors/financial-reports/2013/Beiersdorf-Geschaeftsbericht-2013-DE.pdf?download=true>, Abruf am 06.10.2014,

Datei: Beiersdorf-Geschaeftsbericht-2013-DE.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2013: http://assets.beiersdorf.de/~media/Beiersdorf/local/de/sustainability/Unsere%20Verantwortung/Download%20Area/2013/Beiersdorf_Nachhaltigkeitsbericht_2013_4-23.pdf?download=true, Abruf am 07.12.2014, Datei: Beiersdorf_Nachhaltigkeitsbericht_2013_4-23.pdf

Geschäftsbericht 2012: <http://assets.beiersdorf.de/~media/Beiersdorf/local/de/investors/financial-reports/2012/Beiersdorf-GB-2012-DE.pdf?download=true>, Abruf am 06.10.2014, Datei: Beiersdorf-GB-2012-DE.pdf

Geschäftsbericht 2011: <http://assets.beiersdorf.de/~media/Beiersdorf/local/de/investors/financial-reports/2011/BDF-GB2011-DE.pdf?download=true>, Abruf am 06.10.2014, Datei: BDF-GB2011-DE.pdf

Geschäftsbericht 2010: <http://assets.beiersdorf.de/~media/Beiersdorf/local/de/investors/financial-reports/2010/BDF-GB-2010-DE.pdf?download=true>, Abruf am 06.10.2014, Datei: BDF-GB-2010-DE.pdf

Geschäftsbericht 2009: <http://assets.beiersdorf.de/~media/Beiersdorf/local/de/investors/financial-reports/2009/Beiersdorf-Geschaeftsbericht-2009.pdf?download=true>, Abruf am 06.10.2014, Datei: Beiersdorf-Geschaeftsbericht-2009.pdf

BMW AG:

Geschäftsbericht 2013: http://www.bmwgroup.com/bmwgroup_prod/d/0_0_www_bmwgroup_com/investor_relations/finanzberichte/geschaeftsberichte/2013/_pdf/geschaeftsbericht2013.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: geschaeftsbericht2013.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2013: http://www.bmwgroup.com/com/de/_common/pdf/BMW_Group_SVR2013_DE.pdf, Abruf am 07.12.2014, Datei: BMW_Group_SVR2013_DE.pdf

Geschäftsbericht 2012: <http://geschaeftsbericht2012.bmwgroup.com/bmwgroup/annual/2012/gb/German/pdf/bericht2012.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: bericht2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: <http://geschaeftsbericht2011.bmwgroup.com/bmwgroup/annual/2011/gb/German/pdf/bericht2011.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: bericht2011.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.bmwgroup.com/bmwgroup_prod/d/0_0_www_bmwgroup_com/investor_relations/finanzberichte/_pdf/BMW_Group_GB2010.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: BMW_Group_GB2010.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.bmwgroup.com/bmwgroup_prod/d/0_0_www_bmwgroup_com/investor_relations/finanzberichte/_pdf/BMW_Group_2009.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: BMW_Group_2009.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.bmwgroup.com/geschaeftsbericht2008/_downloads/BMW_Group_2008.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: BMW_Group_2008.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.bmwgroup.com/bmwgroup_prod/publikationen/d/2007/pdf/BMW_Group_Geschaeftsbericht_voll_2007.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: BMW_Group_Geschaeftsbericht_voll_2007.pdf

Continental AG:

Geschäftsbericht 2013: http://www.continental-corporation.com/www/download/portal_com_de/themen/ir/finanzberichte/download_download_channel/gb2013_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb2013_de.pdf

GRI-Bericht 2013: http://www.continental-corporation.com/www/download/csr_com_de/themen/downloads/download/gri_bericht_2013_de.pdf, Abruf am 07.12.2014, Datei: gri_bericht_2013_de.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.continental-corporation.com/www/download/portal_com_de/themen/ir/finanzberichte/download_download_channel/gb_2012_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2012_de.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.continental-corporation.com/www/download/portal_com_de/themen/ir/finanzberichte/archiv/download/gb_2011_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2011_de.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.continental-corporation.com/www/download/portal_com_de/themen/ir/finanzberichte/archiv/download/gb2010_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb2010_de.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.continental-corporation.com/www/download/portal_com_de/themen/ir/finanzberichte/archiv/download/gb_2009_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2009_de.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.continental-corporation.com/www/download/portal_com_de/themen/ir/finanzberichte/archiv/download/gb_2008_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2008_de.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.continental-corporation.com/www/download/portal_com_de/themen/ir/finanzberichte/archiv/download/gb_2007_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: gb_2007_de.pdf

Daimler AG:

Geschäftsbericht 2013: http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2432178_Daimler_2013_Geschaeftsbericht.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2432178_Daimler_2013_Geschaeftsbericht.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2013: http://nachhaltigkeit.daimler.com/daimler/annual/2014/nb/German/pdf/Nachhaltigkeitsbericht_2013.pdf, Abruf am 07.12.2014,
Datei: Nachhaltigkeitsbericht_2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2287151_Daimler_Geschaeftsbericht_2012.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2287151_Daimler_Geschaeftsbericht_2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2125318_Daimler_2011_Gesch__ftsbericht.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2125318_Daimler_2011_Gesch__ftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1985488_Daimler_Geschaeftsbericht_2010.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 1985488_Daimler_Geschaeftsbericht_2010.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1813320_DAI_2009_Geschaeftsbericht.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 1813320_DAI_2009_Geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1677322_DAI_2008_Geschaeftsbericht.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 1677322_DAI_2008_Geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1488193_DAI_2007_Geschaeftsbericht.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 1488193_DAI_2007_Geschaeftsbericht.pdf

Deutsche Börse AG:

Geschäftsbericht 2013: http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/de/listcontent/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/12_db_annual_reports/2013/Annual_Report_2013.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: Annual_Report_2013.pdf

Deutsche Post AG:

