

Analyse der Erklärungskraft alternativer Finanzkennzahlen

Ein europäischer Vergleich von
Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen

Masterarbeit
zur Erlangung des akademischen Grades

Master of Arts in Business

Fachhochschule Vorarlberg
Master Accounting, Controlling & Finance

Betreut von
Dr. Markus Federau

Vorgelegt von
David Niederer, BSc

Dornbirn, 1. September 2021

Kurzreferat

Analyse der Erklärungskraft alternativer Finanzkennzahlen – ein europäischer Vergleich von Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen

Neben klassischen Kennzahlen, welche nach einem anerkannten Rechnungslegungsstandard (z.B. IFRS) berechnet werden, sind häufig auch sogenannte alternative Leistungskennzahlen in Geschäftsberichten oder Investor-Relations Unterlagen mit ausgewiesen. Diese erfreuen sich zunehmender Beliebtheit bei börsennotierten Unternehmen, da unternehmensspezifische Anpassungen vorgenommen werden können. Folglich wird eine unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit erschwert, wodurch zunehmend Regulierungen durch entsprechende Institutionen erfolgen. In dieser Arbeit kann aufgezeigt werden, dass die gewünschte Transparenz länderübergreifend sehr stark abweicht und diese Regelungen noch nicht vollumfänglich durch die Unternehmen umgesetzt wurden.

Neben der tatsächlichen Verwendung von alternativen Leistungskennzahlen ist es von Interesse ob diese Kennzahlen zusätzlichen Erklärungsgehalt für den Unternehmenswert beinhalten. Dabei kann innerhalb der Arbeit aufgezeigt werden, dass das EBITDA, der Free Cash-Flow oder die Nettoverschuldung einen Mehrwert in der Analyse bieten können. Je nach länder-, regionalen-, branchen- oder währungsspezifischen Charakteristika haben unterschiedliche Kennzahlen einen signifikanten Einfluss auf den Unternehmenswert und können somit einen Mehrwert in der Analyse bieten.

Abstract

Analysis of the explanatory power of alternative performance measures – a European comparison of non-financial services companies

In addition to traditional key figures, which are calculated according to generally accepted accounting standards (e.g. IFRS), so-called alternative performance measures are also frequently used in annual reports or investor relations documents. These are becoming increasingly popular with listed companies, as company-specific adjustments can be made. Consequently, cross-company comparability is becoming more difficult, which is why regulations are increasingly being introduced by corresponding institutions. The study shows that the desired transparency varies greatly from country to country and that these regulations have not yet been fully implemented by the companies.

In addition to the actual use of alternative performance measures, it is of interest whether these indicators contain additional explanatory power for the company value. It can be shown within the work that EBITDA, free cash flow and net debt can offer added value in the analysis. Depending on country-, regional-, industry- or currency-specific characteristics, different ratios can possess a significant influence on the company value.

Inhaltsverzeichnis

Darstellungsverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	VII
1. Entscheidungshilfen bei Investitionen auf dem Kapitalmarkt	1
1.1 Einleitung	1
1.2 Bedeutung von klassischen Kennzahlen bei der Bilanzanalyse	2
1.3 Verwendung von klassischen Kennzahlen in der Bilanzanalyse	4
2. Alternative Leistungskennzahlen als zusätzliche Informationsträger	5
2.1 Historische Entwicklung alternativer Leistungskennzahlen	5
2.2 Berichtspflichten bei der Veröffentlichung alternativer Leistungskennzahlen	6
2.3 Kritikpunkte an der Verwendung alternativer Leistungskennzahlen	8
2.4 Analyse verbreiteter alternativer Leistungskennzahlen	9
2.5 Forschungslücke	13
2.6 Zielsetzung	14
3. Hypothesen und methodisches Vorgehen	15
3.1 Konzeption der Geschäftsberichtsanalyse	16
3.1.1 Branchenzugehörigkeit	16
3.1.2 Ort der Börsennotierung	17
3.1.3 Marktkapitalisierung	17
3.1.4 Festlegung der Stichprobe	18
3.2 Ableitung des zugrunde liegenden Regressionsmodells	24
3.2.1 Feltham & Ohlson Modell	24
3.2.2 Bisherige Anwendung des Feltham & Ohlson Modells	26
3.2.3 Herleitung der zugrundeliegenden Regression	29
4. Ergebnisse der empirischen Analyse	31
4.1 Detailanalyse der untersuchten Geschäftsberichte	31
4.1.1 Analyse anhand deskriptiver Statistik	31
4.1.2 Erkenntnisse der Geschäftsberichtsanalyse	37
4.1.3 Einordnung der Erkenntnisse in die bestehende Literatur	39
4.2 Regressionsanalyse alternativer Leistungskennzahlen	40
4.2.1 Unterschiede im länderübergreifenden Kontext	42
4.2.2 Unterschiede im regionalen Kontext	48
4.2.3 Unterschiede im brancheninternen Kontext	50
4.2.4 Unterschiede im währungsübergreifenden Kontext	54
4.3 Nützlichkeit alternativer Leistungskennzahlen bei Investitionsentscheidungen	56

5. Resümee	59
5.1 Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse	59
5.2 Kritische Reflexion der Arbeit	61
5.3 Ansatzpunkte für zukünftige Forschung	62
Literaturverzeichnis	63
Eidesstattliche Erklärung	67

Darstellungsverzeichnis

Tabelle 1: Hypothesen	15
Tabelle 2: Stichprobe Österreich	18
Tabelle 3: Stichprobe Schweiz	18
Tabelle 4: Stichprobe Frankreich.....	19
Tabelle 5: Stichprobe Benelux.....	20
Tabelle 6: Stichprobe Deutschland.....	20
Tabelle 7: Stichprobe Spanien	21
Tabelle 8: Stichprobe Finnland	21
Tabelle 9: Stichprobe Schweden	22
Tabelle 10: Stichprobe Italien	22
Tabelle 12: Regressionsvariablen	25
Abbildung 1: Alternative Finanzkennzahlen in Geschäftsberichten 2019	33
Abbildung 2: Stichprobenumfang für die Regressionsanalyse	40

Abkürzungsverzeichnis

AEX	Amsterdam Exchange Index
APM	Alternative Performance Measure
ATX	Austrian Trade Index
CAC 40	Cotation Assistée en Continu 40
Capex	Capital expenditure
DACH-Region	Deutschland, Österreich und die Schweiz
DAX	Deutscher Aktienindex
EBIT	Earnings before interest & tax
EBITA	Earnings before interest, tax & amortization
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation & amortization
EPS	Earnings per share
ESMA	European Securities and Markets Authorities
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GICS	Global Industry Classification Standard
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IFRS	International Financial Reporting Standards
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MDAX	Mid-Cap-DAX
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
ROCE	Return on Capital Employed
SIX	Swiss Infrastructure and Exchange

1. Entscheidungshilfen bei Investitionen auf dem Kapitalmarkt

1.1 Einleitung

Seit 2009 liegt die Verzinsung von Sparbüchern in Österreich, bei täglich fälligen Einlagen, durchgehend bei weniger als einem Prozent. Selbst bei einer Bindung von bis zu zwei Jahren liegt der Einlagenzinssatz seit sieben Jahren unter einem Prozent. Seit über 10 Jahren ist die Teuerungsrate (Inflation) höher als die tatsächliche Wertsteigerung des ersparten Geldes bei konservativer Veranlagung (Statistik Austria 2020b, 2020a). Aufgrund dieser Entwicklung investieren vermehrt Privatpersonen auf dem Kapitalmarkt, um zumindest die Erhöhung des Preisniveaus abzufedern und somit eine Minderung der Kaufkraft des Ersparten zu vermeiden¹. Um auf dem Kapitalmarkt eine Investitionsentscheidung zu treffen, können verschiedene Parameter analysiert werden wie zum Beispiel zukünftige Möglichkeiten des Unternehmens oder eine detaillierte Analyse veröffentlichter Unternehmensdaten.

Gerade in den Geschäftsberichten von börsennotierten Unternehmen werden jährlich Kennzahlen über die Liquidität, Kapitalstruktur, Kapital- bzw. Lagerumschlagshäufigkeit, Zahlungsfristen und Rentabilität in Bezug auf Umsatz oder Kapital veröffentlicht (Volkart 2008, S. 165–168). Zunehmend werden von Gesellschaften allerdings auch alternative Leistungskennzahlen mitveröffentlicht, um mit aktuellen aber auch potentiellen Shareholdern zu kommunizieren um sich auf dem Aktienmarkt zu präsentieren. Der Jahresabschluss nach IFRS muss grundsätzlich neben der Bilanz, eine Gesamtergebnis-, eine Eigenkapitalveränderungs- sowie eine Kapitalflussrechnung beinhalten. Überdies hinaus müssen verschiedene Erläuterungen im Anhang dargelegt werden (Wöltje 2017, S. 20). Diverse geprüfte Finanzkennzahlen werden unternehmensübergreifend auf die gleiche Art und Weise aus dem jährlichen Jahresabschluss abgeleitet und bieten eine gewisse Vergleichbarkeit innerhalb eines Marktes. Allerdings können auch Kennzahlen im Geschäftsbericht oder auch in Investor-Relations Präsentationen ausgewiesen werden, welche von den geprüften Zahlen abgeleitet wurden oder eigene Kennziffern entwickelt werden. Diese werden als „Alternative Performance Measures“, in Deutsch „Alternative Leistungskennzahlen“, bezeichnet. Die Vergleichbarkeit dieser Kennziffern wird unternehmensübergreifend jedoch erschwert, da unterschiedliche Anpassungen je Branche bzw. je Unternehmen vorgenommen werden können. Grundsätzlich werden Alternative Performance Measures, kurz „APM“, als Finanzkennzahlen der vergangenen oder zukünftigen finanziellen Leistung, Finanzlage oder Cashflows definiert, welche nicht im verwendeten Rechnungslegungsstandard dargelegt sind (European Securities and Markets Authority 2015, S. 7). Aufgrund dieser Tatsache können die alternativen Leistungskennzahlen einzelner Unternehmen nur zu einem gewissen Grad miteinander verglichen werden.

Angesichts der geringeren Vergleichbarkeit von APMs im Vergleich mit Kennzahlen, welche nach einem Rechnungslegungsstandard (z.B. IFRS) berechnet werden, müssen diese bewusst und transparent eingesetzt werden. Bei einem zukünftigen Börsengang eines Unternehmens muss ein Wertpapierprospekt erstellt werden, welches Finanzkennzahlen eines

¹ vergleiche dazu u.a (Cünnen 2019)

anerkannten Rechnungslegungsstandards enthalten (Harder 2019). Mit der Hilfe von alternativen Finanzkennzahlen können kapitalsuchende Unternehmen die Transparenz erhöhen und somit etwaige Sondereffekte in den Kennzahlen herausrechnen, insbesondere in Krisenzeiten besteht demnach die Möglichkeit durch die Veröffentlichung von alternativen Leistungskennzahlen die Attraktivität des Unternehmens auf dem Kapitalmarkt zu erhöhen. Somit unterliegt die Verwendung nicht geprüfter Kennzahlen einer Gradwanderung zwischen einer erhöhten Transparenz bis hin zum Finanzmarketing und der Unglaubwürdigkeit der Informationen bei den AnlegerInnen (Harder 2019). Unabhängig davon ob die verwendeten Kennzahlen nach einem anerkannten Rechnungslegungsstandard berechnet worden sind oder nicht, haben diese eine gewisse Relevanz bei der Bilanzanalyse und somit bei Investitionsentscheidungen.

In Anbetracht der Tatsache, dass sich Investitionen auf dem Kapitalmarkt zunehmender Beliebtheit erfreuen wird in dieser Arbeit zuerst näher auf die Relevanz von Kennzahlen bei der Bilanzanalyse eingegangen sowie auf deren Verwendung in der Praxis. Anschließend werden auf die Besonderheiten von alternativen Leistungskennzahlen, im Speziellen die einhergehenden Berichtspflichten bei der Verwendung dieser sowie deren Kritikpunkte, eingegangen. Basierend auf den theoretischen Grundlagen werden verschiedene Studien aufgegriffen, um die häufig genutzten alternativen Leistungskennzahlen zu identifizieren. Dabei wird basierend auf dem Stand der aktuellen Forschung die Forschungslücke bzw. die korrespondierende Forschungsfrage hergeleitet, da alternative Leistungskennzahlen unter Umständen eine Entscheidungshilfe bei Investitionen auf dem Kapitalmarkt sein können. Im Anschluss wird die notwendige Untersuchungsmethodik erläutert, um diese im darauf aufbauenden Kapitel anzuwenden und unterschiedliche Analysen durchzuführen, um neue Erkenntnisse über alternative Leistungskennzahlen gewinnen zu können. Abschließend werden die erhaltenen Ergebnisse bewertet, potentielle Implikationen für die Praxis aufgezeigt und Ansatzpunkte für zukünftige Forschungsarbeiten dargelegt.

1.2 Bedeutung von klassischen Kennzahlen bei der Bilanzanalyse

Kennzahlen bieten den großen Vorteil den hohen Komplexitätsgrad eines Jahresabschlusses vereinfacht darzustellen und ermöglichen folglich erste Rückschlüsse auf das analysierende Unternehmen. Daher werden verschiedenste Kennzahlen aus der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) oder der Cashflow-Rechnung abgeleitet (Lachnit; Müller 2017, S. 51–52). Zudem besteht die Möglichkeit sogenannte Mischkennzahlen zu berechnen, bei denen der Wert eines Erfolgskontos im Vergleich zu einem Bestandskonto oder einer sonstigen Basis (z.B. Mitarbeiterzahl) dargestellt wird. Jedoch können in dieser Betrachtung qualitative Informationen nicht berücksichtigt werden und somit besteht das Risiko, dass bereits erste wesentliche Informationen bei der Analyse verloren gehen. Generell werden die Informationen entweder als Absolut- bzw. Relativzahlen dargestellt (Lachnit; Müller 2017, S. 51–52) und können über einen gewissen Zeitraum mit anderen Unternehmen, unternehmensintern oder auch mit den Erwartungen der Shareholdern, abgeglichen werden.

Während Bilanzkennzahlen Auskunft über die Vermögensstruktur und die entsprechende Finanzierung geben, zeigen Kennzahlen, abgeleitet aus der GuV, Informationen über die Erfolgslage eines Unternehmens auf. Die sogenannten Mischkennzahlen beinhalten gewöhnlich Informationen über die Rentabilität des Unternehmens, um diese branchenintern oder mit einer sonstigen Benchmark vergleichen zu können (Lachnit; Müller 2017, S. 52). Aufgrund der immensen Menge an unterschiedlichsten Kennzahlen kann es rasch zu einem Informationsüberangebot und einer damit einhergehenden höheren Komplexität kommen. Darüber hinaus besteht die Gefahr dass Kennzahlen berechnet werden, welche nicht branchenspezifisch angewendet werden sollten, da diese keinen Mehrwert in der Analyse (für interne sowie externe Stakeholder) bringen können. Um eine erhöhte Komplexität bei der Bilanzanalyse zu vermeiden, sollen auf der einen Seite Kennzahlen berechnet werden, welche einen zusätzlichen Nutzen bei der Entscheidungsfindung stiften und auf der anderen Seite können auch sogenannte Kennzahlensysteme eingeführt werden, um die Menge an Kennzahlen effizient bewerkstelligen zu können (Lachnit; Müller 2017, S. 53).

Bei der Verwendung von Kennzahlensystemen kann zwischen zwei Arten unterschieden werden. Auf der einen Seite werden entsprechende Kennzahlenkataloge angelegt und auf der anderen Seite können Kennzahlenschemata verwendet werden, um eine Unternehmung zu analysieren. Beim Ersteren handelt es sich um eine Auflistung verschiedenster Kennziffern, welche einem bestimmten Bereich zugeordnet werden können und bestimmte Kriterien erfüllen. Bei einem Kennzahlenschema wird das Ergebnis einer ursprünglich berechneten Kennzahl als Basis für die Berechnung einer weiteren Kennzahl herangezogen, bis eine zentrale Kennzahl berechnet werden kann, um das gewünschte Resultat analysieren und vergleichen zu können (Kühnapfel 2021, S. 19–21).

Wie bereits aufgezeigt, gibt es eine Vielzahl an unterschiedlichsten Kennzahlen, welche in der Praxis verwendet werden können. Heesen & Gruber (2018) unterscheiden zwischen Vermögens-, Kapitalstruktur-, Finanzierungs-, Erfolgsstruktur-, Rentabilitäts- sowie sonstigen Kennzahlen in Ihrer Analyse. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass diese Klassifizierung keiner einheitlichen Definition unterliegt, wodurch Abweichungen innerhalb der Literatur zu beobachten sind. Neben einer unternehmensspezifischen Analyse dieser Kennziffern, besteht die Möglichkeit diese standardisierten Kennzahlen branchenintern zu vergleichen und auf einer Bewertungsskala einzustufen. Anhand dieser Einstufung kann das Unternehmen entsprechend beurteilt und somit potentieller Verbesserungsbedarf aufgedeckt werden (Heesen; Gruber 2018, S. 126–130).

Mit Hilfe von Kennzahlen können komplexe Sachverhalte vereinfacht dargestellt werden, um einen entsprechenden Mehrwert für Stakeholder generieren zu können. Im folgenden Kapitel soll kurz dargestellt werden, in welchem Kontext diese unterschiedlichsten Kennzahlenarten in der Praxis angewendet werden können.

1.3 Verwendung von klassischen Kennzahlen in der Bilanzanalyse

Infolge der steigenden Komplexität innerhalb der Wirtschaft und mannigfacher Zielsetzung bei der Auswertung von Finanzkennzahlen, können diese für unterschiedlichste Zwecke verwendet werden, um Unternehmensdaten zu analysieren und unter Umständen Verbesserungspotential aufzuzeigen bzw. potentielle Schwachstellen der Unternehmung zu identifizieren.