Bericht zur Unternehmensverantwortung 2013: http://cr-bericht2013.dpdhl.com/?tx_nedownloadcenter_downloadcenter%5BchapterId%5D=15&tx_nedownloadcenter_downloadcenter%5Baction%5D=download&tx_nedownloadcenter_downloadcenter%5Bcontroller%5D=DownloadCenter&cHash=e57d886ac7b41881f04ace9904310635, Abruf am 07.12.2014,

Datei: dpdhl-bericht-unternehmensverantwortung-2013.pdf

Geschäftsbericht 2013: http://www.dpdhl.com/content/dam/Investoren/Veranstaltungen/Reporting/2014/DPDHL_Geschaeftsbericht_2013.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: DPDHL_Geschaeftsbericht_2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.dpdhl.com/content/dam/Investoren/Veranstaltungen/Reporting/2013/DPDHL_Geschaeftsbericht_2012.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: DPDHL_Geschaeftsbericht_2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.dpdhl.com/content/dam/Investoren/Publikationen/Geschaeftsberichte/DPDHL_Geschaeftsbericht_2011.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: DPDHL_Geschaeftsbericht_2011.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.dpdhl.com/content/dam/Investoren/Publikationen/DPDHL_Geschaeftsbericht_2010.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: DPDHL_Geschaeftsbericht_2010.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.dpdhl.com/content/dam/Investoren/Publikationen/Geschaeftsberichte/DPDHL_Geschaeftsbericht_2009.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: DPDHL_Geschaeftsbericht_2009.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.dpdhl.com/content/dam/Investoren/Publikationen/Geschaeftsberichte/DPWN_Geschaeftsbericht_2008.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: DPWN_Geschaeftsbericht_2008.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.dpdhl.com/content/dam/dpdhl/investoren/de/investoren/publikationen/archiv/2007/finanzpublikationen/dpwn_annual_report_2007_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: dpwn_annual_report_2007_de.pdf

Deutsche Telekom AG:

Homepage der Deutschen Telekom AG: <http://www.telekom.com/verantwortung>, Abruf am 30.12.2014, Datei: Deutsche_Telekom_Nachhaltigkeit.pdf

Geschäftsbericht 2013: <http://www.telekom.com/static/-/216642/10/140306-q4-13-pdf-si>, Abruf am 06.10.2014, Datei: DT_13Q4_Geschäftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2012: <http://www.telekom.com/static/-/173410/13/130228-q4-12-pdf-si>, Abruf am 06.10.2014, Datei: Gesamtjahresergebnisse_DT_2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: <http://www.telekom.com/static/-/102686/13/120223-gb11-pdf-si>, Abruf am 06.10.2014, Datei: geschaeftsbericht_2011.pdf

Geschäftsbericht 2010: <http://www.telekom.com/static/-/4138/1/110225-gb10-pdf-si>, Abruf am 06.10.2014, Datei: DTAG_GB10_D_Gesamt_1.3.11.pdf

Geschäftsbericht 2009: <http://www.telekom.com/static/-/8706/2/gb-2009-si>, Abruf am 06.10.2014, Datei: deutsche_telekom_gb_2009.pdf

Geschäftsbericht 2008: <http://www.telekom.com/static/-/8602/2/2008-gb-pdf-download-si>, Abruf am 06.10.2014, Datei: 090227_dtag_gb_2008.pdf

Geschäftsbericht 2007: <http://www.telekom.com/static/-/25316/1/2007-gb-pdf-download-si>, Abruf am 06.10.2014, Datei: 080304_dtag_gb_2007.pdf

e.on SE:

Geschäftsbericht 2013: http://www.eon.com/content/dam/eon-com/ueber-uns/publications/GB_2013_D_eon.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_2013_D_eon.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2013: http://www.eon.com/content/dam/eon-com/Nachhaltigkeit/CS-Bericht_2013/Downloads/E.ON_Nachhaltigkeitsbericht_2013.pdf, Abruf am 07.12.2014, Datei: E.ON_Nachhaltigkeitsbericht_2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.eon.com/content/dam/eon-com/ueber-uns/GB_2012_D_eon.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_2012_D_eon.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.eon.com/content/dam/eon-com/de/downloads/e/E.ON_Geschaeftsbericht_2011_.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: E.ON_Geschaeftsbericht_2011_.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.eon.com/content/dam/eon-com/de/downloads/2/2010_E.ON_Geschaeftsbericht.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: 2010_E.ON_Geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.eon.com/content/dam/eon-com/de/downloads/e/E.ON_Finanzbericht_2009_DE.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: E.ON_Finanzbericht_2009_DE.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.eon.com/content/dam/eon-com/de/downloads/e/EON_FB_D_2008_.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: EON_FB_D_2008_.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.eon.com/content/dam/eon-com/de/downloads/e/EON_Geschaeftsbericht_2007.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: EON_Geschaeftsbericht_2007.pdf

Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA:

Geschäftsbericht 2013: http://www.fmc-ag.de/files/FMC_Geschaeftsbericht_2013_de.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: FMC_Geschaeftsbericht_2013_de.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.fmc-ag.de/files/FMC_Geschaeftsbericht_2012_de.pdf, Abruf am 06.10.2014,
Datei: FMC_Geschaeftsbericht_2012_de.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.fmc-ag.de/files/GB2011_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB2011_de.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.fmc-ag.de/files/GB2010_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB2010_de.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.fmc-ag.de/files/GB09_DE.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB09_DE.pdf

Fresenius SE & Co. KGaA:

Geschäftsbericht 2013: http://www.fresenius.de/documents/GB_deutsch_US_GAAP_2013.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_deutsch_US_GAAP_2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.fresenius.de/documents/GB_deutsch_US_GAAP_2012.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_deutsch_US_GAAP_2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.fresenius.de/documents/F_GB11_2011_d_Internet.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: F_GB11_2011_d_Internet.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.fresenius.de/documents/GB_2010_d.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_2010_d.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.fresenius.de/documents/Geschaeftsbericht_2009_d.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: Geschaeftsbericht_2009_d.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.fresenius.de/documents/GB_deutsch_US_GAAP_2008_geschuetzt.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_deutsch_US_GAAP_2008_geschuetzt.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.fresenius.de/documents/GB_deutsch_US_GAAP_2007_geschuetzt.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_deutsch_US_GAAP_2007_geschuetzt.pdf

HeidelbergCement AG:

Geschäftsbericht 2013: http://www.heidelbergcement.com/NR/rdonlyres/5BEE9A22-A413-4FB6-AE2E-D49AEA9000E0/0/Geschaeftsbericht_2013_DE_WebLinks_10042014.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: Geschaeftsbericht_2013_DE_WebLinks_10042014.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.heidelbergcement.com/NR/rdonlyres/A2B624A9-6F95-4B35-A8EF-49ABDA4DA540/0/Geschaeftsbericht_2012_web.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: Geschaeftsbericht_2012_web.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2011/2012: http://www.heidelbergcement.com/de/system/files_force/assets/document/10/8f/nachhaltigkeitsbericht_2011_2012.pdf?download=1, Abruf am 07.12.2014, Datei: nachhaltigkeitsbericht_2011_2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.heidelbergcement.com/NR/rdonlyres/66E1302E-2E29-4AD1-8E3D-C42D166108AF/0/GB_2011_D_WebLinks.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_2011_D_WebLinks.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.heidelbergcement.com/NR/rdonlyres/ED49907C-5FEC-4ABF-8B25-6724765D1F9C/0/GB_2010_deutsch.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_2010_deutsch.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.heidelbergcement.com/NR/rdonlyres/D0DD79DB-B24D-45E6-8FC0-73508C4F9AA8/0/GB_2009_D_310310.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_2009_D_310310.pdf

Henkel AG & Co. KGaA:

Geschäftsbericht 2013: <http://www.henkel.de/blob/19318/c29b79513a66f57fc9c37fb6cb68ecea/data/2013-geschaeftsbericht.pdf>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2013-geschaeftsbericht.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2013: http://nachhaltigkeitsbericht.henkel.de/fileadmin/mpm_data/NB_2013_PDFs/Henkel_NB2013_de.pdf, Abruf am 07.12.2014,
Datei: Henkel_NB2013_de.pdf

Geschäftsbericht 2012: <http://www.henkel.de/blob/19322/9bf44a4b9728dfab3f937c486c1907cc/data/2012-geschaeftsbericht.pdf>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2012-geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2011: <http://www.henkel.de/blob/19342/6182ea43c7006b1f4961990ce99857b1/data/2011-geschaeftsbericht.pdf>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2011-geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2010: <http://www.henkel.de/blob/19864/696eb7265fcf8574de5cdb06f687c927/data/2010-geschaeftsbericht.pdf>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2010-geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2009: <http://www.henkel.de/blob/19452/384a01d80ed694fa72099734f7ea41bc/data/2009-geschaeftsbericht.pdf>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2009-geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2008: <http://www.henkel.de/blob/19686/50b6b5d985a0a182aefbf907b80ce99c/data/2008-geschaeftsbericht.pdf>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2008-geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2007: <http://www.henkel.de/blob/19934/8a15291e4f73f60b172031867a188dc8/data/2007-geschaeftsbericht.pdf>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: 2007-geschaeftsbericht.pdf

Infineon Technologies AG:

Geschäftsbericht 2013: <http://www.infineon.com/dgdl?folderId=db3a3043429a38690142a45dfa551095&fileId=db3a304342e8be2c0142fc6fd2054f22>, Abruf am 06.10.2014, Datei: Infineon-GB2013_D.pdf

Geschäftsbericht 2012: <http://www.infineon.com/dgdl?folderId=db3a30433b47825b013b4d4bda8c1a55&fileId=db3a30433b92f0e8013b98a551e91604>, Abruf am 06.10.2014, Datei: Infineon-GB2012-D.pdf

Geschäftsbericht 2011: <http://www.infineon.com/dgdl?folderId=db3a304333b8a7ca0133fe9f26cf7458&fileId=db3a3043345a30bc0134609351653272>, Abruf am 06.10.2014, Datei: Infineon-GB11-DE.pdf

Geschäftsbericht 2010: <http://www.infineon.com/cms/dgdl?folderId=db3a30432c64a60d012c87eb39c072e9&fileId=db3a30432d081e66012d0e74cb9e35f8>, Abruf am 06.10.2014, Datei: IFX_GB2010_d.pdf

Geschäftsbericht 2009: <http://www.infineon.com/cms/dgdl?folderId=db3a304325305e6d01256ed6eee529be&fileId=db3a304325305e6d01257d56dc3b0cc2>, Abruf am 06.10.2014, Datei: 2009_jahresbericht_d.pdf

Geschäftsbericht 2008: <http://www.infineon.com/dgdl?folderId=db3a30431ddc9372011e4aec785771d7&fileId=db3a30431ed1d7b2011f136869de0b09>, Abruf am 06.10.2014, Datei: 2008_jahresbericht_d.pdf

Geschäftsbericht 2007: <http://www.infineon.com/dgdl?folderId=db3a30431689f4420116b5cfff3e06de&fileId=db3a30431689f4420116d3525f750c39>, Abruf am 06.10.2014, Datei: 2007_Jahresbericht_d.pdf

K+S AG:

Geschäftsbericht 2013: <http://www.k-plus-s.com/de/pdf/2013/fb2013.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: fb2013.pdf

Unternehmens- und Nachhaltigkeitsbericht 2013: <http://www.k-plus-s.com/de/pdf/2013/ub2013.pdf>, Abruf am 07.12.2014, Datei: ub2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: <http://www.k-plus-s.com/de/pdf/2012/fb2012.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: fb2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: <http://www.k-plus-s.com/de/pdf/2011/fb2011.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: fb2011.pdf

Geschäftsbericht 2010: <http://www.k-plus-s.com/de/pdf/2010/fb2010.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: fb2010.pdf

Geschäftsbericht 2009: <http://www.k-plus-s.com/de/pdf/2009/fb2009.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: fb2009.pdf

Linde AG:

Geschäftsbericht 2013: http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegroup.global/de/images/The_Annual_Report_de16_117478.zip, Abruf am 06.10.2014, Datei: Linde_Finanzbericht2013.pdf