Unternehmen müssen nach dem Ende des Wirtschaftsjahres entsprechend Jahresabschlüsse erstellen und dabei die wesentlichen Grundsätze, Bilanzklarheit und die Bilanzkontinuität, berücksichtigen. Dank des einheitlichen Intervalls können Unternehmen somit über einen gewissen Zeitraum die Entwicklungen analysieren und bei Bedarf diesen entsprechend gegensteuern. Neben einer unternehmensinternen Analyse besteht durchaus die Möglichkeit die eigenen Zahlen mit den wesentlichen Mitbewerbern sowie der Branche allgemein zu vergleichen und zu bewerten (Vollmuth; Zwettler 2020, S. 37–39).

Neben der Analyse des Jahresabschlusses können Kennzahlen in der Praxis dazu verwendet werden, um die laufende Geschäftstätigkeit zu analysieren und somit einen Soll-Ist-Vergleich entsprechend aufzustellen. Überdies hinaus können erfolgreiche Unternehmen als Benchmark herangezogen werden, um das eigene Unternehmen stetig zu verbessern und somit die Performance der Unternehmung nachhaltig weiterzuentwickeln. Trotz diesem umfangreichen Verwendungsbereich von „Hard Facts“, dürfen „Soft Facts“ in der Betrachtung nicht außen vorgelassen werden (Vollmuth; Zwettler 2020, S. 40–42). Diese können oft nicht mit der Hilfe von Kennzahlen dargestellt werden.

Bei der Unternehmensanalyse durch externe Stakeholder können üblicherweise nur die Hard Facts näher analysiert werden. Neben den mitveröffentlichten Finanzkennzahlen im Jahresbericht besteht auch die Möglichkeit selbstständig Analysen durchzuführen, um einen vertieften Einblick in die Finanzlage eines Unternehmens zu erlangen. Zusätzlich bieten immer mehr börsennotierte Unternehmen in ihrer Berichterstattung, die sogenannten, alternativen Finanzkennzahlen als Indikatoren an. Hier werden Kennziffern angepasst, welche nach IFRS oder einem sonstigen Rechnungslegungsstandard berechnet wurden, bei denen zum Beispiel etwaige Sondereffekte oder sonstige Posten heraus- bzw. hinzuge-rechnet wurden. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit eigene unternehmensspezifische Kennzahlen zu entwickeln, um das eigene Geschäftsmodell besser darstellen zu können. Dadurch besitzen InvestorInnen und andere Stakeholder des Unternehmens verschiedenste Möglichkeiten Unternehmensdaten auszuwerten und entsprechend zu interpretieren.

Wie bereits bei der Bedeutung dieser Kennzahlen bzw. deren -systeme aufgezeigt, sind diese unentbehrlich bei der Bilanzanalyse. Sie ermöglichen in abstrahierter Form die Bilanz zu analysieren, erste Rückschlüsse auf die Unternehmung zu treffen und entsprechend zu vergleichen (Lachnit; Müller 2017, S. 51–60). Daher finden verschiedene Kennziffern die passende Anwendung in der Praxis. Im folgenden Kapitel beschäftigt sich die Arbeit mit der Besonderheit dieser nicht geprüften Kennzahlen und welche rechtlichen Anforderungen börsennotierte Unternehmen dabei berücksichtigen müssen. Darauf aufbauend wird der aktuelle Stand der Forschung zum Thema „alternative Leistungskennzahlen“ dargelegt.

2. Alternative Leistungskennzahlen als zusätzliche Informations-träger

Bei der Bilanzanalyse können verschiedene Parameter genauer unter die Lupe genommen werden, um die erforderlichen Rückschlüsse auf das Unternehmen ziehen zu können. Mit der zunehmenden Verbreitung von alternativen Leistungskennzahlen, stehen InvestorInnen und Stakeholdern eine Vielzahl von unterschiedlichen Analysetools zur Verfügung. Aufgrund dieser Tatsache ist es von zunehmender Bedeutung die wesentlichen Unterschiede und Kritikpunkte zu verstehen und bei der Unternehmensanalyse zu berücksichtigen. Dieses Kapitel beschäftigt sich mit der historischen Entwicklung von APMs, auch als Pro-Forma Kennzahlen bekannt, sowie den rechtlichen Kennzeichnungspflichten angepasster Kennzahlen. Aufbauend auf den Grundlagen sollen die Kritikpunkte bzw. deren Vorteile beleuchtet werden, um diese entsprechend bei der Analyse der Ergebnisse aufgreifen zu können. Abschließend wird dann auf verschiedene alternative Leistungskennzahlen näher eingegangen, welche nicht im IFRS-Rechnungslegungsstandard definiert sind und in der bestehenden Literatur aufgegriffen werden.

2.1 Historische Entwicklung alternativer Leistungskennzahlen

Als alternative Leistungskennzahlen werden jene Kennziffern bezeichnet, welche nicht in einem Rechnungslegungsstandard definiert sind. Die sogenannten Pro-Forma Kennzahlen finden bereits seit vielen Jahren ihre Verwendung in der Kommunikation auf dem Aktienmarkt. Erste Studien haben sich bereits Anfang der 2000er Jahre mit der Verbreitung dieser auf dem deutschen Aktienmarkt beschäftigt (Ruhwedel; Thale 2013, S. 389). Aufgrund der steigenden Popularität in den vergangenen Jahren und der erschwerten Vergleichbarkeit wurden verschiedene Regulierungen auf nationaler aber auch auf internationaler Ebene getroffen (Eiter 2018). Im Jahr 2015 wurde von der ESMA (European Securities and Markets Authorities) ein Leitfaden verabschiedet, um die Nützlichkeit und die Transparenz dieser zusätzlichen Kennzahlen zu erhöhen. Somit gelten innerhalb der Europäischen Union die gleichen Bestimmungen, um diese adjustierten Kennzahlen zu kennzeichnen und den Schutz von AnlegerInnen entsprechend zu erhöhen. Ursprünglich wurde diese Regelung für Wertpapierprospekte eingeführt (European Securities and Markets Authority 2015, S. 5), womit diese Richtlinie eine indirekte Auswirkung auf die Darstellung von alternativen Leistungskennzahlen in Geschäftsberichten einnimmt. Mit Hilfe dieser Richtlinie wird versucht das Spannungsfeld zwischen Opportunismus des Managements sowie einem erwünschten Nutzen für die AdressatInnen in Einklang zu bringen. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass mit der Einführung dieser Regelung auf die zunehmende Beliebtheit der „Earnings-before“ Entwicklung reagiert wurde um einen entsprechenden Rechtsrahmen für die Verwendung dieser sicherzustellen (Eiter 2018).

Im Jahr 2018 zog die SIX Swiss Exchange Regulation Ltd nach und veröffentlichte eine Richtlinie für börsennotierte Unternehmen an der Schweizer Börse, um den Umgang mit alternativen Leistungskennzahlen zu vereinheitlichen (Ní Annracháin 2018). Ähnlich zu jenen börsennotierten Unternehmen, welche die Richtlinien der ESMA anwenden müssen, erfreuen sich die alternativen Leistungskennzahlen auch in der Schweiz zunehmender

Beliebtheit. Im Geschäftsjahr 2016 verwendeten rund 2/3 der größten 30 Schweizer Unternehmen bereits solche Pro-Forma Kennzahlen. Um eine transparente Verwendung sowie eine angepasste Darstellung dieser sicherzustellen, wurde diese Leitlinie von der Schweizerischen Regulierungsbehörde erarbeitet und entsprechend implementiert (Jurt 2018a).

2.2 Berichtspflichten bei der Veröffentlichung alternativer Leistungskennzahlen

Zentrale Aspekte dieses Abschnittes sind die rechtlichen Berichtspflichten, welche durch die Verwendung von alternativen Leistungskennzahlen aufkommen können. Zuerst werden dabei die Richtlinien der ESMA, zuständig für jene Aktienmärkte innerhalb der Europäischen Union, erläutert und danach wird näher auf die Bestimmungen der SIX Swiss Exchange Regulation Ltd., verantwortlich für den regulatorischen Rahmen auf dem Schweizerischen Aktienmarkt, eingegangen.

Mithilfe der Leitlinie soll garantiert werden, dass die alternativen Leistungskennzahlen transparent dargelegt werden und eine gewisse Nützlichkeit für den Adressat bzw. die Adressatin gegeben ist. Jene Unternehmen, welche APMs veröffentlichen, müssen sicherstellen dass diese Kennziffern den Entscheidungsfindungsprozess von AnlegerInnen unterstützen können und logischerweise keine redundanten bzw. irreführenden Informationen dargestellt werden. Grundlegend müssen alternative Leistungskennzahlen die aktuelle Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des börsennotierten Unternehmens widerspiegeln und damit die Transparenzrichtlinie erfüllen. Über dies hinaus müssen diese Kennzahlen den Artikel 5 der Prospektrichtlinie erfüllen, bei dem klar definiert wird, dass die Informationen verständlich und in leicht zu analysierender Form der Zielgruppe zur Verfügung gestellt werden müssen (European Securities and Markets Authority 2015, S. 5–6).

Wie eingangs bereits ausgeführt, müssen bestimmte Veröffentlichungsgrundsätze innerhalb der Europäischen Union berücksichtigt werden. Emittenten müssen InvestorInnen die Grundlagen für die Berechnung dieser Kennzahlen zur Verfügung stellen, sowie alle damit einhergehenden Annahmen ausführlich erläutern. Zusätzlich müssen bei der Darstellung einige Aspekte berücksichtigt werden. Alternative Leistungskennzahlen sollen mit einer verständlichen Beschreibung dieser einhergehen und bereits mit einer aussagekräftigen Bezeichnung benannt werden, um Missverständnisse bei der Interpretation frühzeitig vermeiden zu können (European Securities and Markets Authority 2015, S. 8). Darüber hinaus dürfen APMs nicht zu optimistisch bezeichnet werden, wie zum Beispiel als „Gewinngarantie“ oder auch als „zugesicherte Erträge“. Neben den bereits erwähnten Aspekten muss bei der Benennung dieser sogenannten Non-GAAP Measures berücksichtigt werden, dass diese nicht mit einmalig, selten oder außerordentlich ergänzt werden, sobald diese auf einen längeren Zeitraum Auswirkungen haben (z.B. Umstrukturierungskosten oder Wertminderungsaufwand). Um potentielle Falschinterpretationen der Kennziffern zu vermeiden, dürfen diese auch nicht nach einer Kennzahl, welche in einem geprüften Rechnungslegungsstandard definiert wird, benannt werden (European Securities and Markets Authority 2015, S. 8).

Neben den Darstellungs- und Veröffentlichungspflichten muss die Berechnung auch für die AnlegerInnen entsprechend nachvollziehbar sein. Daher muss die Überleitung zwischen

der geprüften Kennzahl auf eine alternative Leistungskennzahl offenbart und die wesentlichen Positionen zusätzlich erläutert werden. Sobald allerdings die Kennzahl direkt aus dem Jahresabschluss entnommen werden kann (z.B. Zwischenergebnisse), muss keine zusätzliche Überleitung dem Adressaten bzw. der Adressatin zur Verfügung gestellt werden. Bezieht sich eine alternative Leistungskennzahl allerdings auf zukünftige Ereignisse und kann nicht aus dem Abschluss abgeleitet werden, muss eine Erklärung mit veröffentlicht werden, dass diese Erwartung im Einklang mit dem Rechnungslegungsstandard berechnet worden ist. Abschließend muss durch den Emittenten erläutert werden, welchen zusätzlichen Nutzen die Pro-Forma Kennzahl für die AnlegerInnen oder für sonstige Stakeholder hat und somit einen Mehrwert in der Analyse bieten kann (European Securities and Markets Authority 2015, S. 8–9).

Nichtsdestotrotz müssen die geprüften Kennzahlen im Mittelpunkt bezüglich Präsenz, Betonung und Aussagekraft im Geschäftsbericht stehen, wobei die alternativen Leistungskennzahlen auch nicht von diesen ablenken dürfen. Diese Richtlinie muss allerdings nur für nicht geprüfte finanzielle Kennzahlen angewendet werden und gilt folglich nicht bei physischen oder nicht-finanziellen Kennzahlen, bei der Angabe zu bedeutenden Beteiligungen oder bei Informationen über die Einhaltung von vertraglichen Bedingungen (European Securities and Markets Authority 2015, S. 7–10). Neben der strikten Begriffsbestimmung von alternativen Leistungskennzahlen soll in der Anwendung dieser berücksichtigt werden, dass die Definition sowie deren Berechnung über die Jahre konstant bleiben soll. In Fällen in denen Anpassungen unumgänglich sind, müssen die vorgenommenen Änderungen sowie deren Gründe entsprechend erläutert sowie Vergleichswerte (gleiches Berechnungsschema ist für die vergangenen Jahre anzuwenden) für einen gewissen Zeitraum zur Verfügung gestellt werden (European Securities and Markets Authority 2015, S. 11).

Auch im Kontext der globalen COVID-19 Pandemie wurden die Richtlinien von der ESMA entsprechend überarbeitet und aktualisiert. Hierbei wurde explizit darauf aufmerksam gemacht, dass die alternativen Leistungskennzahlen weiterhin nicht so angepasst werden dürfen, dass eine irreführende Darstellung der Unternehmenslage verursacht wird. Eine Anpassung soll in jenen Fällen erfolgen, bei dem ein Mehrwert für die InvestorInnen geschaffen und somit auch der „True and Fair Value“ des Unternehmens wiedergespiegelt wird. Sollten allerdings entsprechende Anpassungen an den alternativen Leistungskennzahlen im Vergleich zu den vorherigen Jahren vorgenommen werden, müssen diese näher erläutert und die Beweggründe dahinter den AdressatInnen öffentlich zur Verfügung gestellt werden (Weller 2020).

Die Schweizerische Richtlinie in Bezug auf alternative Leistungskennzahlen wurde im Jahr 2018 veröffentlicht und trat mit 1. Januar 2019 in Kraft. Diese sind von Unternehmen anzuwenden, welche an der Schweizerischen Börse (SIX) gelistet sind, unabhängig ob der Hauptsitz dieser Gesellschaft in der Schweiz liegt oder nicht. Sobald alternative Leistungskennzahlen von den Unternehmen in den jährlichen Geschäftsberichten verwendet werden, müssen fünf Voraussetzungen erfüllt sein, welche ähnlich zu den Vorgaben der ESMA sind. APMs müssen aussagekräftig bezeichnet werden und mit einer verständlichen Definition versehen werden. Des Weiteren muss für die Zielgruppe nachvollziehbar sein, wie die Kennzahl berechnet und von welcher geprüften Kennziffer diese abgeleitet wurde. Keine zusätzliche Herleitung muss vorgenommen werden, wenn es sich dabei um eine Zwischensumme aus dem Jahresabschluss handelt (Ní Annracháin 2018). Bei der Darstellung der

Kennzahlen muss berücksichtigt werden, dass die geprüften Kennzahlen im Vordergrund stehen müssen im Vergleich zu den Non-GAAP Measures. Um die Vergleichbarkeit über die Jahre zu garantieren, müssen diese konstant berechnet und präsentiert werden. Sollten allerdings Änderungen vorgenommen werden müssen, müssen diese anhand des „Comply or explain“ Prinzips erläutert werden. Um die zusätzlichen Informationen bereit stellen zu können, dürfen die Unternehmen auf andere Dokumente, welche öffentlich einsehbar sind, verweisen um den entsprechenden Informationspflichten nachkommen zu können (Ní Anracháin 2018).

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die rechtlichen Bestimmungen zwischen dem Schweizerischen Aktienmarkt und jenen Börsen die der Kontrolle der ESMA unterliegen, sehr ähnlich sind. In den wesentlichen Punkten (z.B. Darstellung, Informationspflichten) wird ein ähnlicher Ansatz verfolgt. In der weiteren Arbeit müssen infolgedessen die rechtlichen Grundlagen beider Wirtschaftsräume nicht separat ausgeführt werden, da keine maßgeblichen Unterschiede in den Richtlinien vorliegen. Aufgrund der Tatsache, dass das Vereinigte Königreich im Jahr 2019 noch Mitglied der Europäischen Union war, müssen hier ebenfalls keine Besonderheiten in der Analyse berücksichtigt werden. Mit dem Ende der Übergangsfrist des Brexits mit 31.12.2020 ist das Vereinigte Königreich kein Mitglied der Europäischen Union mehr, allerdings ist das EU-Recht teilweise weiterhin anwendbar (European Securities and Markets Authorities 2020).

2.3 Kritikpunkte an der Verwendung alternativer Leistungskennzahlen

Mit der Verwendung von alternativen Leistungskennzahlen gehen viele Kritikpunkte einher, vor allem die Möglichkeit Kennzahlen nach den eigenen Bedürfnissen anzupassen, wird kritisch beäugt. Es kann nicht nachvollzogen werden, ob diese Kennzahlen tatsächlich jenes Ergebnis präsentieren, welches für den Investor bzw. die Investorin einen Mehrwert stiftet. Oft werden solche Anpassungen im Sinne der Unternehmung vorgenommen und sind mitunter zu einem gewissen Grad verzerrt. In der bestehenden Literatur gibt es bereits Studien welche diese Problematik entsprechend aufzeigen. Regelmäßig sind die adjustierten Gewinne höher als die tatsächlichen realisierten Gewinne, welche nach einem anerkannten Rechnungslegungsstandard berechnet worden sind (Deloitte 2017, S. 7–8). Neben dem Kritikpunkt der Verzerrung des tatsächlichen Ergebnisses, sind die vorgenommenen Änderungen ebenfalls im Mittelpunkt der Kritik. Über die Jahre hinweg sind diese Anpassungen nicht immer konsistent, wodurch die Vergleichbarkeit mit den Vorjahren für den Shareholder oder für sonstige Anspruchsgruppen erschwert wird. Trotz den rechtlichen Verpflichtungen innerhalb der Europäischen Union und der Schweiz, werden die alternativen Leistungskennzahlen nicht immer entsprechend gekennzeichnet und im Geschäftsbericht bzw. in anderen öffentlich verfügbaren Dokumenten die Berechnung entsprechend erläutert (Deloitte 2017, S. 7–8). Trotz den Kritikpunkte gibt es allerdings auch Finanzanalysten welche APMs als zusätzliches Tool sehr wohl begrüßen. Mithilfe von alternativen Leistungskennzahlen kann das Geschäftsmodell besser verstanden und die langfristige Wirtschaftsleistung besser eingeschätzt werden, relevant für die Prognoserechnung von zukünftigen Cashflows somit auch für den prognostizierten Unternehmenswert einer Gesellschaft. Allerdings müssen hierfür die entsprechenden Details und Informationen der vorgenommenen

Anpassungen zur Verfügung gestellt werden, um dieses Wissen richtig einsetzen zu können (Leibfried u.a. 2018, S. 7). Neben der Möglichkeit unternehmensspezifische Eigenschaften mit Hilfe von APMs besser darstellen zu können, sind solche adjustierten Kennziffern oft auch ein Ausdruck von Unzufriedenheit, resultierend aus den strengen Regulierungen bei den unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards. Restrukturierungsaufwendungen oder Kosten im Zusammenhang mit Akquisitionen, normalerweise einmalig, dürfen bei anerkannten Rechnungslegungsstandards nicht separat ausgewiesen werden. Um den AdressatInnen diese Information weitergeben zu können, nehmen Unternehmen vorrangig alternative Leistungskennzahlen zur Hilfe. Nichtsdestotrotz steht diesem Vorteil der Kritikpunkt gegenüber, dass diese Anpassungen unter Umständen willkürlich erfolgen und daher keine erhöhte Transparenz bzw. einen Mehrwert für die AdressatInnen mit sich bringen. Darüber hinaus kann das Thema in Bezug auf Managementvergütung durchaus eine gewisse Relevanz mit sich bringen, wenn eine alternative Leistungskennzahl als Grundlage für den variablen Gehaltsanteil herangezogen wird (Jurt 2018b, S. 16–19).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass alternative Leistungskennzahlen durchaus einen Mehrwert für InvestorInnen und sonstige Stakeholder haben können, allerdings müssen diese transparent und kontinuierlich dargestellt und berechnet werden. Falls diese Non-GAAP Kennzahlen vermehrt benützt werden um die Unternehmenssituation zu verschönern, ohne einen Mehrwert zu bieten, wird die Kritik an diesem Kommunikationsmittel vermehrt zunehmen.

2.4 Analyse verbreiteter alternativer Leistungskennzahlen

Die bestehende Literatur beschäftigt sich seit vielen Jahren mit der Thematik von alternativen Leistungskennzahlen. Dabei wird in der verwendeten Literatur auch von „Pro-Forma Kennzahlen“, „Non-GAAP Kennzahlen“ oder auch von „Alternative Performance Measures“ gesprochen. In diesem Kapitel wird näher auf die vorhandene Literatur eingegangen und daraus die entsprechende Forschungslücke abgeleitet.

Im Jahr 2013 beschäftigten sich Ruhwedel & Thale mit der Relevanz von bereinigten Kennzahlen bei DAX bzw. MDAX-Unternehmen. Die Veröffentlichung von diesen adjustierten Kennzahlen wird in der Öffentlichkeit zwiespaltig angesehen. Auf der einen Seite wird der Vorwurf laut, dass diese nicht die korrekte Finanzlage des Unternehmens widerspiegeln und entsprechend im Sinne der Unternehmung angepasst werden können. Auf der anderen Seite erwarten Unternehmen aber auch InvestorInnen einen erhöhten Informationsgehalt durch diese neuen, angepassten Kennzahlen. Angesichts der Tatsache, dass sich diese Kennzahlen bereits im Jahr 2013 zunehmender Beliebtheit erfreuten, wurde eine Analyse in Bezug auf Verbreitung dieser Kennziffern, Ergebnisbereinigung und Transparenz bei der Veröffentlichung vollzogen (Ruhwedel; Thale 2013, S. 386). Innerhalb dieser Studie wurde aufgezeigt, dass bereits in den vorangegangenen Jahren diverse Autoren & Autorinnen Publikationen veröffentlicht haben, bei denen die Verbreitung von alternativen Leistungskennzahlen im Mittelpunkt der Analyse standen. Um eine entsprechende Vergleichbarkeit zwischen den vorherigen Studien herstellen zu können, wurden Finanzdienstleister explizit in der Stichprobe nicht berücksichtigt. Bei der Untersuchung der Geschäftsberichte der berücksichtigten Unternehmen veröffentlichten 73 von 74 Unternehmen bereits Pro-Forma Kennzahlen. Dieses Ergebnis geht einher mit den Erkenntnissen aus vorherigen Studien

unter anderem mit der Studie von Bassen u.a. (2012), wo ein wesentlicher Anteil des Stichprobenumfangs bereits adjustierte Kennzahlen aufweist (Ruhwedel; Thale 2013, S. 389). Zudem wurden die wesentlichen Anpassungspositionen bei einem modifizierten EBIT beziehungsweise EBITDA beleuchtet. Klassischerweise wurden einmalige Sondereffekte wie Bewertungseffekte, Restrukturierungsaufwendungen oder sonstige, unternehmensspezifische Einmalaufwendungen korrigiert und entsprechend ausgewiesen. Allerdings konnte in der Analyse auch erklärt werden, dass unter anderem Restrukturierungsmaßnahmen über Jahre als Sondereffekte dargestellt wurden, wodurch die Einmaligkeit dieser Aufwendungen als kritisch angesehen werden kann (Ruhwedel; Thale 2013, S. 391).

In einer weiteren Studie, unter Berücksichtigung der Umsetzung der Richtlinie für alternative Leistungskennzahlen eingeführt durch die ESMA, wurden erneut die Geschäftsberichte von 72 DAX – bzw. MDAX-Unternehmen aus dem Jahr 2015 auf Pro-Forma Kennzahlen untersucht. Üblicherweise werden adjustierte Kennzahlen mit dem Ziel veröffentlicht höchstmögliche Transparenz gegenüber dem Shareholder bzw. InvestorIn zu schaffen oder die tatsächliche Finanzlage des Unternehmens zu verhüllen um die Zielgruppe entsprechend beeinflussen zu können (Ruhwedel; Hemmersbach; Mosch 2017, S. 22). Basierend auf den Geschäftsberichten aus dem Jahr 2015 veröffentlichten 94% der untersuchten Unternehmen (Finanzdienstleistungsunternehmen wurden erneut nicht berücksichtigt) mindestens eine alternative Leistungskennzahl, mehr als 50% publizierten entweder zwei oder drei entsprechend ungeprüfte Kennziffern. Überdies hinaus wurde beobachtet, dass die Verwendung von EBIT eher abnimmt, während Unternehmen zunehmend ein modifiziertes EBIT bzw. EBITDA verwenden um die unternehmensspezifischen Besonderheiten besser darstellen zu können. Innerhalb der Stichprobe veröffentlichten 26 Unternehmen das EBIT sowie ein modifiziertes EBIT, allerdings war das modifizierte EBIT nur bei einem Unternehmen niedriger als das „klassische“ geprüfte EBIT. Dies lässt die Schlussfolgerung zu, dass Unternehmen hauptsächlich Aufwandspositionen eliminieren und Ertragspositionen nur in den seltensten Fällen nach unten korrigiert werden (Ruhwedel; Hemmersbach; Mosch 2017, S. 22–23). Ergänzend stellten zwei DAX notierte Unternehmen (Volkswagen und E.ON) ein positives modifiziertes EBIT dar, obwohl das eigentliche EBIT (vor Adjustierungen) als negativ ausgewiesen worden ist. Während beim ersteren Unternehmen die Aufwendungen wohl auf einmalige Sondereffekte zurückzuführen sind (Dieselskandal), sind beim zweiten Unternehmen diese mit Impairments in Zusammenhang zu bringen. Werden diese zwei Ausreißer in der weiteren Analyse nicht berücksichtigt, ist das modifizierte EBIT im Durchschnitt 23% höher als das eigentliche EBIT. Daher besteht der Einwand, dass diese Kennzahlen eher zum Zweck der Beeinflussung dienen als zur Informationsverbesserung für die InvestorenInnen. In den Geschäftsberichten aus dem Jahr 2015 wurden 14% der verwendeten Pro-Forma Kennzahlen nicht näher erläutert, welches ein wesentlicher Bestandteil der damals neu eingeführten ESMA-Richtlinie darstellt (Ruhwedel; Hemmersbach; Mosch 2017, S. 22–24).

Neben Studien welche sich mit Unternehmen beschäftigten die an der Deutschen Börse gelistet sind, gibt es auch Untersuchungen zum Thema Verwendung alternativer Leistungskennzahlen von Unternehmen, welche an verschiedenen europäischen Börsen notiert sind.

Grauer-Gaynor, Del Prete & Motta veröffentlichten 2018 eine Studie über die Verwendung dieser adjustierten Kennzahlen. Die Stichprobe wurde anhand drei Kriterien zusammenge-

stellt. Neben allen Unternehmen welche im Eurostoxx 50 kategorisiert sind, wurden zusätzlich 20 Unternehmen mit einer mittleren bzw. kleineren Marktkapitalisierung aus dem Eurostoxx 200, sowie alle großen britischen Vertreter aus dem STOXX Europe 50 Index in der Stichprobe berücksichtigt. Dabei wurde eine Klassifizierung anhand deren Segmente vorgenommen, wodurch 66 Unternehmen als Industriebetriebe klassifiziert wurden und die restlichen 20 Unternehmen als Finanzdienstleister (Banken & Versicherung) oder Real-Estate Gesellschaften anzusehen sind (Grauer-Gaynor; Del Prete; Motta 2018, S. 3). Aufgrund der Thematik dieser Arbeit, werden allerdings nur die Erkenntnisse für die Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen näher ausgeführt.

Im Vergleich zu den vorherigen Analysen deutscher Unternehmen, wurden bei Unternehmen welche im Eurostoxx 50 gelistet sind, zwischen 7 und 37 alternative Leistungskennzahlen veröffentlicht, durchschnittlich verwendete dabei jedes Unternehmen 17 verschiedene Non-GAAP-Kennzahlen. Die Spanne ist bei kleinen und mittleren Unternehmen erheblich kleiner (8-19), allerdings werden ebenfalls durchschnittlich 17 adjustierte Kennziffern verwendet. Nur jene Unternehmen welche in Großbritannien ansässig sind, verwenden durchschnittlich nur 11 alternative Kennzahlen und somit weniger als Unternehmen mit Sitz in anderen Ländern (Grauer-Gaynor; Del Prete; Motta 2018, S. 6). Unabhängig von der Größe des Unternehmens sind der Free Cash-Flow, die Nettoverschuldung, EBIT, EBITDA, Betriebsergebnis sowie diverse Verhältniszahlen die meist verwendeten alternativen Finanzkennzahlen bei der Analyse von Unternehmensdaten innerhalb dieser Stichprobe (Grauer-Gaynor; Del Prete; Motta 2018, S. 6–8). Am Häufigsten werden dabei das EBIT oder EPS (Earnings per Share) modifiziert, unabhängig von der Größe des Unternehmens. 39 von 51 untersuchten Industrieunternehmen wiesen einen adjustierten EBIT in ihrer Kommunikation aus, bei 80% dieser Gesellschaften wurden die Kennzahlen positiv angepasst. Zwei Unternehmen veränderten das Ergebnis erheblich, in dem das Resultat vom Negativen ins Positive abgewandelt werden konnte. Ein ähnliches Ergebnis kann für kleinere und mittlere Unternehmen beobachtet werden, hier haben 11 von 15 Unternehmen ein modifiziertes EBIT ausgewiesen. Dabei haben rund 75% ein höheres adjustiertes EBIT ausgewiesen, wenngleich ein Unternehmen nach den Adjustierungen sogar ein positives EBIT im Reporting veröffentlichen konnte. Die wesentlichen Argumente für die Anpassung dieser Kennziffer waren Restrukturierungsmaßnahmen, Verabschiedung von Geschäftszweigen, Impairments oder auch Merger & Akquisition bezogene Kosten (Grauer-Gaynor; Del Prete; Motta 2018, S. 10–11).

Im Jahr 2019 wurde eine Analyse der ESMA zum Thema der Anwendung von alternativen Leistungskennzahlen sowie die Umsetzung der Richtlinie bei der Verwendung dieser publiziert. In der Stichprobe wurden 127 Unternehmen aus 27 Mitgliedsstaaten aus dem europäischen Wirtschaftsraum berücksichtigt, welche ungefähr 40% der gesamten Marktkapitalisierung vereinen. Nichtsdestotrotz wurden in der Stichprobe Groß- und Kleinunternehmen beachtet, verschiedenste Sektoren sowie alle Länder in denen die Richtlinie bereits Anwendung findet. Zusammenfassend wurde die Stichprobe anhand aller Eurostoxx 50 sowie Stoxx 50 Unternehmen, welche nach IFRS bilanzieren, zusammengesetzt. Wenn kein Unternehmen aus einem Land in einem der beiden Indizes vertreten war, wurden jene zwei mit der höchsten Marktkapitalisierung in die Stichprobe aufgenommen (European Securities and Markets Authority 2019, S. 5–6). Bei der Analyse wurden 229 Dokumente analysiert (123 Geschäftsberichte und zusätzlich 106 Ad-hoc Offenlegungen), mit dem Ergebnis

von insgesamt 3.210 veröffentlichten alternativen Leistungskennzahlen und 385 verschiedenen Ausführungen dieser. Im Schnitt wurden von den untersuchten Unternehmen 16 alternative Kennziffern in Geschäftsberichten veröffentlicht, während in den ad-hoc Offenlegungen durchschnittlich 12 APMs verwendet wurden. Im Speziellen werden in den Sektoren Energie, Finanzdienstleistungen und im Gesundheitsbereich mehr adjustierte Kennzahlen verwendet als in anderen Branchen (European Securities and Markets Authority 2019, S. 10). Die häufigsten verwendeten alternativen Finanzkennzahlen von Nichtfinanzdienstleistungsunternehmen in Bezug auf die Gewinn- und Verlustrechnung waren EBIT gefolgt von EBITDA, organisches Wachstum sowie dem Betriebsergebnis. Die wesentlichen Pro-Forma Kennzahlen bezogen auf die Vermögenslage des Unternehmens waren die Nettoverschuldung als absolute Kennziffer und die Nettoverschuldung / EBITDA als Verhältnis-kennzahl. Darüber hinaus wurden verschiedenste Verhältniskennzahlen in Bezug auf die Vermögens- bzw. Finanzierungssituation durch die Unternehmen veröffentlicht. Capex, Free Cash-Flow und Cash-Flow aus laufender Geschäftstätigkeit sind die wesentlichen Indikatoren aus der Kapitalflussrechnung. Während die vorherigen Kennzahlen klassischerweise nicht adjustiert sind, werden diese oft auch entsprechend modifiziert um auf die unternehmensspezifischen Eigenschaften näher eingehen zu können. Neben den bereits erwähnten Kennziffern wird auch häufig ein adjustierter Nettogewinn entsprechend ausgewiesen (European Securities and Markets Authority 2019, S. 14–16). Wie auch in den vorherigen Studien bereits aufgezeigt, sind Restrukturierungskosten sowie Kosten welche im Zusammenhang mit einer Akquisition oder dem Verkauf eines Geschäftsbereiches zusammenhängen, die wesentlichen Antreiber um modifizierte APMs zu veröffentlichen. Ferner zeigt die Studie auf, dass sich die verwendeten Kennzahlen von Finanzdienstleistungsunternehmen erheblich von jenen von Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen unterscheiden (European Securities and Markets Authority 2019, S. 24–27).

Neben der tatsächlichen Verwendung von alternativen Leistungskennzahlen spielt die Umsetzung der Richtlinie ein wesentlicher Aspekt in der Analyse. Obwohl die rechtlichen Grundlagen durch die ESMA klar definiert wurden, gab es nur bei 41% der Geschäftsberichte eine klare Definition zu den einzelnen Pro-Forma Kennzahlen. In den sogenannten Ad-hoc Offenlegungen lag der Anteil bei 37%. Dennoch wurden in knapp 80% der Geschäftsberichte zumindest mehr als 50% der verwendeten APMs entsprechend ausgewiesen. Bei den Ad-hoc Offenlegungen wurden in 67% der Fälle die verwendeten alternativen Leistungskennzahlen zu einem großen Teil dargelegt, allerdings wurden auch in 24% der Fälle keine Definitionen bzw. Berechnungen dieser zur Verfügung gestellt (European Securities and Markets Authority 2019, S. 30).

2.5 Forschungslücke

Wie in den vorherigen Kapiteln bereits ausgeführt, finden alternative Leistungskennzahlen europaweit immer mehr Zuspruch um mit Shareholdern & potentiellen InvestorenInnen zu kommunizieren und die Unternehmenssituation transparenter oder besser darstellen zu können. In der bestehenden Literatur wird auf die Berichtspflichten, die Vor- und Nachteile sowie die Verbreitung von alternativen Leistungskennzahlen umfassend eingegangen. Jedoch bezieht sich die momentane Literatur vornehmlich auf die Grundlagen bzw. deren Probleme, ohne dabei näher auf die Nützlichkeit dieser einzugehen. Überdies hinaus bezieht sich die Analyse mehrheitlich auf bestimmte Aktienindizes sowie die Verbreitung bei Unternehmen welche an der gleichen Börse notiert sind, ohne dabei eine grenzübergreifende Perspektive einzunehmen.

Deshalb werde ich mich innerhalb meiner Master-Arbeit mit der Analyse der Erklärungskraft alternativer Finanzkennzahlen – ein europäischer Vergleich von Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen beschäftigen, welches mit zwei unterschiedlichen Gesichtspunkten einhergeht.