Homepage der Linde AG: <http://corporateresponsibility.linde.de/cr-bericht/2013/serviceseiten/willkommen.html>, Abruf am 30.12.2014, Datei: Linde_Nachhaltigkeit.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegroup.global/de/images/The_Annual_Report_de16_87171.zip, Abruf am 06.10.2014, Datei: Financial_Report_de.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegroup.global/de/images/TLG_Annual_Report_2011_DE16_55552.zip, Abruf am 06.10.2014, Datei: TLG_Financial_Report_2011_DE.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegroup.global/de/images/ANNUAL%20REPORT_D_10_11030816_16919.zip, Abruf am 06.10.2014, Datei: TLG_10_D_FINANZBERICHT_110314.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegroup.global/de/images/tlg_geschaeftsbericht_200916_7721.zip, Abruf am 06.10.2014, Datei: tlg_finanzbericht_2009.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegroup.global/de/images/tlg_geschaeftsbericht_200816_7730.zip, Abruf am 06.10.2014, Datei: tlg_finanzbericht_2008.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegroup.global/de/images/tlg_geschaeftsbericht_200716_7731.zip, Abruf am 06.10.2014, Datei: TLG_Finanzbericht_dt.pdf

Lufthansa AG:

Nachhaltigkeitsbericht 2014: <http://www.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/LH-Nachhaltigkeitsbericht-2014.pdf>, Abruf am 07.12.2014, Datei: LH-Nachhaltigkeitsbericht-2014.pdf

Geschäftsbericht 2013: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/finanzberichte/geschaeftsberichte/LH-GB-2013-d.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: LH-GB-2013-d.pdf

Geschäftsbericht 2012: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/finanzberichte/geschaeftsberichte/LH-GB-2012-d.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: LH-GB-2012-d.pdf

Geschäftsbericht 2011: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/finanzberichte/geschaeftsberichte/LH-GB-2011-d.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: LH-GB-2011-d.pdf

Geschäftsbericht 2010: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/finanzberichte/geschaeftsberichte/LH-GB-2010-d.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: LH-GB-2010-d.pdf

Geschäftsbericht 2009: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/finanzberichte/geschaeftsberichte/LH-GB-2009-d.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: LH-GB-2009-d.pdf

Geschäftsbericht 2008: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/finanzberichte/geschaeftsberichte/LH-GB-2008-d.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: LH-GB-2008-d.pdf

Geschäftsbericht 2007: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/finanzberichte/geschaeftsberichte/LH-GB-2007-d.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: LH-GB-2007-d.pdf

Merck KGaA:

Geschäftsbericht 2013: http://www.merck.de/company.merck.de/de/images/2013_AnnualReport_DE_tcm1613_121351.pdf?Version=, Abruf am 06.10.2014, Datei: 2013_AnnualReport_DE_tcm1613_121351.pdf

Corporate Responsibility Bericht 2012: http://berichte.merck.de/2012/cr-bericht/serviceseiten/downloads/files/gesamt_merck_crb12.pdf, Abruf am 07.12.2014, Datei: gesamt_merck_crb12.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.merck.de/company.merck.de/de/images/Q4_2012_Annual_Report2_DE_tcm1613_105641.pdf?Version=, Abruf am 06.10.2014, Datei: Q4_2012_Annual_Report2_DE_tcm1613_105641.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.merck.de/company.merck.de/de/images/Merck_Geschaeftsbericht_2011_DE_tcm1613_87112.pdf?Version=, Abruf am 06.10.2014, Datei: Merck_Geschaeftsbericht_2011_DE_tcm1613_87112.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.merck.de/company.merck.de/de/images/Merck_Geschaeftsbericht_2010_DE_tcm1613_72053.pdf?Version=, Abruf am 06.10.2014, Datei: Merck_Geschaeftsbericht_2010_DE_tcm1613_72053.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.merck.de/company.merck.de/de/images/Merck_Geschaeftsbericht_2009_DE_tcm1613_72051.pdf?Version=, Abruf am 06.10.2014, Datei: Merck_Geschaeftsbericht_2009_DE_tcm1613_72051.pdf

RWE AG:

Corporate Responsibility Bericht 2013: <http://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/2368902/data/179662/7/rwe/verantwortung/CR-Bericht-2013.pdf>, Abruf am 07.12.2014, Datei: CR-Bericht 2013.pdf

Geschäftsbericht 2013: <https://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/2320250/data/110822/4/rwe/investor-relations/berichte/RWE-Geschaeftsbericht-2013.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: RWE-Geschaeftsbericht-2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: <https://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/1838518/data/1403032/8/rwe/investor-relations/berichte/2012/RWE-Geschaeftsbericht-2012.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: RWE-Geschaeftsbericht-2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: <https://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/1299142/data/634422/9/rwe/investor-relations/berichte/2011/RWE-Geschaeftsbericht-2011.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: RWE-Geschaeftsbericht-2011.pdf

Geschäftsbericht 2010: <https://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/543514/data/414532/4/rwe/investor-relations/berichte/2010/RWE-Geschaeftsbericht-2010.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: RWE-Geschaeftsbericht-2010.pdf

Geschäftsbericht 2009: <https://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/387726/data/239998/5/rwe/investor-relations/berichte/2009/Geschaeftsbericht-2009-PDF-Download-.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: Geschaeftsbericht 2009 (PDF-Download).pdf

Geschäftsbericht 2008: <https://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/204578/data/280318/1/rwe/investor-relations/berichte/2008/Geschaeftsbericht-2008-PDF-Download-.pdf>, Abruf am 06.10.2014,
Datei: Geschaeftsbericht-2008-PDF-Download-.pdf

Geschäftsbericht 2007: <https://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/114616/data/280350/3/rwe/investor-relations/berichte/2007/de-geschaeftsbericht-2007.pdf>, Abruf am 06.10.2014, Datei: de-geschaeftsbericht-2007.pdf

SAP AG:

Homepage der SAP AG: Transparenz durch Nachhaltigkeitsberichterstattung.
<http://www.sap.com/corporate-de/about/sustainability/reports.html>, Abruf am 04.01.2015, Datei: SAP_Nachhaltigkeitsberichte.pdf

Geschäftsbericht 2013: http://www.sap.com/bin/sapcom/de_de/downloadasset.2014-03-mar-01-01.sap-2013-geschaeftsbericht-pdf.html, Abruf am 06.10.2014,
Datei: sap-2013-geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.sap.com/bin/sapcom/de_de/downloadasset.2013-03-mar-01-01.sap-2012-geschaeftsbericht-pdf.html, Abruf am 06.10.2014,
Datei: sap-2012-geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.sap.com/bin/sapcom/de_de/downloadasset.2012-03-mar-01-01.sap-2011-geschaeftsbericht-pdf.html, Abruf am 06.10.2014,
Datei: sap-2011-geschaeftsbericht.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.sap.com/bin/sapcom/de_de/downloadasset.2011-03-mar-01-01.sap-2010-geschaeftsbericht-pdf.html, Abruf am 06.10.2014,
Datei: sap-2010-geschaeftsbericht-hgb.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.sap.com/bin/sapcom/de_de/downloadasset.2010-03-mar-01-01.sap-2009-geschaeftsbericht-pdf.html, Abruf am 06.10.2014,
Datei: sap-2009-hgb-abschluss.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.sap.com/bin/sapcom/de_de/downloadasset.2009-03-mar-01-01.sap-2008-geschaeftsbericht-pdf.html?_=1412672916000,
Abruf am 06.10.2014, Datei: sap-2008-geschaeftsbericht-pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.sap.com/bin/sapcom/de_de/downloadasset.2008-03-mar-01-01.sap-2007-geschaeftsbericht-pdf.html?_=1412672975453, Abruf am 06.10.2014, Datei: sap-2007-geschaeftsbericht-pdf

Siemens AG:

Homepage der Siemens AG: Nachhaltigkeitsberichte 2000-2013. http://www.siemens.com/about/sustainability/de/nachhaltigkeit/berichte/alle_berichte.htm, Abruf am 29.12.2014, Datei: Siemens_Nachhaltigkeitsberichte.pdf

Geschäftsbericht 2013: http://www.siemens.com/annual/13/de/download/pdf/Siemens_JB2013.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: Siemens_JB2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.siemens.com/annual/12/de/download/pdf/Siemens_GB_2012.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: Siemens_GB_2012.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2012: <http://www.siemens.com/about/sustainability/pool/de/nachhaltigkeitsreporting/siemens-nb2012.pdf>, Abruf am 07.12.2014, Datei: siemens-nb2012.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.siemens.com/annual/11/_pdf/Siemens_GB_2011.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: siemens_gb_2011.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.siemens.com/investor/pool/de/investor_relations/siemens_gb_2010.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: siemens_gb_2010.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.siemens.com/investor/pool/de/investor_relations/d09_00_gb2009.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: d09_00_gb2009.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.siemens.com/investor/pool/de/investor_relations/d08_00_gb2008.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: d08_00_gb2008.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.siemens.com/investor/pool/de/investor_relations/finanzpublikationen/geschäftsbericht/gb2007/d07_00_gb2007.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: d07_00_gb2007.pdf

ThyssenKrupp AG:

Homepage der ThyssenKrupp AG: <http://www.thyssenkrupp.com/de/nachhaltigkeit/index.html>, Abruf am 30.12.2014, Datei: ThyssenKrupp_Nachhaltigkeit.pdf

Geschäftsbericht 2013: http://www.thyssenkrupp.com/documents/investor/Finanzberichte/ger/ThyssenKrupp_2012_2013_GB.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: ThyssenKrupp_2012_2013_GB.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.thyssenkrupp.com/documents/investor/Finanzberichte/ger/ThyssenKrupp_2011_2012_GB.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: ThyssenKrupp_2011_2012_GB.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.thyssenkrupp.com/documents/investor/Finanzberichte/ger/ThyssenKrupp_2010_2011_GB.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: ThyssenKrupp_2010_2011_GB.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.thyssenkrupp.com/documents/investor/Finanzberichte/ger/ThyssenKrupp_2009_2010_GB.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: ThyssenKrupp_2009_2010_GB.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.thyssenkrupp.com/documents/investor/Finanzberichte/ger/ThyssenKrupp_2008_2009_GB.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: ThyssenKrupp_2008_2009_GB.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.thyssenkrupp.com/documents/investor/Finanzberichte/ger/ThyssenKrupp_2007_2008_GB.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: ThyssenKrupp_2007_2008_GB.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.thyssenkrupp.com/documents/financial_reports/2006_2007/pdf_gb_2007_de/Geschaeftsbericht_06I07.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: Geschaeftsbericht_06I07.pdf

Volkswagen AG:

Geschäftsbericht 2013: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/publications/2014/03/Y_2013_d.bin.html/binarystorageitem/file/GB+2013_d.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB+2013_d.pdf

Nachhaltigkeitsbericht 2013: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/publications/2014/05/Konzern_Nachhaltigkeitsbericht_2013.bin.html/binarystorageitem/file/Volkswagen_Nachhaltigkeitsbericht_2013.pdf, Abruf am 07.12.2014, Datei: Volkswagen_Nachhaltigkeitsbericht_2013.pdf

Geschäftsbericht 2012: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/publications/2013/03/Y_2012_d.bin.html/binarystorageitem/file/GB+2012_d.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB+2012_d.pdf

Geschäftsbericht 2011: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/publications/2012/03/Volkswagen_AG_Annual_Report_2011.bin.html/binarystorageitem/file/Y_2011_d.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: Y_2011_d.pdf

Geschäftsbericht 2010: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/publications/2011/03/Volkswagen_AG_Geschaeftsbericht_2010.bin.html/binarystorageitem/file/GB_2010_d.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_2010_d.pdf

Geschäftsbericht 2009: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/publications/2010/03/Annual_Report_2009.bin.html/binarystorageitem/file/Y_2009_d.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: Y_2009_d.pdf

Geschäftsbericht 2008: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/publications/2009/03/GB_2008.bin.html/binarystorageitem/file/GB_2008_d.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: GB_2008_d.pdf