Neben der Analyse von 100 Geschäftsberichten, zusammengesetzt aus Unternehmen aus verschiedensten europäischen Ländern, soll der Erklärungsgehalt von alternativen Leistungskennzahlen in Bezug auf den Unternehmenswert zum Bilanzstichtag analysiert werden. Dabei soll erläutert werden, in wie fern alternative Leistungskennzahlen den Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes erhöhen können und somit das Modell entsprechend verbessern. Aufgrund unterschiedlichen Geschäftsmodellen und den damit einhergehenden unterschiedlichen Anforderungen bei der Verwendung von alternativen Leistungskennzahlen, werden Finanzdienstleistungs- sowie Real-Estate Unternehmen in der Analyse außen vorgelassen. Daher basiert diese Master-Arbeit auf folgender Forschungsfrage:

Wie gut ist der Erklärungsgehalt von alternativen Leistungskennzahlen (APM) in den Geschäftsberichten, von börsennotierten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen, in Europa im Jahr 2019 in Bezug auf den Unternehmenswert zum Bilanzstichtag?

Folgende Unterfragen sollen dabei helfen, die Kernfrage entsprechend beantworten zu können.

- Handelt es sich bei alternativen Leistungskennzahlen um reines Finanzmarketing, bei dem die Zahlen zugunsten des Unternehmens angepasst werden, um sich auf dem Aktienmarkt besser präsentieren zu können?
- Welche geprüften Kennzahlen werden häufig von börsennotierten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen angepasst?
- Welche Komponenten alternativer Leistungskennzahlen sind in unterschiedlichen Regionen von Bedeutung?
- Wessen Zusammenhang besitzen alternative Finanzkennzahlen bei börsennotierten Gesellschaften, innerhalb Europas, in Bezug auf den Unternehmenswert?

2.6 Zielsetzung

Diese Arbeit beschäftigt sich mit der Verwendung von alternativen Leistungskennzahlen bei der Kommunikation auf dem Aktienmarkt mit Shareholdern aber auch potentiellen InvestorenInnen. Die Arbeit verfolgt dabei verschiedene Ziele, welche nachfolgend näher erläutert werden.

Mit der Analyse von Geschäftsberichten aus dem Jahr 2019 soll dargestellt werden, ob mit Hilfe von alternativen Leistungskennzahlen Finanzmarketing betrieben oder die tatsächliche wirtschaftliche Situation des Unternehmens widergespiegelt wird. Ergänzend besteht die Möglichkeit, die relevanten ungeprüften Kennzahlen, welche häufig von Unternehmen in verschiedensten Ländern veröffentlicht werden, zu identifizieren. Zusätzlich können dadurch bereits erste regionale Unterschiede erkannt werden um damit mögliche länder-spezifische Besonderheiten aufzuzeigen. Zudem soll im Rahmen der Auswertung der Geschäftsberichte analysiert werden, inwieweit die Regulierungen beider Behörden ESMA und SIX bereits umgesetzt wurden, um mögliche Abweichungen zu identifizieren. Gerade die länderübergreifende Analyse bietet hier viele Möglichkeiten um neue Erkenntnisse gewinnen zu können.

Im Kapitel 4.2 soll der Erklärungsgehalt von alternativen Leistungskennzahlen von europäischen börsennotierten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen analysiert werden. Mit Hilfe dieser Analyse kann somit näher auf die Frage eingegangen werden, ob diese als zusätzlicher Indikator für die Erklärung des Unternehmenswertes herangezogen werden können und demnach einen Mehrwert bei der Analyse bieten. Hier soll erörtert werden, ob unterschiedliche alternative Leistungskennzahlen in bestimmten Branchen, Ländern, Regionen oder bei bestimmten Währungen einen höheren Erklärungsgehalt bieten können als andere.

Zusammenfassend besteht das Ziel dieser Arbeit, auf der einen Seite die wesentlichen alternativen Leistungskennzahlen im europäischen Kontext zu identifizieren und auf der anderen Seite die Prognosekraft dieser zu beurteilen. Anhand der empirischen Analyse sollen entsprechende Implikationen für die Praxis hergeleitet und die aktuellen Bestimmungen dieser alternativen Leistungskennzahlen kritisch hinterfragt werden. Basierend auf diesen beiden Ansätzen kann die Forschungsfrage und die damit einhergehenden Unterfragen beantwortet werden, um die Nützlichkeit von alternativen Leistungskennzahlen besser beurteilen zu können.

3. Hypothesen und methodisches Vorgehen

Da diese Arbeit mit zwei unterschiedlichen Gesichtspunkten einhergeht, muss bei der Konzeption der Untersuchungsmethode dies berücksichtigt werden. Im ersten Teil werden 100 Geschäftsberichte von börsennotierten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen aus verschiedenen europäischen Ländern untersucht, im zweiten Teil werden alle Gesellschaften, aus den jeweiligen Leitindizes in der Analyse der Erklärungskraft berücksichtigt, die als Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen zu klassifizieren sind. Dabei werden die ursprünglichen 100 Unternehmen, deren Geschäftsberichte analysiert werden, ebenfalls in der Stichprobe im zweiten Teil der Arbeit beachtet.

Um einen Teil der Forschungsfrage und die dazugehörigen Unterfragen entsprechend beantworten zu können, muss die Untersuchungsmethode entsprechend aufbereitet werden. Im ersten Teil der Auswertung werden die Auswahlkriterien definiert und die ausgewählten Unternehmen dargelegt, anschließend werden die Geschäftsberichte, Investor-Relations-Unterlagen und sonstige Beilagen zum Jahresabschluss für das Wirtschaftsjahr 2019 systematisch nach alternativen Leistungskennzahlen gefiltert. Basierend auf den Ergebnissen kann bereits eine deskriptive Statistik ausgeführt werden, um etwaige Anomalien oder Gemeinsamkeiten vorab erkennen zu können. Anhand dieser Ergebnisse können die meist verwendeten alternativen Leistungskennzahlen definiert und mögliche regionale Unterschiede vorab aufgezeigt werden. Basierend auf der ursprünglichen Auswertung können weitere Analysen durchgeführt werden, in wie fern sich die verwendeten Kennzahlen im regionalen oder auch im branchenspezifischen Kontext unterscheiden. Überdies hinaus soll die Frage geklärt werden, ob große Unternehmen häufiger APMs in ihrem Reporting verwenden.

Im zweiten Teil der Arbeit werden alle Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen berücksichtigt, aus welchen sich der jeweilige Leitindex des jeweiligen Landes im Jahr 2021 zusammensetzt. Mit Hilfe dieses Ansatzes besteht die Möglichkeit einen erhöhten Stichprobenumfang zu generieren und die Verlässlichkeit der Ergebnisse entsprechend zu erhöhen. Anhand dieser vergrößerten Stichprobe soll der Einfluss auf den Erklärungsgehalt des Unternehmenswert im Geschäftsjahr 2019 mit Hilfe von einem hergeleiteten Regressionsmodell untersucht werden, um weitere Erkenntnisse zu dieser Thematik darstellen zu können. Zudem besteht die Möglichkeit länder-, regionale-, branchen-, und währungsspezifische Unterschiede herauszuarbeiten und entsprechend darzustellen.

Mit Hilfe der systematischen Betrachtung von Geschäftsberichten sowie der Regressionsanalyse sollen folgende Hypothesen innerhalb dieser Arbeit untersucht werden:

Tabelle 1: Hypothesen

H 1:	Bei alternativen Leistungskennzahlen handelt es sich um Finanzmarketing, die nicht zur Herleitung des Unternehmenswertes herangezogen werden können.
H 2:	Umso höher die Marktkapitalisierung des Unternehmens, umso mehr alternative Leistungskennzahlen werden ausgewiesen.
H 3:	Die verwendeten alternativen Leistungskennzahlen unterscheiden sich je nach Region bzw. Branche.
H 4:	Alternative Leistungskennzahlen bieten Erklärungsgehalt für den Unternehmenswert.

H 4a:	Alternative Leistungskennzahlen bieten im länderspezifischen Kontext einen höheren Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes.
H 4b:	Alternative Leistungskennzahlen bieten im regionalen Kontext einen höheren Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes.
H 4c:	Alternative Leistungskennzahlen bieten im branchenspezifischen Kontext einen höheren Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes.
H 4d:	Alternative Leistungskennzahlen bieten im währungsspezifischen Kontext einen höheren Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes.

Hinsichtlich Hypothese 1-3 wird die Methodik in Abschnitt 3.1 „Konzeption der Geschäftsberichtsanalyse“ näher erläutert, um daraus die notwendigen Erkenntnisse gewinnen zu können. Für die Hypothese 4 und die dazugehörigen Unterhypothesen wird die Methodik in Abschnitt 3.2 dargelegt, die die Grundlage für die Untersuchung dieser bildet.

Basierend auf den Hypothesen soll abschließend beurteilt werden, ob es sich bei alternativen Leistungskennzahlen um ein hilfreiches, zusätzliches Tool handelt um eine Investitionsentscheidung tätigen zu können oder ob diese adjustierten Kennzahlen wenig über die tatsächliche Unternehmensperformance aussagen.

3.1 Konzeption der Geschäftsberichtsanalyse

Es werden 100 europäische, börsennotierte Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen herangezogen, um die verwendeten alternativen Leistungskennzahlen a) zu identifizieren und b) deren Darstellung innerhalb der Geschäftsberichte zu analysieren. Die Unternehmen werden nach bestimmten Kriterien festgelegt, namentlich der Branchenzugehörigkeit, dem Ort der Börsennotierung sowie der Marktkapitalisierung.

3.1.1 Branchenzugehörigkeit

Aufgrund der Unterschiedlichkeit der verschiedensten Branchen und der damit einhergehenden nicht gegebenen Vergleichbarkeit der Kennzahlen, wird der Fokus auf Nicht-Finanzdienstleistungs- und Real-Estate-Unternehmen gelegt.

Die Klassifizierung der Unternehmen erfolgt anhand dem „Global Industry Classification Standard (GICS ®)“, um die Unternehmen a) systematisch zuordnen zu können und b) bestimmte Unternehmensgruppen gezielt außen vor lassen zu können.

Unternehmen können gemäß GICS in 11 verschiedene Sektoren eingestuft werden (MSCI 2021). In dieser Arbeit werden dabei die englischen Fachbegriffe verwendet, um auf der einen Seite Ungenauigkeiten, verursacht durch die Übersetzung, vermeiden zu können und um auf der anderen Seite die übliche Terminologie zu verwenden.

- Energy
- Materials
- Industrials
- Consumer Discretionary
- Consumer Staples

- Health Care
- Financials
- Information Technology
- Communication Services
- Utilities
- Real Estate

Infolge der Besonderheiten von Finanz- und Real Estate-Gesellschaften werden diese in der Analyse von Geschäftsberichten aber auch in der Erläuterung des Erklärungsgehaltes nicht weiter berücksichtigt. Zudem werden einige wenige Unternehmen, hauptsächlich Beteiligungsgesellschaften keinem GICS-Code zugeordnet, auf welche ebenfalls in der Analyse keinen Bezug genommen wird.

3.1.2 Ort der Börsennotierung

Um einen europäischen Vergleich vornehmen zu können, werden zehn Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen pro Aktienmarkt näher analysiert. Der Ort der Börsennotierung wird anhand mehrerer Kriterien eingeschränkt. Neben der Größe der jeweiligen Volkswirtschaft (gemessen am Bruttoinlandsprodukt), der Größe der entsprechenden Börse spielt die regionale Eingrenzung eine wesentliche Rolle bei der Definition der Stichprobe für die Geschäftsberichts- und Regressionsanalyse.

Im Jahr 2019 waren Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Italien und Spanien, gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) die größten Volkswirtschaften innerhalb der Europäischen Union (Eurostat. 2020). Zusätzlich zu den größten Volkswirtschaften Europas werden in der Analyse Unternehmen berücksichtigt, welche an der Nasdaq Nordic notiert sind, mit einem Fokus auf die nordischen Länder Finnland und Schweden. Neben den bereits erwähnten Ländern werden in der Analyse Unternehmen aus der Benelux-Region (Belgien, Niederlande & Luxemburg) berücksichtigt. Wegen der regionalen Verbindung werden Unternehmen aus Österreich und der Schweiz in der Analyse ebenfalls berücksichtigt. Grundsätzlich ergibt sich folglich eine Stichprobe aus dem mittel-, süd- und nordeuropäischen Raum um die Verbreitung von alternativen Leistungskennzahlen bei den klassifizierten Unternehmen im grenzübergreifenden Kontext näher zu untersuchen.

3.1.3 Marktkapitalisierung

Die erste Selektion an Unternehmen erfolgt über den jeweiligen Leitindex der ausgewählten Länder. Innerhalb der jeweiligen Börsen sollen jene Gesellschaften in der Stichprobe berücksichtigt werden, welche die höchste Marktkapitalisierung innehaben. Marktkapitalisierung wird durch die Multiplikation des aktuellen Börsenkurses des Unternehmens mit der Anzahl der emittierten Aktien, welche im Umlauf sind, der Gesellschaft ermittelt (Wenke o. J.). Somit werden bei dieser Stichprobe nur die größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen des jeweiligen Landes bzw. Region berücksichtigt. Basierend auf einer ersten Selektion, gelistet im Hauptindex des jeweiligen Landes und die Zuordnung anhand der be-

schriebenen Kriterien, wird anhand der Marktkapitalisierung, verfügbar auf der Datenplattform OSIRIS, die finale Stichprobe festgelegt. Dementsprechend können dann die zehn größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen des jeweiligen Landes in der Analyse betrachtet werden.

3.1.4 Festlegung der Stichprobe

Für die Stichprobe der Geschäftsberichtsanalyse 2019 wurden börsennotierte Gesellschaften berücksichtigt, welche im Leitindex des jeweiligen Landes im Jahr 2021 vertreten sind. Neben den vorab beschriebenen Kriterien werden für diese Analyse pro Land bzw. Region zehn Unternehmen herangezogen, welche die höchste Marktkapitalisierung per Ende 2019 innehaben und nach IFRS bilanzieren.

Tabelle 2: Stichprobe Österreich

Unternehmensname	Branche
OMV AG	Energy
Verbund AG	Utilities
Telekom Austria AG	Communication Services
Andritz AG	Industrials
VoestAlpine AG	Materials
Wienerberger AG	Materials
Österreichische Post AG	Industrials
Lenzing AG	Materials
Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment AG	Energy
AT&S Austria Technologie & Systemtechnik AG	Information Technology

Die österreichische Stichprobe setzt sich aus sechs verschiedenen Sektoren zusammen, allerdings sind keine Unternehmen aus den Bereichen Health Care, Consumer Staples bzw. Discretionary vertreten.

Tabelle 3: Stichprobe Schweiz

Unternehmensname	Branche
Nestle SA	Consumer Staples
Novartis AG	Health Care
Roche Holding AG	Health Care
LafargeHolcim Ltd	Materials
Compagnie Financiere Richemont SA	Consumer Discretionary
Givaudan SA	Materials
Alcon AG	Health Care
Swisscom AG	Communication Services
Lonza Group AG	Health Care
SIKA AG	Materials

Aufgrund der Tatsache, dass die ABB Ltd. und The Swatch Group Ltd. nach dem lokalen Rechnungslegungsstandard bilanzieren bzw. ihr Reporting ausweisen, können diese zwei Unternehmen (trotz hoher Marktkapitalisierung) in der weiteren Analyse der Geschäftsberichte nicht berücksichtigt werden. Die Stichprobe Schweizerischer Unternehmen ist stark von den Bereichen Health Care und Materials geprägt, welche im Wesentlichen in den Bereichen Pharmazie sowie in der Verarbeitung von chemischen Materialien tätig sind.

Tabelle 4: Stichprobe Frankreich

Unternehmensname	Branche
LVMH Moet Hennesy Louis Vuitton SE	Consumer Discretionary
L'Oreal S.A.	Consumer Staples
Total S.A.	Energy
Sanofi S.A.	Health Care
Kering S.A.	Consumer Discretionary
Hermes International SCA	Consumer Discretionary
Vinci S.A.	Industrials
L'air Liquide Societe Anonyme Pour L'etude et L'exploitation des procedes Georges Claude S.A.	Materials
Essilorluxottica S.A.	Consumer Discretionary
Safran S.A.	Industrials

Die französische Stichprobe setzt sich im Wesentlichen aus Konsumgütern zusammen, vor allem aus Consumer Discretionary. Diese Unternehmen sind im Luxusgüterbereich tätig, hauptsächlich im Bereich Mode. Neben Konsumgütern sind Unternehmen aus den Bereichen Industrials, Materials, Energy sowie Health Care unter den zehn Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung im CAC 40 (Finanzdienstleister außen vorgelassen).

Für die Stichprobe Benelux (Belgien, Niederlande, Luxemburg) werden fünf Unternehmen aus den Niederlanden, vier Unternehmen aus Belgien sowie ein Unternehmen aus Luxemburg herangezogen. Gemessen an der Marktkapitalisierung der notierten Unternehmen in den jeweiligen Leitindizes, ist die niederländische Börse die Größte gefolgt vom belgischen Leitindex. Rund 63% der Marktkapitalisierung in der Benelux-Region entfällt auf niederländische Unternehmen, 32% auf belgische sowie 5% auf Unternehmen aus Luxemburg. Um ein luxemburgisches Unternehmen (Arcelormittal SA) in der Stichprobe mit aufnehmen zu können, wurde der Anteil niederländischer Unternehmen reduziert. Aufgrund dieses Ansatzes konnten einige niederländische Unternehmen in der Stichprobe nicht berücksichtigt werden, obwohl diese eine höhere Marktkapitalisierung aufweisen als Unternehmen aus Belgien bzw. Luxemburg.

Tabelle 5: Stichprobe Benelux

Unternehmensname	Branche
ASML Holding N.V.	Information Technology
Heineken N.V.	Consumer Staples
Koninklijke Philips N.V.	Health Care
Royal Ahold Delhaize N.V.	Consumer Staples
Adyen N.V.	Information Technology
Anheuser-Busch InBev SA/N.V.	Consumer Staples
UCB SA	Health Care
Solvay SA	Materials
Proximus SA	Communication Services
Arcelormittal SA	Materials

Innerhalb der Benelux-Region setzt sich die Stichprobe aus Unternehmen zusammen, welche im Lebensmittelbereich tätig sind (Consumer Staples), Produkte für das Gesundheitswesen entsprechend entwickeln bzw. produzieren (Health Care) sowie in der Weiterverarbeitung von Metallen bzw. Chemikalien aktiv sind (Materials).

Tabelle 6: Stichprobe Deutschland

Unternehmensname	Branche
SAP SE	Information Technology
Siemens AG	Industrials
Bayer AG	Health Care
Deutsche Telekom AG	Communication Services
BASF SE	Materials
Adidas AG	Consumer Discretionary
Daimler AG	Consumer Discretionary
Volkswagen AG	Consumer Discretionary
Bayerische Motoren Werke AG	Consumer Discretionary
Deutsche Post AG	Industrials

Die zehn deutschen Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung innerhalb des DAX 30 welche als Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen zu klassifizieren sind, sind hauptsächlich im Bereich Consumer Discretionary anzusiedeln. Infolge der weltweiten Bekanntheit der deutschen Automobilindustrie sind drei Unternehmen, namentlich Daimler AG, Volkswagen AG sowie Bayerische Motoren Werke AG (BMW), unter jenen Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung im Jahr 2019. Daneben werden Unternehmen aus den verschiedensten Industriebereichen berücksichtigt, von Information Technology über Communication Services bis zum Health Care Bereich.

Tabelle 7: Stichprobe Spanien

Unternehmensname	Branche
Industria de Diseno Textil SA (Inditex)	Consumer Discretionary
Ibderdrola SA	Utilities
Telefonica SA	Communication Services
Amadeus IT Group SA	Information Technology
Aena S.M.E, SA	Industrials
Endesa SA	Utilities
Naturgy Energy Group SA	Utilities
Repsol SA	Energy
Ferrovial SA	Industrials
Cellnex Telecom SA	Communication Services

Im Vergleich zu den vorherigen Ländern können bei der spanischen Stichprobe erste Unterschiede zu Mitteleuropa festgestellt werden. Während Utilities Gesellschaften bisher kaum Berücksichtigung in der Stichprobe fanden, finden sich in Spanien gleich drei solcher Unternehmen unter den Top 10 mit der höchsten Marktkapitalisierung. Zusätzlich finden fünf weitere Sektoren Berücksichtigung in der Stichprobe, wie in Tabelle 7 abgebildet. Gerade die hohe Bedeutung von Utilities und Communication Services Gesellschaften im Vergleich zu anderen Ländern lässt bereits einen ersten regionalen Unterschied erkennen, welcher in Abschnitt 4.1 wieder aufgegriffen wird.

Tabelle 8: Stichprobe Finnland

Unternehmensname	Branche
KONE OYJ	Industrials
Neste OYJ	Energy
Fortum OYJ	Utilities
Nokia OYJ	Information Technology
UPM-Kymmene OYJ	Materials
Elisa OYJ	Communication Services
Stora Enso OYJ	Materials
Wartsila OYJ	Industrials
Huhtamaki OYJ	Materials
Orion OYJ	Health Care

In Finnland befinden sich drei Unternehmen in der Stichprobe, welche Materialien entsprechend be- und verarbeiten. Hierunter sind Unternehmen zusammengefasst die in der Papier- oder in der Verpackungsproduktion tätig sind, was möglicherweise unter anderem auch auf die lokalen natürlichen Ressourcen (z.B. Holz) zurückgeführt werden kann. Daneben sind sechs weitere Sektoren in der Stichprobe enthalten, nur Unternehmen aus den Bereichen der Konsumgüterproduktion- bzw. vertrieb (Consumer Staples & Consumer Discretionary) finden keine Berücksichtigung in der finnischen Stichprobe.

Tabelle 9: Stichprobe Schweden

Unternehmensname	Branche
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary
AB Volvo	Industrials
Ericsson AB	Information Technology
ASSA Abloy AB	Industrials
Sandvik AB	Industrials
Hexagon AB	Information Technology
Telia Company AB	Communication Services
Alfa Laval AB	Industrials
Tele2 AB	Communication Services
Skanska AB	Industrials

Die schwedische Stichprobe setzt sich im Wesentlichen aus zwei Branchen zusammen. Auf der einen Seite Industrials und auf der anderen Seite Technologieunternehmen (Information Technology & Communication Services), welche 90% des Stichprobenumfangs ausmachen. Einzig Hennes & Mauritz (H&M) als weltweit agierendes Einzelhandelsunternehmen kann nicht diesen beiden Bereiche zugeordnet werden. Bei Industrials liegt der vorrangige Fokus auf Unternehmen welche Anlagengüter herstellen, bei Technologieunternehmen wird entweder die Hard- oder Software entsprechend produziert bzw. programmiert.

Tabelle 10: Stichprobe Italien

Unternehmensname	Branche
Enel S.P.A.	Utilities
Eni S.P.A.	Energy
Atlantia S.P.A.	Industrials
Snam S.P.A.	Utilities
Terna S.P.A.	Utilities
Moncler S.P.A.	Consumer Discretionary
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.P.A.	Health Care
Telecom Italia S.P.A.	Communication Services
Diasorin S.P.A.	Health Care
Leonardo S.P.A.	Industrials

Wie in Spanien befinden sich drei Utilities-Unternehmen unter den zehn größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen aus Italien. Neben diesen Unternehmen werden in der Geschäftsberichtsanalyse über dies hinaus auch noch Gesellschaften aus den Bereichen Energy, Consumer Discretionary, Communication Services und Health Care berücksichtigt.

Tabelle 11: Stichprobe Großbritannien

Unternehmensname	Kategorisierung
Astrazeneca PLC	Health Care
BP PLC	Energy
Glaxosmithkline PLC	Health Care
Royal Dutch Shell PLC	Energy
Diageo PLC	Consumer Staples
British American Tobacco PLC	Consumer Staples
Rio Tinto PLC	Materials
Unilever PLC	Consumer Staples
Reckitt Benckiser Group PLC	Consumer Staples
BHP Group PLC	Materials

Die Stichprobe aus Großbritannien setzt sich aus vier Teilbereichen zusammen. 40% der untersuchten Unternehmen kann der Kategorie von Konsumgütern (Consumer Staples) zugeschrieben werden, allerdings finden auch je zwei Unternehmen aus den Bereichen Health Care, Energy sowie Materials Berücksichtigung.

Die Geschäftsberichte von den 100 angeführten börsennotierten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen für das Finanzjahr 2019 werden systematisch analysiert um den ersten Teil der Forschungsfrage bzw. deren Unterfragen und die damit einhergehenden Hypothesen entsprechend beantworten zu können. Bei dieser Untersuchung werden die Geschäftsberichte nach unterschiedlichsten Schlagwörtern, wie zum Beispiel „alternative Leistungskennzahlen“, „Pro-Forma Kennzahlen“, „Alternative Performance Measures“, „Non-GAAP Measures“ und „APM“ gefiltert. Darauf aufbauend wird nach jenen alternativen Leistungskennzahlen gefiltert, welche in der bestehenden Literatur als wesentlich identifiziert wurden. Mithilfe dieser Methodik sollen bereits erste Erkenntnisse gewonnen werden, um a) Teile der aufgestellten Hypothesen beurteilen zu können und b) diese bei der vertieften Analyse des Erklärungsgehaltes im Bezug auf den Unternehmenswert zu betrachten.

3.2 Ableitung des zugrunde liegenden Regressionsmodells

Im zweiten Teil dieser Arbeit steht die Erklärungskraft von alternativen Leistungskennzahlen im Mittelpunkt der Analyse, daher wird der Stichprobenumfang entsprechend erweitert. Wie bei der Geschäftsberichtsanalyse werden wieder die Leitindizes der jeweiligen Länder herangezogen, allerdings erfolgt in diesem Falle keine Eingrenzung anhand der Marktkapitalisierung. Ungeachtet dessen werden hier erneut Finanzdienstleistungs- sowie Real Estate-Unternehmen in der Analyse keine Berücksichtigung finden, da in diesen Branchen gewöhnlich andere Kennziffern angewendet und unterschiedliche Adjustierungen vorgenommen werden. Die Daten wurden mit Hilfe der Plattform OSIRIS im Frühjahr 2021 gesammelt und entsprechend aufbereitet. Allerdings handelt es sich bei den alternativen Leistungskennzahlen um eine standardisierte Berechnung dieser.

In Summe sind in den ausgewählten Leitindizes insgesamt 345 Unternehmen gelistet, für 337 sind entsprechende Daten auf der Plattform OSIRIS verfügbar. Werden Finanzdienstleistungs- und Real Estate-Unternehmen sowie Beteiligungsgesellschaften in der Analyse nicht berücksichtigt, kann ein Stichprobenumfang von 252 Unternehmen erreicht werden. Mithilfe von standardisiert berechneten alternativen Leistungskennzahlen soll der Erklärungsgehalt dieser auf den Unternehmenswert per Bilanzstichtag analysiert werden. Dies wird anhand des nachfolgend hergeleiteten Regressionsmodelles erfolgen.

3.2.1 Feltham & Ohlson Modell

Um den Erklärungsgehalt von alternativen Leistungskennzahlen in Bezug auf den Unternehmenswert zu untersuchen, können unterschiedliche Regressionsanalysen durchgeführt werden. Henschke unterscheidet zwischen zwei verschiedenen Arten um den Unternehmenswert bewerten zu können. Bei einem Ansatz müssen Prognoserechnungen aufgestellt werden, um die entsprechenden Modelle verwenden zu können. Darunter fallen das „Dividend-Discount Model“, „Discounted Cash-Flow Model“ oder auch das „Residual Income Model“, welche als intrinsische Bewertungsmodelle zu klassifizieren sind. Daneben gibt es mit der „Multiple Valuation Method“ und dem „Linear Information Model“ zwei Bewertungsansätze welche keine prognostizierten Zahlen benötigen, sondern mit aktuellen Zahlen arbeiten. Bei dem Multiple Valuation Ansatz werden Transaktionen von vergleichbaren Unternehmen herangezogen, um den Unternehmenswert zu bestimmen. Beispielsweise wenn ein Unternehmen um einen Verkaufspreis verkauft wurde, welcher siebenmal höher ist als deren Einnahmen, wäre eine vergleichbare Unternehmung mit 5 Millionen Euro Einkünften, 35 Millionen Euro wert (Henschke 2009, S. 7–15). Die bisher beschriebenen Bewertungsansätze können für die Regressionsanalyse in dieser Arbeit nicht herangezogen werden, da a) die Bewertung auf aktuellen, veröffentlichten Daten stattfinden soll und b) keine vergleichbaren Transaktionen für alle Unternehmen verfügbar sind. Aufgrund dieser Tatsache, orientiert sich die Regressionsanalyse um den Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes bestimmen zu können am „Linear Information Model“ Ansatz. Diese Bewertungsmodelle orientieren sich an Buchhaltungspositionen aus der Bilanz oder der Gewinn- und Verlustrechnung wie zum Beispiel Buchwerte, Einkünfte, Dividendenzahlungen oder dem Cash-Flow. Dabei verweist die bestehende Literatur hauptsächlich auf das „The Ohlson (1995)

Model“, „The Feltham/Ohlson (1995) Model“ sowie auf das „The Choi/O`Hanlon/Pope (2006) Model“ (Henschke 2009, S. 18–24).

In der weiteren Ausführung wird das Modell nach Feltham & Ohlson als Basis für die Ableitung des Regressionsmodells herangezogen.

Bereits in den 1930er Jahren beschäftigten sich erste Autoren mit der Beziehung zwischen dem Kapitalmarkt und den Finanzberichten von börsennotierten Unternehmen. Nichtsdestotrotz bilden die Forschungen aus den 1960er Jahren die Grundlagen für die Weiterentwicklung der Modelle durch Ohlson (1995) bzw. Feltham/Ohlson (1995) (Abderrahmane 2019, S. 265).

Um den Zusammenhang zwischen dem Unternehmenswert und aktuellen Buchhaltungszahlen festlegen zu können, wird zwischen operativen und finanziellen Aktivitäten unterschieden. Beim Nettofinanzvermögen spielen zwei Annahmen eine wesentliche Rolle in der Beurteilung. Einerseits wird eine perfekte Buchhaltung angenommen (Buchwert reflektiert den Marktwert), andererseits haben Finanzinvestitionen einen Barwert gleich 0 in der Analyse. Daher liegt der Hauptfokus auf den operativen Tätigkeiten beziehungsweise auf den Nicht-Finanzvermögensgegenständen des Unternehmens (Feltham; Ohlson 1995, S. 701; Henschke 2009, S. 21). Angesichts der Tatsache, dass das Modell mit diesen Annahmen einhergeht, wird in der ursprünglichen Regression zusätzlich der Fokus auf anderen buchhalterischen Informationen gelegt. In der tatsächlichen Analyse spielen das Vermögen sowie das operative Resteinkommen und zwei Variablen, welche andere Informationen berücksichtigen, eine Rolle. Folgende Variablen werden in der Regressionsanalyse verwendet. Um die Nachvollziehbarkeit mit Feltham & Ohlson zu garantieren, werden die Abkürzungen entsprechend übernommen (Feltham; Ohlson 1995, S. 693–694).

Tabelle 12: Regressionsvariablen

bv_t	Buchwert des Eigenkapitals des Unternehmens in Periode t
oa_t	Nettobetriebsvermögen in Periode t
fa_t	Nettofinanzvermögen in Periode t
ox_t	Operatives Resteinkommen in Periode t
v_{1t}	Andere Informationen in Periode t
v_{2t}	Andere Informationen in Periode t
V_t	Unternehmenswert in Periode t
APM_t	Alternative Leistungskennzahl in Periode t

Folgende Gleichung zeigt die Zusammensetzung des Buchwertes des Eigenkapitales des Unternehmens in Periode t.

$$bv_t = oa_t + fa_t \quad (1)$$

Basierend auf diversen Annahmen und Herleitungen, kann der Unternehmenswert mit folgender Regression (2) bestimmt werden (Henschke 2009, S. 21–22).

$$V_t = bv_t + \beta_1 ox_t + \beta_2 oa_t + \beta_3 v_{1t} + \beta_4 v_{2t} \quad (2)$$

In der Hinführung auf das Thema wurde die Frage aufgeworfen, ob es sich bei den alternativen Leistungskennzahlen um Finanzmarketing der börsennotierten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen handelt oder ob sie eine Auskunft über die finanzielle Stabilität des Unternehmens geben können. Während Finanzmarketing anhand der Auswertung der Geschäftsberichte (Abschnitt 4.1) erläutert wird, kann der Erklärungsgehalt mitunter mit Hilfe einer linearen Regression erläutert werden. Hierfür soll, um diese Frage beantworten zu können, die Regression (2) um einen zusätzlichen Term erweitert werden.

$$V_t = bv_t + \beta_1 ox_t + \beta_2 oa_t + \beta_3 v_{1t} + \beta_4 v_{2t} + \beta_5 APM_t \quad (3)$$

Die Variable APM_t in der Regressionsanalyse soll mit den am häufigsten verwendeten alternativen Leistungskennzahlen befüllt werden. Unter Berücksichtigung der bisherigen Literatur und der Geschäftsberichtsanalyse können das EBITDA oder auch der Free Cash-Flow eine wichtige Rolle beim Reporting von börsennotierten Unternehmen spielen. Dabei soll für die am häufigsten verwendeten alternativen Leistungskennzahlen, die Regressionsanalyse separat durchgeführt werden.

Neben der Hauptregression (3) soll in der Analyse auch auf länder-, regionale-, branchen- oder auf währungsübergreifende Unterschiede eingegangen werden. Hierbei muss der Term APM_t mit der entsprechenden nominalen Variable multipliziert werden. Für die regionalen Unterschiede muss die Regression beispielsweise folgendermaßen angepasst werden.

$$V_t = bv_t + \beta_1 ox_t + \beta_2 oa_t + \beta_3 v_{1t} + \beta_4 v_{2t} + \beta_5 APM_t \text{Region} \quad (4)$$

Durch die Ergänzung des Faktors Region besteht die Möglichkeit regionale Einflüsse zu erkennen und deren Auswirkungen auf das Ergebnis zu bestimmen. Außerdem können anschließend separate Analysen für einzelne Teilbereiche vorgenommen werden, um etwaige Besonderheiten und somit mögliche Ansatzpunkte für zukünftige Forschungen aufzeigen zu können.

3.2.2 Bisherige Anwendung des Feltham & Ohlson Modells

Barth, Beaver & Landsman zeigen auf, dass innerhalb des Ohlson Modells der Unternehmenswert als lineare Funktion des Eigenkapitalbuchwertes sowie dem Buchwert erwarteter zukünftiger „abnormal earnings“ dargestellt werden kann. Da das Modell auf der Annahme perfekter Kapitalmärkte beruht aber gleichzeitig unvollkommene Produktmärkte für eine gewisse Anzahl an Perioden erlaubt ist, müssen weitere Annahmen des „Linear Information Model“ beachtet werden. Unter Berücksichtigung dieser kann der Unternehmenswert als lineare Funktion des Eigenkapitalbuchwertes, Nettoeinkommen, Dividenden sowie anderer Informationen dargestellt werden (Barth; Beaver; Landsman 2001, S. 91).

Unter den Variablen v_{1t} & v_{2t} (andere Informationen) können unterschiedlichste Aspekte berücksichtigt werden. Liu & Ohlson beschreiben in Ihrer Studie, dass das Wachstum vom Nettobetriebsvermögen eine wichtige, unabhängige Variable darstellt. Überdies hinaus,

darf die Größe eines Unternehmens ebenfalls nicht vernachlässigt werden (Liu; Ohlson 2000, S. 330).