Geschäftsbericht 2007: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/publications/2008/03/Annual_Report_2007.bin.html/binarystorageitem/file/VW_AG_GB_2007_de.pdf, Abruf am 06.10.2014, Datei: VW_AG_GB_2007_de.pdf

Bücher / Zeitschriften:

Beller, S., Empirisch forschen lernen. Konzepte, Methoden, Fallbeispiele, Tipps. Verlag Hans Huber, Hogrefe AG, Bern, 2. Auflage 2008, ISBN 978-3-456-84608-8

Britzelmaier, B., Olfert, K. [Hrsg.], Wertorientierte Unternehmensführung. Friedrich Kiehl Verlag, Ludwigshafen, 1. Auflage 2009, ISBN 978-3-470-59151-3

Brugger, F., Nachhaltigkeit in der Unternehmenskommunikation. Bedeutung, Charakteristika und Herausforderungen. Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, Wiesbaden, 1. Auflage 2010, ISBN 978-3-8349-2437-7

Coenenberg, A. G., Salfeld, R., Wertorientierte Unternehmensführung. Vom Strategieentwurf zur Implementierung. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, 2. Auflage 2007, ISBN 978-3-7910-2586-5

Curbach, J., Die Corporate-Social-Responsibility-Bewegung. VS Verlag für Sozialwissenschaften | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 1. Auflage 2009, ISBN 978-3-531-16519-6

Droste, V., Herrmann, Y., Nieberl, M., Schmidt, S., Weiß, A., Wertorientierung in den DAX30-Unternehmen. Eine empirische Studie. JOSEF EUL VERLAG GmbH, Lohmar, 1. Auflage 2006, ISBN 3-89936-470-8

Faupel, C., Röpke, H.-C., Schümer, O., Vorstellung und Beurteilung verschiedener wertorientierter Steuerungsgrößen in: Controlling und Management, 54. Jg., 2010, Heft 1, Datei: art-3A10.1007-2Fs12176-010-0015-1.pdf

Groll, K.-H., Kennzahlen für das wertorientierte Management. ROI, EVA und CFROI im Vergleich. Ein neues Konzept zur Steigerung des Unternehmenswertes. Carl Hanser Verlag, München, 2003, ISBN 3-446-22293-6

Gross, T., Herbeck, T., Sinn, W., Wertorientierte Gesamtbanksteuerung - ein integrierter Ansatz in: **Fischer, M.**, Handbuch Wertmanagement in Banken und Versicherungen. Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 1. Auflage 2004, ISBN 978-3-322-90348-8

Günther, T., Wertorientierte Kennzahlen zur Steuerung mittelständischer Unternehmen in: krp-Sonderheft 1/2002, Datei: art-3A10.1007-2FBF03255701.pdf

- Gundel, T.**, Der EVA® als Management- und Bewertungsinstrument. Gabler Verlag, Wiesbaden, 1. Auflage 2012, ISBN 978-3-8349-3375-1
- Habelt, W., Sonnabend, M.**, Führung, wohin führst du? Wie Führungskräfte Unternehmenswerte optimieren – vergüten – bilanzieren. Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München, 2. Auflage 2013, ISBN 978-3-486-72111-9
- Hahn, D.**, Strategische Unternehmensplanung – Strategische Unternehmensführung. Stand und Entwicklungstendenzen. Springer-Verlag, Berlin, 9. Auflage 2006, ISBN 978-3-540-23575-0
- Heidemann, J., Hofmann, M.**, Wertorientierte Berichterstattung zum Kundenkapital – eine empirische Analyse der DAX 30-Unternehmen in: Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung, 2009,
Datei: art-3A10.1007-2Fs00187-009-0070-y.pdf
- Hirsch, B.**, Der Cash Value Added in: WIST, Heft 9, September 2008
- Hoffmann, S.**, Die Bedeutung wertorientierter Kennzahlen in der Unternehmenssteuerung und -bewertung – Diplomarbeit. GRIN Verlag GmbH, München, 2011, ISBN 978-3-656-12004-9
- Kortebusch, D.**, Auswirkungen von Anreizproblemen auf die funktionale Unternehmensbewertung und die wertorientierte Unternehmenssteuerung. Verlag Dr. Kovač GmbH, Hamburg, 2013, ISBN 978-3-8300-7395-6
- Kunz, H., Teuscher, T. in: Hölscher, R. [Hrsg.]**, Kennzahlen zur wertorientierten Unternehmensführung. Ein kritischer Vergleich. TU Kaiserslautern, 2007, ISSN: 1435-8484, <http://d-nb.info/100967238X/34>, Abruf am 21.10.2014,
Datei: lff_studien_band_12_-_vergleichende_darstellung_von_kennzahlen_zur_wertorientierten_unternehmensfuehrung.pdf
- Laier, R.**, Value Reporting. Analyse von Relevanz und Qualität der wertorientierten Berichterstattung von DAX-30 Unternehmen. Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, Wiesbaden, 1. Auflage 2011, ISBN 978-3-8349-3023-1
- Langguth, H.**, Kapitalmarktorientiertes Wertmanagement. Unternehmensbewertung, Unternehmenssteuerung und Berichterstattung. Verlag Franz Vahlen GmbH, München, 2008, ISBN 978-3-8006-3429-3

Palli, M. C., Wertorientierte Unternehmensführung. Konzeption und empirische Untersuchung zur Ausrichtung der Unternehmung auf den Kapitalmarkt. Deutscher-Universitäts-Verlag / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 2004, ISBN 978-3-8244-0737-8

Pape, U., Wertorientierte Unternehmensführung. Verlag Wissenschaft & Praxis, Sternenfels, 4. Auflage 2010, ISBN 978-3-89673-458-7

Pilzecker, S., Konzepte der wertorientierten Unternehmensführung: die DAX 30 Unternehmen. Eine vergleichende Auswertung. Diplomica Verlag GmbH, Hamburg, 2011, ISBN 978-3-8428-5511-3

Plaschke, F., Wertorientierte Management-Incentivesysteme auf Basis interner Wertkennzahlen. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 1. Auflage 2003, ISBN 3-8244-7760-2

Preißler, P. R., Betriebswirtschaftliche Kennzahlen. Formeln. Aussagekraft. Sollwerte. Ermittlungsintervalle. Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München, 2008, ISBN 978-3-486-23888-4