Im Jahr 1996 beschäftigten sich Bar-Yosef, Callen & Livnat mit den Erkenntnissen von Feltham & Ohlson (1995). In der Stichprobe wurden verfügbare Daten über Dividenden, Buchwert des Eigenkapitals, Einkommen vor außerordentlichen Posten sowie das Gesamtvermögen für einen Zeitraum von 1960 bis 1987 herangezogen und analysiert. Insgesamt wurden die notwendigen Anforderungen inklusive Tests auf Stationarität von 118 Unternehmen erfüllt. Dabei wurde die Erkenntnis gewonnen, dass Dividenden, Buchwert des Eigenkapitals sowie das Einkommen vor außerordentlichen Posten von Bedeutung für die Unternehmensbewertung sind (Bar-Yosef; Callen; Livnat 1996, S. 207–212).

Im Jahr 2008 wurde der Einfluss des Umsatzes auf den Unternehmenswert untersucht, jedoch nur von Unternehmen bei denen quartalsmäßige verfügbare Informationen zum Umsatz, Gewinn sowie Aktienpreis für den Zeitraum 1973 bis 2003 vorlagen (Chandra; Ro 2008, S. 203). Dabei konnte beobachtet werden, dass der Umsatz eine Erklärungskraft für den Aktienpreis besitzt unabhängig der Branche oder ob sich das Unternehmen in einer Gewinn- bzw. Verlustphase befindet. Weiters und ergänzend wurde innerhalb der Studie aufgezeigt, dass bei extremen Beobachtungen der Erklärungsanteil des Umsatzes höher ist als des Gewinnes (Chandra; Ro 2008, S. 220).

Neben den vorherigen Studien beschäftigten sich weitere Autoren mit der Thematik, welche Informationen aus der Buchhaltung zusätzlichen Nutzen bei der Analyse des Unternehmenswertes bieten können. Barton, Hansen & Pownall (2010) untersuchten in ihrer Arbeit die Frage welche Leistungskennzahlen von InvestorInnen weltweit am höchsten gewichtet werden. In der Analyse wurden finanzielle Informationen von knapp 20.000 Unternehmen aus 46 Ländern für den Zeitraum 1996 bis 2005 herangezogen und betrachtet. Dabei wurden der operative Cash-Flow, Umsatz, EBITDA, operatives Einkommen, Einkommen vor Steuern, Einkommen vor außerordentlichen Posten und aufgegebenen Geschäftsbereichen, Nettoergebnis sowie das Gesamtergebnis untersucht. Obwohl sich die Ergebnisse über die Länder hinweg unterscheiden, haben jene Kennzahlen die im Finanzbericht zu Beginn bzw. am Ende angeführt werden (z.B. Umsatz bzw. Gesamtergebnis), eine geringere Korrelation mit der Aktienrendite als jene die als Zwischenposition angeführt werden (z.B. operatives Einkommen) (Barton; Hansen; Pownall 2010, S. 754).

Bei der Analyse des griechischen Aktienmarktes für den Zeitraum 1996 bis 2008 wurde ebenfalls der Einfluss des Buchwertes sowie des Gewinnes auf den Aktienpreis der jeweiligen Unternehmen untersucht. Dabei wurde aufgezeigt, dass die Erklärungskraft dieser beiden unabhängigen Variablen über die Jahre ansteigt und dies mit einer erhöhten Erklärbarkeit des Unternehmenswertes einhergeht (Glezakos; Mylonakis; Kafouros 2012, S. 56–61).

Neben buchhalterischen Informationen haben auch Verhältniskennzahlen einen entsprechenden Erklärungsgehalt am Aktienpreis. Anhand einer Studie welche in der Schweiz durchgeführt wurde, haben vor allem Liquiditäts- sowie Profitabilitätskennzahlen eine signifikante positive Korrelation mit dem Aktienpreis. Nebstdem kann eine negative Korrelation beim Verschuldungsgrad beobachtet werden (Pražák 2020, S. 71–73).

In einer weiteren Publikation, in der Stichprobe wurden Unternehmen welche an der Börse in Athen notiert sind herangezogen, konnte der Erklärungsanteil von Kennzahlen pro Aktie aufgezeigt werden. In den letzten Jahren stieg der Erklärungsanteil von Gewinn pro Aktie bzw. dem Buchwert pro Aktie an. Diese Erkenntnis geht einher mit diversen weiteren Studien welche sich mit dieser Thematik auf verschiedenen Aktienmärkten beschäftigt haben (Glezakos; Mylonakis; Kafouros 2012, S. 61).

Neben den unterschiedlichsten Variablen werden in verschiedensten Studien auch die Determinanten des Unternehmenswertes unterschiedlich dargelegt. Während in diversen Studien das tatsächliche Buchhaltungsergebnis als wesentliche erklärende Variable dargestellt wird, wird in anderen Studien von finanziellen Verhältniskennzahlen oder einer Kombination aus Buchhaltungsergebnissen sowie Buchwerten gesprochen (Abderrahmane 2019, S. 266). In der bestehenden Literatur wird häufig vom Buchhaltungsergebnis gesprochen, welcher ein wesentlicher Einflussfaktor auf den Unternehmenswert sein kann. Allerdings, aufgrund der geringen Erklärungskraft in einigen Studien, beschäftigen sich einige Forschungsarbeiten mit sonstigen, buchhalterischen Einflussfaktoren auf den Unternehmenswert. Während Dividenden sowie diverse Finanzkennzahlen als weitere Einflussfaktoren angesehen werden können, können je nach Branche bilanzielle Variablen (z.B. immaterielle Vermögenswerte) zu einem höheren Erklärungsgehalt beitragen (Abderrahmane 2019, S. 267).

Neben den einzelnen Studien wurde eine Meta-Analyse zu dieser Thematik veröffentlicht. Dabei wurden 257 Forschungsarbeiten herangezogen, welche als wissenschaftliche Publikationen zu klassifizieren sind, bei denen andere Themen wie Unternehmensinsolvenz berücksichtigt wurden und in englischer Sprache verfügbar waren (Karyadi u.a. 2018, S. 50). Dabei konnte beobachtet werden, dass das Ergebnis pro Aktie, „abnormales“ Einkommen pro Aktie (EPS), Einkommen vor außerordentlichen Posten pro Aktie sowie das Nettoeinkommen einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert nehmen. Das Ergebnis pro Aktie hat dabei das höchste Relevanzlevel, gemessen am R^2 , in Bezug auf den Eigenkapitalwert am Ende des Jahres (Karyadi u.a. 2018, S. 59).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die wesentlichen Determinanten sich je nach Branche bzw. Region unterscheiden können und somit der Erklärungsgehalt einer bestimmten Variablen nicht pauschal beurteilt werden kann. Außerdem spielt die zeitliche Komponente ebenfalls eine wesentliche Rolle. Es besteht durchaus die Möglichkeit das Kennzahlen, welche in der Vergangenheit einen wesentlichen Erklärungsgehalt beinhalteten, in der heutigen Zeit keinen Mehrwert in der Analyse bringen. Die Erkenntnisse aus früheren Publikationen werden im folgenden Abschnitt aufgegriffen um das zugrundeliegende Regressionsmodell abzuleiten.

3.2.3 Herleitung der zugrundeliegenden Regression

Basierend auf entsprechenden Studien aus vorangegangenen Jahren soll der Erklärungsgehalt von alternativen Leistungskennzahlen anhand folgenden Regressionsvariablen erläutert werden. Es werden Variablen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz sowie der Kapitalflussrechnung berücksichtigt um ein umfassendes Bild von möglichen Einflussfaktoren zu erhalten.

Der Unternehmenswert, gemessen anhand der Marktkapitalisierung, soll durch folgende unabhängige Variablen erläutert werden. Neben dem Buchwert des Eigenkapitals und dem Nettobetriebsvermögen spielen mitunter Dividenden, Betriebsergebnis sowie der Verschuldungsgrad (Solvency Ratio) eine Rolle bei der Analyse. Infolgedessen steht folgende Regression im Mittelpunkt dieser Arbeit:

$$V_t = bv_t + \beta_1 ox_t + \beta_2 oa_t + \beta_3 v_{1t} + \beta_4 v_{2t} + \beta_5 APM_t \quad (5)$$

Dividenden (v_1) und der Verschuldungsgrad (v_2) werden als andere Informationen klassifiziert, während der Eigenkapitalbuchwert (bv), Nettobetriebsvermögen (ox_1) sowie das Betriebsergebnis (oa_1) den vorgegebenen Parametern entsprechen, welche bereits durch Feltham & Ohlson Anwendung fanden.

Dividenden fallen nicht unter die Kategorisierung von alternativen Leistungskennzahlen, wodurch diese ebenfalls in der Regressionsanalyse berücksichtigt werden können. Bei der vermögensbasierten Solvency Ratio (Verschuldungsgrad) handelt es sich im engeren Sinne um eine alternative Leistungskennzahl, da diese nicht im IFRS-Rechnungslegungsstandard definiert wird. Aufgrund der Tatsache, dass diese Kennziffer basierend auf bilanziellen Daten berechnet wird, wird diese in der Regressionsanalyse berücksichtigt, um ein umfassendes Bild mit Hilfe von Kennzahlen aus allen Teilbereichen zu erhalten.

Um den Eigenkapitalbuchwert zu erhalten, werden vom Gesamtvermögen die kurzfristigen sowie langfristigen Verbindlichkeiten subtrahiert. Diese und die restlichen Informationen waren auf der Datenbank OSIRIS entsprechend verfügbar um sie in der Regressionsanalyse verwenden zu können. Um den Unternehmenswert per Ende 2019 erklären zu können, werden Informationen mit einer Ausnahme aus diesem Jahr herangezogen. Durch die hohe Relevanz vergangener Dividendenzahlungen wird diese vom vorangegangenen Wirtschaftsjahr herangezogen, da diese zu einem gewissen Grad die Erwartungen von InvestorInnen widerspiegeln können und in der bestehenden Literatur häufig vergangene Dividenden herangezogen werden.

Obwohl die Regressionsanalyse auf verschiedenen Studien beruht, müssen trotzdem verschiedene Limitationen berücksichtigt werden. Die wesentlichen Schwächen vom „Feltham/Ohlson Model“ (1995) sind, dass die wesentlichen Parameter über einen gewissen Horizont, um lineare Zusammenhänge aufzeigen zu können, nicht beständig bleiben. Zusätzlich bringen diverse Studien unterschiedlichste Ergebnisse bei den verwendeten Variablen je nach Branche und Region mit sich (Abderrahmane 2019, S. 270), wodurch die Regressionsanalyse durch eine Vielzahl von unterschiedlichen Kombinationen zusammengesetzt werden kann. Überdies hinaus werden die Parameter „andere Informationen“ in

Periode t nicht explizit durch Feltham & Ohlson klassifiziert. Allerdings wurden potentielle Einflussfaktoren auf den Unternehmenswert anhand der bestehenden Literatur identifiziert und entsprechend definiert. Des Weiteren können Skaleneffekte eine bedeutsame Rolle bei der Erklärung spielen, da klassischerweise hohe Aktienpreise mit einem hohen Buchwert einhergehen. Trotz den Limitationen welche das Modell mit sich bringt, hat das Modell den wesentlichen Vorteil einer strengen Struktur um die Beziehung zwischen Buchhaltungsdaten und dem Unternehmenswert darstellen zu können (Abderrahmane 2019, S. 270).

Auf etwaige Einschränkungen des Modells infolge Multikollinearität sowie einer möglichen Autokorrelation der Residuen wird in der Auswertung näher eingegangen. Unter Multikollinearität wird verstanden, wenn zwei erklärende Variablen eine hohe Korrelation haben und schließlich das Ergebnis der Regressionsanalyse verfälschen kann (Auer o.J.). Sollte eine unabhängige Variable eine erhöhte Multikollinearität aufweisen, wird dies bei der Interpretation der Ergebnisse entsprechend dargelegt und auf die damit einhergehenden Probleme hingewiesen. Unter Autokorrelation kann verstanden werden, wenn die Residuen einer Zeitreihe abhängig voneinander sind. Kann eine solche innerhalb des Datensets beobachtet werden, kann die Qualität des aufgestellten Modells entsprechend darunter leiden, wodurch das Ergebnis verfälscht dargestellt werden kann (Rottmann o.J.).

4. Ergebnisse der empirischen Analyse

Innerhalb dieses Abschnitts werden die wesentlichen Erkenntnisse aus der systematischen Untersuchung der Geschäftsberichte aus dem Jahr 2019 sowie der Regressionsanalyse, unter Berücksichtigung aller Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen welche im Leitindex der ausgewählten Länder beachtet werden, angeführt. Dabei werden die eingangs angeführten Hypothesen aufgearbeitet und beantwortet, ob ein entsprechender Nachweis für die einzelnen Hypothese geliefert werden kann.

4.1 Detailanalyse der untersuchten Geschäftsberichte

Basierend auf der hergeleiteten Methodik in Abschnitt 3.1, werden die Beobachtungen aus der Analyse von 100 Geschäftsberichten aus dem Wirtschaftsjahr 2019 nachfolgend näher, mit Hilfe der deskriptiven Statistik, beschrieben. Basierend auf diesen Ergebnissen werden die Hypothesen 1-3 bewertet und mit den Ergebnissen der bestehenden Literatur abgeglichen.

4.1.1 Analyse anhand deskriptiver Statistik

Innerhalb der ausgewählten Stichprobe befinden sich Unternehmen aus verschiedensten Bereichen der Nicht-Finanzdienstleistungs- sowie Real-Estate Gesellschaften. Von 100 Unternehmen können je acht börsennotierte Kapitalgesellschaften den Sektoren Energy, Utilities sowie Information Technology zugeordnet werden. Zugleich sind neun bzw. zehn Unternehmen in der Stichprobe enthalten welche im Gebiet von Consumer Staples bzw. Communication Services tätig sind. Die Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung in den jeweiligen Ländern sind in den Bereichen Consumer Discretionary (12 Gesellschaften), Health Care (13 Unternehmen), Materials (15 Unternehmen) sowie Industrials (17 Unternehmen) angesiedelt.

Im Bereich Energy sind im Wesentlichen die großen lokalen Öl- & Gasunternehmen vertreten, welche in fünf verschiedenen Ländern die Stichprobenkriterien erfüllen. Dabei ist nur eine Unternehmung in der Herstellung von notwendigem Equipment tätig, die anderen sieben Unternehmen sind für den Vertrieb dieser Rohstoffe verantwortlich. Unter Utilities werden Gesellschaften zusammengefasst welche hauptsächlich für die Versorgung von Strom zuständig sind. Hierbei wird die Stichprobe zu einem großen Teil aus spanischen sowie italienischen Unternehmen zusammengesetzt, welche 75% der darin enthaltenen Unternehmen repräsentieren. Bei Information Technology setzt sich die Stichprobe gemischerter zusammen, hier werden Hersteller von Software und elektronischem Equipment zusammengefasst. Solche Unternehmen sind in sechs verschiedenen Ländern innerhalb der Stichprobe der größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen vertreten. Bei Consumer Staples sind Unternehmen abgebildet, welche Güter des täglichen Bedarfs produzieren beziehungsweise vertreiben. Darunter zählen Lebensmittel, Tabak oder auch persönliche Gegenstände wie Kosmetik. Hierbei muss berücksichtigt werden, dass nur in vier Ländern bzw. Regionen (Frankreich, Benelux, Schweiz und Großbritannien) Unternehmen aus dem Bereich Consumer Staples unter den größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen

vertreten sind. Mit vier Unternehmen in Großbritannien und drei Unternehmen in der Benelux-Region, sind fast 80% der Stichprobe in diesen beiden Gebieten notiert. Im Bereich Communication Services sind Unternehmen aus acht Ländern (ausgenommen Frankreich und Großbritannien) vertreten. Hier sind die großen Mobilfunkanbieter der jeweiligen Länder unter den zehn Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung innerhalb des Landes (ohne Berücksichtigung von Finanzdienstleistungsunternehmen) vertreten.

Unter Consumer Discretionary werden Unternehmen zusammengefasst, welche keine Basiskonsumgüter herstellen. Darunter fallen Automobilkonzerne, die Sport- und Bekleidungsindustrie aber auch Produzenten von Luxusgütern. Die Unternehmen sind zu 66% in Frankreich (mehrheitlich Luxusgüter) und Deutschland (mehrheitlich Automobil) ansässig, zudem finden in vier weiteren Ländern je ein Unternehmen dieses Sektors Berücksichtigung. Im Bereich Health Care werden vor allem Pharma-Konzerne in der Stichprobe berücksichtigt aber auch Hersteller von notwendigem medizinischem Equipment. Dabei sind in sieben Ländern Health-Care Unternehmen unter den zehn größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen vertreten, wobei vier von 13 auf die Schweiz entfallen. Im Bereich Materials sind alle jene Unternehmen berücksichtigt, welche Materialien entsprechend weiterverarbeiten und diese Produkte anschließend vertreiben wie zum Beispiel Stahl-, Chemie- oder Gasunternehmen. Insgesamt werden 15 Unternehmen in der Stichprobe berücksichtigt, dabei entfallen je drei Unternehmen auf Österreich, die Schweiz und Finnland. Darüber hinaus werden noch verarbeitende Unternehmen aus vier weiteren Ländern in der Stichprobe berücksichtigt. Unter Industrials werden all jene Unternehmen angeführt, welche in den Bereichen Logistik, Maschinenherstellung oder auch in der Produktion sonstiger Industriegüter tätig sind. Knapp 30% der hierunter berücksichtigten Unternehmen sind an der schwedischen Börse notiert (5 Gesellschaften), in sechs weiteren Ländern sind je zwei Unternehmen notiert, welche bei der Analyse der Geschäftsberichte berücksichtigt werden.

Bei der Analyse von markt- und unternehmensspezifischen Informationen innerhalb der Stichprobe kann folgendes Bild für das Jahr 2019 gezeichnet werden, dabei wurden die Zahlen von der Datenbank OSIRIS herangezogen.

Gemessen an der Marktkapitalisierung beinhalten die Bereiche Consumer Staples und Health Care Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung. Rund 40% (ca. je 20%) der gesamten Marktkapitalisierung der Stichprobe können auf Unternehmen in diesen beiden Bereichen zurückgeführt werden. Anhand des Mittelwertes gemessen sind Basiskonsumgüterunternehmen (Consumer Staples) jene Unternehmungen mit der höchsten Marktkapitalisierung, was im Wesentlichen auf einen Ausreißer zurückzuführen ist. Rund 30% der gesamten Marktkapitalisierung im Bereich Consumer Staples wird von Nestle SA beigesteuert, weitere knapp 30% von den Unternehmen Anheuser-Busch InBev SA und L'Oreal S.A. Somit sind diese Unternehmen die wesentlichen Treiber für die hohe Marktkapitalisierung innerhalb dieser Branche. Die geringste durchschnittliche Marktkapitalisierung haben Unternehmen aus den Bereichen Communication Services sowie Industrials & Materials. Bei der Analyse des prozentuellen Anteils der berücksichtigten Unternehmen der jeweiligen Branchen im Vergleich zu der gesamten Summe des Leitindex können bereits branchenspezifische Besonderheiten beobachtet werden. In den Bereichen Energy und Health Care sind mehr als 90% der Unternehmen innerhalb des Leitindex unter den zehn größten Unternehmen angesiedelt. Bei Industrials, Utilities und Communication Service Unternehmen werden knapp mehr oder weniger als 50% in der Stichprobe berücksichtigt. Dies

lässt die Schlussfolgerung zu, dass die Lieferantenmacht bei Unternehmen aus dem Gesundheits- und Energiebereich höher ist als in anderen Sektoren, da diese üblicherweise zu den größten ihrer Branche in Europa gehören und einem geringeren Wettbewerb ausgesetzt sind. Bei einer länderbezogenen Analyse der Verteilung, vereinen Deutschland, Großbritannien, Frankreich und die Schweiz mehr als 70% der Marktkapitalisierung, wobei Frankreich mit knapp über 20% den größten Anteil ausmacht. Wegen dieser recht einseitigen Verteilung der Marktkapitalisierung innerhalb der einzelnen Länder, spielt eine länder-spezifische Analyse der Geschäftsberichte eine wichtige Rolle um potentielle Besonderheiten zu identifizieren.

Im Abschnitt 2.4 wurde aufgezeigt, dass börsennotierte Unternehmen unterschiedlichste Kennzahlen verwenden, um die aktuelle Unternehmenssituation darzulegen. Es kann beobachtet werden, dass drei alternative Leistungskennzahlen von erhöhter Bedeutung, unabhängig von Land und Branche, sein können. Im Wesentlichen steht dabei das EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization), die Nettoverschuldung sowie der Free Cash-Flow im Mittelpunkt der weiteren Analyse. Die drei Kennzahlen ermöglichen einen umfangreichen Einblick in eine Unternehmung, da durch diese Kennziffern Informationen über die Rentabilität, die Finanzierung sowie frei verfügbare Mittel des Unternehmens übermittelt werden können. Überdies hinaus können mit Hilfe des EBITDA grenzübergreifende Vergleiche vorgenommen werden, da die wesentlichen Aspekte nationaler steuerrechtlicher Gesichtspunkte außen vorgelassen werden (z.B. Steuersatz, Abschreibungsmethodik etc.). Daher werden die Geschäftsberichte jener Unternehmen aus der Stichprobe auf diese drei Kennzahlen näher untersucht, um zusätzliche Erkenntnisse über die Verwendung dieser gewinnen zu können.

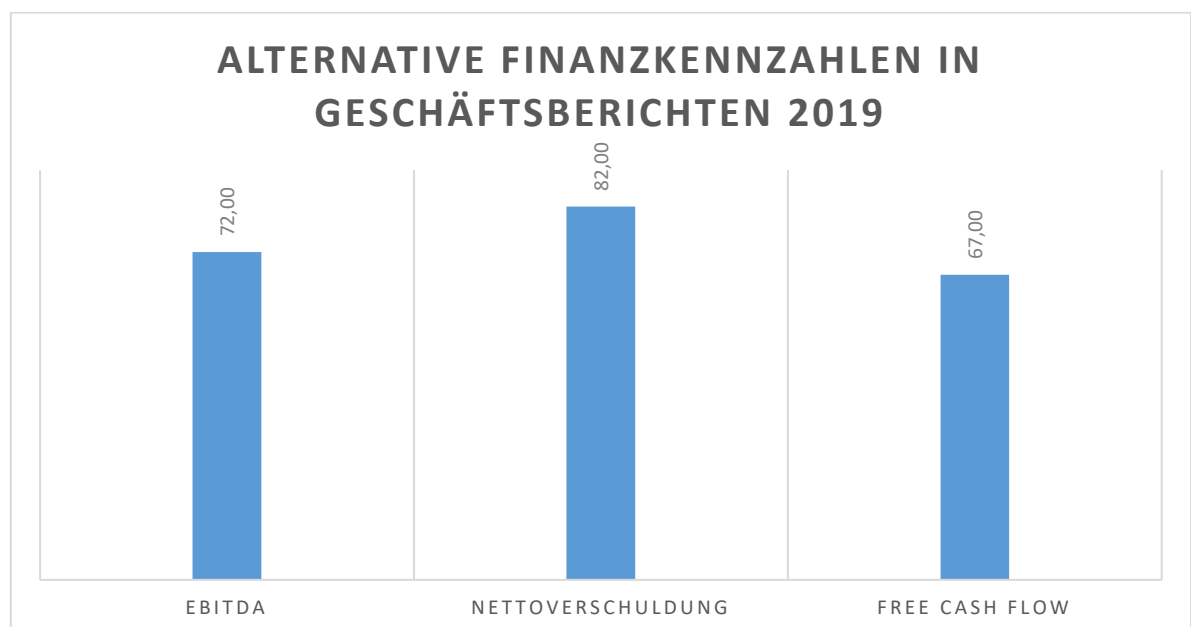


Abbildung 1: Alternative Finanzkennzahlen in Geschäftsberichten 2019

Anhand der systematischen Analyse der Geschäftsberichte, wie in Abbildung 1 ersichtlich, kann eine erhöhte Bedeutung dieser APMs aufgezeigt werden. Diese drei alternativen Kennziffern werden häufig in den Geschäftsberichten der Unternehmen entsprechend angeführt und der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt. In Summe wurden diese drei alternativen Leistungskennzahlen insgesamt 221-mal in den Geschäftsberichten ausgewiesen. Dadurch kann schon die entsprechende Bedeutung dieser drei alternativen Leistungskennzahlen erkannt werden, welche mit der bestehenden Literatur, wie in Abschnitt 2.4 aufgezeigt, übereinstimmt. Dabei verwenden 45% der Unternehmen alle drei Kennzahlen in ihrer Marktkommunikation, während nur ein Unternehmen (Nokia OYJ aus Finnland) auf alle drei freiwillig in ihrem Geschäftsbericht verzichtet. Ein weiteres Unternehmen (Bayerische Motoren Werke AG aus Deutschland) weist den Free Cash-Flow nur für ein bestimmtes Segment aus, ohne dabei diese Kennziffer für das gesamte Unternehmen auszuweisen. Überdies hinaus kann beobachtet werden, dass nur zwanzig Unternehmen nur eine dieser drei Kennzahlen in der Analyse anwenden. Das bedeutet, dass rund 80% der untersuchten Unternehmen zwei oder sogar alle drei dieser ausgewählten Kennzahlen in ihrem jährlichen Reporting verwenden. Dies geht einher mit der bisherigen Literatur, bei der aufgezeigt wird, dass diese alternativen Leistungskennzahlen zunehmend an Bedeutung gewinnen um eine erhöhte Transparenz sicherstellen oder die Unternehmensdaten mitunter verschönert darstellen zu können. Zudem werden viele weitere APMs durch die Unternehmen innerhalb der Stichprobe verwendet. Die untersuchten Unternehmen haben dabei unterschiedlich viele APMs veröffentlicht, allerdings werden üblicherweise mindestens zwei im Geschäftsbericht publiziert. Wie auch in der bestehenden Literatur aufgezeigt, gibt es auch innerhalb dieser Analyse Unternehmen welche eine Vielzahl von verschiedensten Non-GAAP Kennzahlen dem Markt zur Verfügung stellen.

EBITDA wird vor allem in Frankreich und Großbritannien von Unternehmen weniger in Anspruch genommen. Nur 40 bzw. 50 Prozent der ausgewählten Unternehmen wiesen diese Kennziffer explizit im Geschäftsbericht 2019 aus, allerdings wurden in diesen Fällen meistens das EBIT oder EBITA entsprechend angeführt. Die restlichen 18 Unternehmen verteilen sich über ganz Europa, hauptsächlich auf die nordischen Länder sowie auf Deutschland. Bei der alternativen Leistungskennzahl Nettoverschuldung wird die Kennzahl, ebenfalls quer durch Europa, nicht immer ausgewiesen. Am häufigsten in Spanien wo nur sechs von zehn Unternehmen die Nettoverschuldung den Stakeholdern zur Verfügung stellen. Gleiches kann beim Free Cash-Flow beobachtet werden, welche nur bei 2/3 der Unternehmen angeführt wird. Neben spanischen Unternehmen findet diese Kennziffer auch bei nordischen Unternehmen seltener Anwendung als in den restlichen Ländern der Stichprobe.

Obwohl bestimmte Kennzahlen häufiger in bestimmten Ländern nicht angeführt werden, kann kein expliziter regionaler Zusammenhang beobachtet werden. Dies hängt auf der einen Seite mit der Tatsache zusammen, dass jede Kennzahl zumindest viermal in einem Land veröffentlicht wurde und auf der anderen Seite nur jene Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung 2019 in der Analyse berücksichtigt wurden. Durch die Definition der Stichprobe kann somit keine detaillierte Auskunft über die Verbreitung innerhalb eines einzelnen Landes gegeben werden, da kleinere Unternehmen gezielt nicht berücksichtigt wurden. Dies wäre ein möglicher Ansatzpunkt für zukünftige Forschungen, um etwaige Unterschiede zwischen großen, mittleren und kleineren börsennotierten Unternehmen heraus-

zuarbeiten und geläufige Anpassungsmerkmale zu definieren. Nichtsdestotrotz kann festgehalten werden, dass diese alternativen Leistungskennzahlen bei den großen börsennotierten Unternehmen der jeweiligen Länder von Bedeutung sind.

Bei einer sektoralen Analyse dieser drei angewendeten Kennzahlen zeichnet sich ein ähnliches Bild ab wie bereits bei der länderspezifischen Betrachtung. EBITDA wird in allen Branchen verwendet, prozentuell gesehen wird diese alternative Leistungskennzahl allerdings bei Energieunternehmen weniger oft verwendet. Auffallend ist hingegen, dass alle untersuchten Utilities-Unternehmen EBITDA in ihrem Geschäftsbericht entsprechend ausweisen. Dies kann möglicherweise im Zusammenhang mit den hohen jährlichen Abschreibungskosten von diesen Gesellschaften stehen, um die tatsächlichen Einkünfte mit einer erhöhten Transparenz darstellen zu können. Dies wäre ein weiterer Ansatzpunkt für zukünftige Forschungen, ob die Verwendung der Kennzahl EBITDA in einem Zusammenhang mit der Höhe der Abschreibung steht. Die Nettoverschuldung stellt ebenfalls eine wichtige Kennzahl beim Reporting für alle Sektoren da, wobei vor allem Information Technology und Consumer Discretionary Unternehmen auf diese Kennziffer öfters verzichten als andere. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Analyse des Free Cash-Flows, obwohl diese in allen Sektoren verwendet wird, wird vor allem bei Produzenten von Konsumgütern (Consumer Staples & Consumer Discretionary) darauf verzichtet. Obgleich in den verschiedenen Branchen die alternativen Leistungskennzahlen unterschiedlich stark verbreitet sind, können keine Rückschlüsse auf branchenspezifische Ausschlusskriterien gewonnen werden.

Neben der Verwendung der oben angeführten alternativen Leistungskennzahlen werden in den verschiedenen Ländern auch weitere Non-GAAP Kennzahlen entsprechend veröffentlicht. Im folgenden Absatz wird dabei auf die länderspezifischen Eigenschaften eingegangen, bevor im branchenübergreifenden Kontext diese Kennzahlen zusammengefasst werden. In Frankreich werden verschiedene Kennzahlen, welche nach IFRS erstellt werden, entsprechend angepasst und erweitert um die Transparenz aus Unternehmensperspektive erhöhen zu können. Hierbei stellen das Nettoeinkommen, das operative Nettoeinkommen aber auch operative Aufwendungen Positionen dar welche abweichend vom Rechnungslegungsstandard berechnet werden. Häufig werden dabei Anpassungen vorgenommen, so dass nur wiederkehrende Erträge bzw. Aufwendungen dargestellt werden, um eine erhöhte Vergleichbarkeit zu ermöglichen. Neben der Darstellung von adaptierten Kennzahlen werden auch Verhältniskennzahlen ausgewiesen, welche als APMs zu klassifizieren sind. Darunter können die Kennzahl Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) oder auch die operative Marge verstanden werden. Die Non-GAAP Kennzahlen, welche seit der Regulierung durch die ESMA 2016 explizit als solche definiert werden müssen, wurden in knapp 70% der untersuchten Unternehmen als dergleichen ausgewiesen. Italienische Unternehmen veröffentlichten im Jahr 2019 eine Vielzahl unterschiedlichster Non-GAAP Kennzahlen. Hier stehen neben den „klassischen“ APMs vor allem Verhältniszahlen im Mittelpunkt des Berichtswesen. Neben der operativen Marge werden auch Kennzahlen zum Verschuldungsgrad (Gearing oder Leverage ratios in den Geschäftsberichten) oder zur Rendite publiziert. Wie in Frankreich, haben rund 70% der untersuchten italienischen Unternehmen die verwendeten, adaptierten Kennziffern gekennzeichnet und kommen den erhöhten Transparenzpflichten entsprechend nach. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Analyse der spanischen Stichprobe. Knapp dreiviertel der Unternehmen deklarieren die ausgewiesenen Kennzahlen gemäß der Richtlinie als APM, zusätzlich sind die verwendeten Kennziffern

ähnlich zu jenen in Frankreich und Italien. Neben der korrekten Kennzeichnung dieser ungeprüften Kennzahlen, stellen einzelne Unternehmen ebenfalls die Erklärungen zu den Anpassungen bzw. dem erwünschten Nutzen zur Verfügung. Ein gegensätzliches Bild zeigt der österreichische Aktienmarkt im Vergleich zu den vorherigen Ländern. Während in Südeuropa unterschiedlichste Kennziffern ausgewiesen und definiert werden, werden in Österreich vor allem die drei „klassischen“ alternativen Kennzahlen, EBITDA, Free Cash-Flow sowie Nettoverschuldung, von den Unternehmen verwendet. Bei einigen wenigen Unternehmen wurde die Verhältniskennzahl ROCE im Geschäftsbericht ausgewiesen. Überdies hinaus wurden weitere verschiedene Rentabilitätskennzahlen durch die untersuchten Unternehmen verwendet, insgesamt wurden die alternativen Leistungskennzahlen nicht immer im Reporting als solche ausgewiesen. Trotz der ESMA-Regulierung in Bezug auf die Kennzeichnungspflicht dieser Pro-Forma Kennzahlen, welche in Österreich umgesetzt werden sollte, wird die Transparenzpflicht bei den untersuchten Unternehmen nur in einem sehr geringen Ausmaß wahrgenommen. Bei den zehn Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung innerhalb des DAX 30, im Vergleich zu den österreichischen Unternehmen, werden diese Pflichten in einem erhöhten Umfang wahrgenommen. Abgesehen davon fehlt allerdings noch bei einigen Unternehmen eine klare und transparente Darstellung dieser. In Deutschland werden ebenfalls ROCE aber auch NOPAT (Net Operating Profit after Tax, auf Deutsch Geschäftsergebnis nach Steuer) oder Capex (Capital Expenditure, auf Deutsch Investitionskosten) ausgewiesen. Zudem werden der EBIT oder auch die Kennzahl Einkommen pro Aktie angepasst und ausgewiesen. Für Unternehmen welche in der Schweiz notiert sind, finden nicht die Regelungen der ESMA Anwendung, sondern jene die von der Swiss Exchange Regulation publiziert wurden. Aufgrund der Ähnlichkeit dieser Regelungen mit jenen der ESMA, ist eine gewisse Vergleichbarkeit im Bezug auf Umsetzung und Darstellung gegeben. Wie auch in den EU-Ländern stehen die drei weit verbreiteten alternativen Kennzahlen im Mittelpunkt der Darstellung, allerdings werden auch sonstige adaptierte Kennziffern bzw. Verhältniskennzahlen entsprechend ausgewiesen. Ergänzend ist eine erhöhte Transparenz im Vergleich zu den Nachbarstaaten Österreich und Deutschland ersichtlich. Bei den Benelux-Staaten kann ein ähnliches Bild wie in Deutschland beobachtet werden. Es werden viele unterschiedliche Pro-Forma Kennzahlen veröffentlicht aber den Kennzeichnungspflichten wird nur teilweise nachgekommen. Nichtsdestotrotz, bei jenen Unternehmen die diese Regelung bereits umsetzen ist eine Nachvollziehbarkeit gegeben, in einigen Fällen ist dies dennoch weiter auszubauen und entsprechend zu verbessern.