Riemer, A., Value Reporting: Rahmenbedingungen, Ausgestaltung und Grenzen einer wertorientierten Berichterstattung. GRIN Verlag GmbH, München, 2007, ISBN 978-3-6387-8462-7

Rosenfeld, K., Pfeufer-Kinzel, G., EVA - Economic Value Added als Steuerungsinstrument bei Finanzdienstleistungsunternehmen **in: Fischer, M.**, Handbuch Wertmanagement in Banken und Versicherungen. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 1. Auflage 2004, ISBN 978-3-322-90348-8

Sawczyn, A., Unternehmerische Nachhaltigkeit und wertorientierte Unternehmensführung. Empirische Untersuchung der Unternehmen im HDAX. Verlag Dr. Kovač GmbH, Hamburg, 2011, ISBN 978-3-8300-6067-3

Schmitt, M., Ederer, F., Wertorientierte Unternehmensführung. Konzepte und praktische Umsetzung. Weka Media Verlag, Augsburg, 2008

Schultze, W., Steeger, L., Schabert, B., Wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting) - Konzeptioneller Rahmen und Anwendung bei deutschen börsennotierten Unternehmen, in: Controlling 21. Jg., 2009, Heft 1

Seilheimer, S., Immobilien-Portfoliomanagement für die öffentliche Hand. Ziele, Nutzen und Vorgehen in der Praxis auf der Basis von Benchmarks. Deutscher Universitäts-Verlag | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 1. Auflage 2007, ISBN 978-3-8350-0671-3

Steger, J., Kennzahlen und Kennzahlensysteme. Mit einem durchgängigen Fallbeispiel und Lösungen. NWB Verlag GmbH & Co. KG, Herne, 2014, ISBN 978-3-482-65031-4

Stiefl, J., von Westerholt, K., Wertorientiertes Management. Wie der Unternehmenswert gesteigert werden kann. Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München, 2008, ISBN 978-3-486-58323-6

Stiehler, D.-P., Unternehmenssteuerreform 2008: Die Rechtsformneutralität der Unternehmensbesteuerung. Igel Verlag GmbH, Hamburg, 2009, ISBN 978-3-86815-225-8

Stührenberg, L., Streich, D., Henke, J., Wertorientierte Unternehmensführung. Theoretische Konzepte und empirische Befunde. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 1. Auflage 2003, ISBN 3-8244-7857-9

Ulrich, P., Corporate Governance in mittelständischen Familienunternehmen. Theorien, Feldstudien, Umsetzung. Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, Wiesbaden, 1. Auflage 2011, ISBN 978-3-8349-2385-1

Voigt, L., Wertorientierte Kennzahlen in der externen Berichterstattung von DAX-Unternehmen. Eine analytische Betrachtung von EVA, CFROI, CVA und ROCE. Diplomica Verlag GmbH, Hamburg, 2012, ISBN 978-3-8428-7335-3

Weber, J., Bramsemann, U., Heineke, C., Hirsch, B., Wertorientierte Unternehmenssteuerung. Konzepte – Implementierung – Praxisstatements. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden, 1. Auflage 2004, ISBN 3-409-12433-0

Weber, J., Georg, J., Janke, R., Nachhaltigkeit: Relevant für das Controlling? In: Controlling & Management, 54. Jg., 2010, Heft 6, Datei: art-3A10.1007-2Fs12176-010-0101-4.pdf

Weber, J., Schäffer U., Einführung in das Controlling. Schäffer-Poeschel-Verlag, Stuttgart, 14. Auflage 2014, ISBN 978-3-7910-3241-2

Weise, D., Rekrutierung der Net-Generation. E-Recruiting mit Hilfe von Web 2.0-Tools. Diplomica Verlag GmbH, Hamburg, 2011, ISBN 978-3-8366-9680-7

Willburger, J., Shareholder Value und wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland. Wie verhalten sich Daimler, Siemens, ThyssenKrupp und Volkswagen? Diplomica Verlag GmbH, Hamburg, 2013, ISBN 978-3-8428-9506-5

Internetquellen:

(o.V.) (2014) Zinsschritte der Europäischen Zentralbank (EZB). <http://www.leitzinsen.info/eurozone.htm>, Abruf am 04.01.2015, Datei: Leitzinsen.pdf

(o.V.) (2013) Economic Value Added (EVA). <http://www.controlling-blog.de/begriff-definition-economic-value-added-eva/>, Abruf am 04.01.2015, Datei: GWB_Schutz.pdf

Boerse.de (2015) Osram Licht Aktie. <http://www.boerse.de/aktien/Osram-Licht-Aktie/DE000LED4000>, Abruf am 03.01.2015, Datei: OSRAM.pdf

Börse Frankfurt (2014) Auswahlindizes: Wer kommt rein, wer muss raus? Der Ablauf bei Indexanpassungen. <http://www.boerse-frankfurt.de/de/nachrichten/boerse+frankfurt+news/auswahlindizes+wer+kommt+rein+wer+muss+raus+8747>, Abruf am 05.01.2015, Datei: Anpassung_DAX.pdf

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (2014) Handelsgesetzbuch (in der Fassung vom 15.07.2014). <http://www.gesetze-im-internet.de/hgb/>, Abruf am 04.01.2015, Datei: HGB.pdf

Bundesregierung in: Rat für Nachhaltige Entwicklung (2005) Wegweiser Nachhaltigkeit 2005. http://www.nachhaltigkeitsrat.de/fileadmin/user_upload/dokumente/wegweiser_nachhaltigkeit/Kapitel_CSR.pdf, Abruf am 11.01.2015, Datei: Kapitel_CSR.pdf

DCGK (2014) Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 24. Juni 2014 mit Beschlüssen aus der Plenarsitzung vom 24. Juni 2014). http://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/D_CorGov_Endfassung_2014.pdf, Abruf am 15.10.2014, Datei: D_CorGov_Endfassung_2014.pdf

DCGK (2002) Deutscher Corporate Governance Kodex vom 26. Februar 2002 (gültig bis 7. November 2002). http://www.dcgk.de/de/kodex/archiv.html?file=files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/D_CorGov_Endfassung_2002_02_23.pdf, Abruf am 15.10.2014, Datei: D_CorGov_Endfassung_2002_02_23.pdf

DNK (o.Jg.) Ziele. <http://www.deutscher-nachhaltigkeitskodex.de/de/dnk/ziele.html>, Abruf am 29.12.2014, Datei: DNK_Ziele.pdf

DNK (2014) Deutscher Nachhaltigkeitskodex 2014. <http://www.deutscher-nachhaltigkeitskodex.de/nc/de/dnk/grundidee.html?cid=222&did=264&sechash=119130de>, Abruf am 24.11.2014, Datei: RNE_Der_Deutsche_Nachhaltigkeitskodex_DNK_Aktualisierung_August_2014.pdf

DRS (1999) ENTWURF. Deutscher Rechnungslegungsstandard Nr. 2. (E-DRS 2). Kapitalflußrechnung. (Entwurf: 29. April 1999). <http://www.drsc.de/docs/drafts/2a.html>, Abruf am 03.01.2015, Datei: DRS2.pdf

FAZ.net (2007) Merck ersetzt Altana im Dax. <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/aktienindizes-merck-ersetzt-altana-im-dax-1434619.html>, Abruf am 04.01.2015, Datei: Merck_Altana_Juni_2007.pdf

Finanzen.net (2014a) DAX. <http://www.finanzen.net/index/DAX>, Abruf am 29.12.2014, Datei: DAX.pdf

Finanzen.net (2014b) Adidas-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/adidas-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Adidas-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014c) BASF-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/BASF-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: BASF-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014d) Bayer-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Bayer-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Bayer-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014e) Beiersdorf-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Beiersdorf-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Beiersdorf-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014f) BMW-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/BMW-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: BMW-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014g) Continental-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Continental-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Continental-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014h) Daimler-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Daimler-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Daimler-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014i) Deutsche Post-Aktie. http://www.finanzen.net/aktien/Deutsche_Post-Aktie, Abruf am 29.12.2014, Datei: Deutsche_Post-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014j) Deutsche Telekom-Aktie. http://www.finanzen.net/aktien/Deutsche_Telekom-Aktie, Abruf am 29.12.2014, Datei: Deutsche_Telekom-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014k) e.on-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/E.ON-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: e.on-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014l) Fresenius-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Fresenius-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Fresenius-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014m) Fresenius Medical Care-Aktie. http://www.finanzen.net/aktien/Fresenius_Medical_Care-Aktie, Abruf am 29.12.2014, Datei: Fresenius_Medical_Care-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014n) HeidelbergCement-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/HeidelbergCement-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: HeidelbergCement-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014o) Henkel-Aktie. http://www.finanzen.net/aktien/Henkel_vz-Aktie, Abruf am 29.12.2014, Datei: Henkel-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014p) Infineon-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Infineon-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Infineon-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014q) K+S-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/K+S-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: K+S-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014r) Linde-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Linde-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Linde-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014s) Lufthansa-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Lufthansa-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Lufthansa-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014t) Merck-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Merck-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Merck-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014u) RWE-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/RWE-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: RWE-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014v) SAP-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/SAP-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: SAP-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014w) Siemens-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/Siemens-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: Siemens-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014x) ThyssenKrupp-Aktie. <http://www.finanzen.net/aktien/ThyssenKrupp-Aktie>, Abruf am 29.12.2014, Datei: ThyssenKrupp-Aktie.pdf

Finanzen.net (2014y) Volkswagen-Aktie. http://www.finanzen.net/aktien/Volkswagen_vz-Aktie, Abruf am 29.12.2014, Datei: Volkswagen-Aktie.pdf

Finimat.de (o.Jg.) DAX-Anpassungen seit 2008. <http://www.finitmat.de/dax-anpassungen.php>, Abruf am 01.01.2015, Datei: DAX-Anpassungen.pdf

Global Reporting Initiative (2013) G4 Sustainability Reporting Guidelines. <https://www.globalreporting.org/reporting/g4/Pages/default.aspx>, Abruf am 04.01.2015, Datei: GRI4.pdf

Global Reporting Initiative (2006) Leitfaden zur Nachhaltigkeitsberichterstattung. <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/German-G3-Reporting-Guidelines.pdf>, Abruf am 07.12.2014, Datei: German-G3-Reporting-Guidelines.pdf

Infineon Technologies (2015) Finanzkalender. <http://www.infineon.com/cms/de/about-infineon/investor/events/financial-calendar/>, Abruf am 04.01.2015, Datei: Infineon_GJ.pdf

RWE (2014) E-Mail vom 27.11.2014, Datei: RWE_E-Mail.pdf

Urban, T. (2014) Warum die Generation Y so unglücklich ist. <http://www.welt.de/icon/article133276638/Warum-die-Generation-Y-so-ungluecklich-ist.html>, Abruf am 02.01.2015, Datei: GenerationY.pdf

Eidesstattliche Erklärung

Ich versichere eidesstattlich, dass die vorliegende Arbeit mit dem Titel

„Masterarbeit: Wertorientierte Unternehmensführung am Beispiel der DAX-30-Unternehmen – Qualitative und quantitative Auswertung auf Grundlage der externen Geschäftsberichterstattung“

von mir selbstständig, ohne Hilfe Dritter und ausschließlich unter Verwendung der angegebenen Quellen angefertigt wurde. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus Veröffentlichungen entnommen sind, habe ich als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form, auch nicht in Teilen, keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Statutory Declaration

I declare that I have developed and written the enclosed thesis entitled

„Masterarbeit: Wertorientierte Unternehmensführung am Beispiel der DAX-30-Unternehmen – Qualitative und quantitative Auswertung auf Grundlage der externen Geschäftsberichterstattung“

entirely by myself and have not used sources or means without declaration in the text. Any thoughts or quotations which were inferred from these sources are clearly marked as such.

This thesis was not submitted in the same or in a substantially similar version, not even partially, to any other authority to achieve an academic grading and was not published elsewhere.

Hannover, 05.02.2015

(Thomas Humke)