Unternehmen welche im britischen Leitindex mit der höchsten Marktkapitalisierung vertreten sind, kennzeichneten in den Geschäftsberichten aus dem Jahr 2019 nahezu in allen Fällen die APMs entsprechend. Hier spielen Liquiditäts- sowie Rentabilitätskennzahlen eine bedeutsame Rolle im jährlichen Geschäftsbericht. Nebstdem wird ein Fokus auf Kennziffern gelegt, welche die reelle Entwicklung des Geschäftes darstellen. Dabei werden Kennzahlen ausgewiesen, um den organischen Free Cash-Flow darzustellen oder auch wiederkehrende Umsätze auszuweisen. Durch den vollzogenen Brexit sind unter Umständen Änderungen bei der Kennzeichnung dieser adjustierten Kennzahl in Zukunft durchaus denkbar, was in den kommenden Jahren erneut analysiert werden muss um etwaige Anpassungen zu identifizieren. Ungeachtet vom vollzogenen Brexit sind bestimmte EU-Regeln weiterhin von britischen Unternehmen zu berücksichtigen, dadurch muss dieses Thema fortlaufend

evaluiert werden. In den nordischen Ländern Schweden und Finnland werden die alternativen Leistungskennzahlen ebenfalls entsprechend ausgewiesen, allerdings wurde die ESMA-Regelung in finnischen Unternehmen häufiger umgesetzt als bei schwedischen. In beiden Ländern erfreuen sich diese zusätzlichen Kennzahlen hoher Beliebtheit und unzählige Ausführungen dieser werden mitveröffentlicht. Ähnlich zu den vorangegangenen Ländern werden hier auch verschiedenste Verhältniskennzahlen in den Bereichen Profitabilität, Liquidität und Rentabilität als alternative Leistungskennzahlen deklariert und publiziert.

Zusammenfassend lässt sich die Darstellung alternativer Leistungskennzahlen in den Geschäftsberichten aus dem Jahr 2019 folgendermaßen beschreiben. Während in vielen Ländern bereits ein hoher Anteil der Unternehmen diese Finanzkennzahlen transparent kennzeichnen, werden im deutschsprachigen Raum diese nur sehr eingeschränkt aufbereitet und dargestellt. Dies geht einher mit den aufgezeigten Kritikpunkten in Abschnitt 2.3, dass die Transparenz bei der Verwendung adjustierter Kennziffern verbessert werden muss, um eine erhöhte Akzeptanz erreichen zu können. Nichtsdestotrotz, bei transparenter Darstellung, nimmt die Regulierung zu den APMs eine bedeutsame Rolle im Vergleich von diversen Geschäftsberichten ein, um die Berechnung nachvollziehen und die Vergleichbarkeit entsprechend erhöhen zu können. Alternative Leistungskennzahlen finden europaweit Anklang, allerdings werden vor allem in den nordischen und südlichen Ländern vermehrt APMs veröffentlicht und die Herleitung bzw. eine transparente Darstellung den AdressatInnen zur Verfügung gestellt.

4.1.2 Erkenntnisse der Geschäftsberichtsanalyse

Durch die Analyse der 100 Geschäftsberichte der größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen aus dem Jahr 2019 können bereits erste Erkenntnisse über die Verwendung dieser alternativen Leistungskennzahlen bzw. deren Nutzen gewonnen werden.

Eingangs wurde die Unterfrage aufgestellt, dass mit Hilfe der Verwendung von alternativen Leistungskennzahlen Finanzmarketing betrieben werden kann. Um diese Frage beantworten zu können, wurden die ausgewiesenen Daten dieser drei Kennziffern (EBITDA, Free Cash-Flow und Nettoverschuldung) aus den Geschäftsberichten entsprechend übernommen und mit der standardisierten Berechnung von der Datenbank OSIRIS entsprechend abgeglichen. Mit Hilfe dieses Ansatzes soll beurteilt werden ob die ausgewiesenen Kennzahlen tatsächlich mehrheitlich in eine Richtung von der standardisierten Berechnung abweichen. Anhand der Auswertung kann nicht festgestellt werden, dass diese Kennzahlen überwiegend im Sinne der Unternehmungen angepasst werden. Während einige Unternehmen die Kennzahlen im Sinne der Unternehmung anpassen (höherer EBITDA, niedrigere Nettoverschuldung, höherer Free Cash-Flow), kann sehr wohl auch beobachtet werden, dass die Werte gleich bzw. schlechter dargestellt werden als in der standardisierten Berechnung durch die Datenbank. Bei einer sektoralen Analyse können einige Besonderheiten beobachtet werden. Während beim EBITDA keine Anomalien festgestellt werden können (Abweichungen sind höher und niedriger), können bei der Nettoverschuldung und dem Free Cash-Flow sehr wohl vereinzelt Unterschiede erkannt werden. Bei Unternehmen, welche dem Bereich Health-Care zugeordnet werden, liegt die standardisierte Berechnung in den meisten Fällen höher als die ausgewiesene Nettoverschuldung in den verschiedenen Geschäftsberichten. Überdies hinaus ist in den meisten Fällen (unabhängig des Sektors)

der standardisiert berechnete Free Cash-Flow höher als jener in den einzelnen Geschäftsberichten. Mitunter können diese einseitigen Abweichungen auf branchenspezifische Besonderheiten zurückgeführt werden, welche analysiert werden können. Diese Abweichungen können als leichtes Indiz gewertet werden, dass bestimmte Kennzahlen in bestimmten Branchen zugunsten der Unternehmen angepasst werden. Trotz einigen Abweichungen kann kein finaler Nachweis geliefert werden, dass die größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen der jeweiligen Länder mit Hilfe von alternativen Leistungskennzahlen das Ziel Finanzmarketing verfolgen. Folglich kann die Hypothese 1 nicht final verworfen bzw. bestätigt werden.

Des Weiteren wurde die Hypothese (H2) aufgestellt, dass Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung mehr alternative Leistungskennzahlen in den Geschäftsberichten ausweisen. Hier kann kein Nachweis geliefert werden, da kein Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der Anzahl an verwendeten APMs beobachtet werden kann. In der Stichprobe kann keine Tendenz erfasst werden, unabhängig vom Land, dass jene Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung öfters von dieser Möglichkeit Gebrauch machen. Wie bereits in der vorherigen Analyse aufgezeigt, können vor allem regionale Unterschiede beobachtet werden. Nichtsdestotrotz, aufgrund der Stichprobenzusammensetzung könnte sich ein anderes Bild ergeben, wenn gezielt kleinere börsennotierte Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen berücksichtigt werden, welche nicht im jeweiligen Leitindex notiert sind bzw. jene mit einer geringeren Marktkapitalisierung, herangezogen werden. Dadurch könnten unter Umständen sehr wohl Unterschiede bei der Verwendung aufgezeigt werden, was mitunter auf Ressourcen innerhalb der Unternehmung zurückgeführt werden kann. Im Kontext dieser Arbeit kann die Hypothese H2 verworfen werden, da kein Zusammenhang zwischen Größe der Unternehmung und Anzahl der verwendeten APMs aufgezeigt werden kann.

Zudem wurde die Hypothese (H3) aufgestellt, dass sich die Kennzahlen je nach Region bzw. Branche unterscheiden. Wie in Abbildung 1 dargestellt, werden EBITDA, Free Cash-Flow sowie die Nettoverschuldung häufig von den Unternehmen verwendet, unabhängig vom Ort der Börsennotierung. Über diese Pro-Forma Kennzahlen hinaus werden in den Unternehmungen unterschiedlichste Indikatoren verwendet, um auf dem Aktienmarkt mit InvestorInnen zu kommunizieren. Es kann allerdings kein Zusammenhang zwischen Region sowie der verwendeten Kennzahlen erkannt werden. Dies kann möglicherweise auf die Stichprobengröße der einzelnen Länder sowie die Einschränkung auf große Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen zurückgeführt werden. Bei einer sektoralen Analyse der ausgewiesenen Kennzahlen kann kein Zusammenhang zwischen verwendeter Kennzahl und der Branche erkannt werden. Obwohl sich einige Unternehmen in ihrem Geschäftsmodell bzw. in ihrer Kerntätigkeit sehr ähnlich sind, werden unterschiedlichste Kennziffern herangezogen um die Unternehmensperformance zu beurteilen und der Zielgruppe zur Verfügung stellen zu können. Folgerichtig können hier Nachweise gefunden werden, um die Hypothese H3 verwerfen zu können.

4.1.3 Einordnung der Erkenntnisse in die bestehende Literatur

Die Erkenntnisse aus der Geschäftsberichtsanalyse gehen zu einem großen Teil einher mit den Ergebnissen aus der bestehenden Literatur, welche im Abschnitt 2.4 dargelegt wurden.

Bei fast allen Unternehmen, welche in der Stichprobe Berücksichtigung fanden, wurde zumindest eine von den drei näher untersuchten alternativen Leistungskennzahlen (E-BITDA, Free Cash-Flow und Nettoverschuldung) im Geschäftsbericht im Jahr 2019 ausgewiesen. Zusätzlich wurden verschiedenste Kennziffern verwendet, um unter anderem das Geschäftsmodell besser darstellen zu können oder etwaige Sondereffekte herauszurechnen. Gerade die umfangreiche Verwendung von diversen Non-GAAP Kennzahlen geht mit der bestehenden Literatur einher, welche die zunehmende Bedeutung dieser bei der Marktkommunikation aufzeigt. Neben der Verwendung wird auch die Darstellung dieser in der bestehenden Literatur analysiert, hier können ebenfalls Übereinstimmungen festgestellt werden. Trotz den umfangreichen Regulierungen durch die zuständigen Behörden und der vergangenen Zeit seit der Einführung dieser, können noch Verbesserungspotentiale in einigen Ländern identifiziert werden. Hierbei ist anzumerken, dass diese Leitlinien von einer Vielzahl von Unternehmen bereits umgesetzt wird, allerdings können regionale Unterschiede im Grad der Umsetzung beobachtet werden. Grundsätzlich wird in der bestehenden Forschung angemerkt, dass die Richtlinien noch nicht abschließend korrekt in der Praxis angewendet werden und hier sehr wohl Verbesserungspotential besteht. Dies geht einher mit den gewonnenen Erkenntnissen innerhalb des Abschnittes 4.1 dieser Arbeit.

In bisherigen Forschungsarbeiten wurde kein Zusammenhang zwischen der Höhe der Marktkapitalisierung und der Anzahl von verwendeten alternativen Leistungskennzahlen festgestellt. Innerhalb dieser Arbeit wurde eine mögliche Verknüpfung zwischen diesen beiden Variablen näher untersucht, allerdings konnten keine wesentlichen Unterschiede herausgearbeitet werden. Dies kann womöglich auf die Stichprobenzusammensetzung zurückgeführt werden, möglicherweise können Zusammenhänge bei einer Stichprobe mit einer höheren Diversität (Groß-, Mittel- und Kleinunternehmen welche an derselben Börse notiert sind) beobachtet werden.

Neben den vorab genannten Erkenntnissen wird in aktuellen Forschungsarbeiten oft über die Möglichkeit von Finanzmarketing mit Hilfe von alternativen Leistungskennzahlen gesprochen. Um diesen Kritikpunkt näher verifizieren zu können, wurden die ausgewiesenen Kennzahlen (EBITDA, Free Cash-Flow und Nettoverschuldung) mit der standardisierten Berechnung von der Datenbank OSIRIS verglichen. Es konnten dabei Abweichungen positiver sowie negativer Natur und exakte Übereinstimmungen festgestellt werden. Daher konnten die bisherigen Erkenntnisse aus der Literatur nicht verifiziert werden, dass mehrheitlich Finanzmarketing mit Hilfe dieser adjustierten Kennzahlen betrieben wird. Somit konnte die Hypothese H1 nicht final bestätigt werden. Nichtsdestotrotz gibt es einzelne Branchen, bei denen Abweichungen mehrheitlich im Sinne der Unternehmung durchgeführt wurden. Dies kann als Indiz gewertet werden, dass trotz steigender Regulierungsdichte Finanzmarketing betrieben werden kann.

4.2 Regressionsanalyse alternativer Leistungskennzahlen

Während in Kapitel 4.1 die Frage näher untersucht wurde, ob börsennotierte Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen Finanzmarketing mit alternativen Leistungskennzahlen betreiben, steht in diesem Kapitel der Erklärungsgehalt dieser im Mittelpunkt der Analyse.

Neben der Teilmenge von 100 Unternehmen aus den verschiedenen Ländern bzw. Regionen Europas, deren Geschäftsberichte in 4.1 ausgewertet wurden, wird die Stichprobe innerhalb der Regressionsanalyse entsprechend erweitert. Hierfür werden in dieser Analyse alle Nicht-Finanzdienstleistungs- bzw. Real Estate Unternehmen aus den jeweiligen Leitindizes berücksichtigt. Im Mittelpunkt der Analyse stehen die standardisiert berechneten alternativen Leistungskennzahlen EBITDA, Free Cash-Flow sowie die Nettoverschuldung, welche mit einer erhöhten Häufigkeit in Geschäftsberichten, gegenüber anderen Non-GAAP Kennzahlen, ausgewiesen werden. Die zugrunde liegende Methodik des Regressionsmodells wurde in Abschnitt 3.2 basierend auf der bestehenden Literatur abgeleitet und wird für die Bewertung der Hypothese 4 und deren Unterhypothesen entsprechend herangezogen.



Abbildung 2: Stichprobenumfang für die Regressionsanalyse

Wie in Abbildung 2 ersichtlich, werden in Summe 252 europäische Gesellschaften aus den Leitindizes der jeweiligen Länder (Österreich, Schweiz, Deutschland, Luxemburg, Belgien, Niederlande, Großbritannien, Schweden, Finnland, Italien, Frankreich und Spanien) als Nicht-Finanzdienstleistungs- bzw. Real-Estate Unternehmen klassifiziert. Die notwendigen alternativen Leistungskennzahlen sind für 250 (Free Cash-Flow) bzw. 251 (EBITDA, Nettoverschuldung) Unternehmen verfügbar und werden in der folgenden Analyse entsprechend herangezogen.

In der Analyse wird zuerst auf den gesamteuropäischen Kontext näher eingegangen, bevor anschließend länder-, regionale-, branchen- sowie währungsübergreifende Unterschiede analysiert und entsprechend interpretiert werden. Basierend auf den Ergebnissen wird dann die Nützlichkeit dieser alternativen Leistungskennzahlen erörtert, die Hypothesen beantwortet sowie die Erkenntnisse mit der bestehenden Literatur abgeglichen und entsprechend bewertet. Um die Eignung des Modells beurteilen zu können, wird auf der einen Seite das statistische Bestimmtheitsmaß adjustiertes R^2 herangezogen und auf der anderen Seite das Signifikanzniveau der einzelnen unabhängigen Variablen beachtet. Die unterschiedlichen Regressionsanalysen werden mit Hilfe des Programmes „RStudio“ durchgeführt.

Bei der Durchführung der Regressionsanalyse ohne Berücksichtigung unterschiedlichster Kriterien (252 Unternehmen) können bereits erste Rückschlüsse auf den Erklärungsgehalt dieser Pro-Forma Kennzahlen gezogen werden.

Während bei allen drei Regressionen (pro alternative Leistungskennzahl eine separate Analyse) die Kontrollvariable Betriebsergebnis einen hohen signifikanten² Einfluss auf den Unternehmenswert nimmt, hat das Nettobetriebsvermögen nur bei der Regressionsanalyse mit der Kennzahl EBITDA einen signifikanten Einfluss. Überdies hinaus besitzt im europaweiten Vergleich der Verschuldungsgrad eine gewisse Bedeutung bei der Erklärung des Unternehmenswerts (Signifikanz ist bei zwei von drei Regressionen gegeben), während die Variable Dividende aus dem Vorjahr in diesem Modell keinen signifikanten Einfluss auf den Unternehmenswert, gemessen an der Marktkapitalisierung, einnimmt. Zusätzlich besitzt der Eigenkapitalbuchwert nur in einem Fall einen hoch signifikanten Zusammenhang mit dem Unternehmenswert. Dies ist in der Regression mit der Kennzahl Nettoverschuldung beobachtbar, wobei der Eigenkapitalbuchwert und die Nettoverschuldung keine erhöhte Multikollinearität aufweisen. Je nach Regressionsmodell können somit unterschiedliche Variablen einen signifikanten Einfluss beim Erklärungsgehalt einnehmen, die Besonderheiten werden in den nachfolgenden Abschnitten entsprechend aufbereitet und dargestellt. Bei der Analyse der alternativen Leistungskennzahlen, mit Hilfe drei unterschiedlicher Regressionsanalysen, kann dargelegt werden, dass im europaweiten Kontext nur die Nettoverschuldung einen hoch signifikanten Einfluss auf den Unternehmenswert nimmt. Da allerdings der Verschuldungsgrad in den anderen beiden Fällen (mit den APMs EBITDA bzw. Free Cash-Flow) einen signifikanten Einfluss einnimmt, kann von einem wesentlichen negativen Zusammenhang zwischen Höhe der Verschuldung sowie dem Unternehmenswert ausgegangen werden. Das adjustierte R^2 ist bei der Regressionsanalyse mit der Nettoverschuldung um knapp 10 Prozentpunkte höher als in den Fällen mit dem EBITDA bzw. dem Free Cash-Flow. Mithilfe des Modells können rund 60% der Varianz der abhängigen Variable Unternehmenswert erklärt werden, während die anderen zwei Regressionen der Erklärungsgehalt bei knapp 50% liegt. Folglich liefert die Nettoverschuldung einen wesentlichen Beitrag um den Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes zu erhöhen. Dies kann bereits als erster Indikator angesehen werden, dass die Nettoverschuldung in den nachfolgenden Analysen von erhöhter Bedeutung im Vergleich zum EBITDA & Free Cash-Flow sein kann.

Obwohl rund 60% der Varianz anhand des Modelles erklärt werden können, müssen die Ergebnisse mit Vorsicht betrachtet werden. Wegen der hohen Korrelation zwischen dem Betriebsergebnis und der alternativen Leistungskennzahl EBITDA liegt eine Multikollinearität bei dieser Regressionsanalyse vor. Obwohl eine Multikollinearität innerhalb einer Regression beobachtet werden kann (Toleranzwert > 10), findet diese in der weiteren Analyse weiterhin Verwendung. Dies kann auf zwei wesentliche Gründe zurückgeführt werden. Auf der einen Seite liegt der Fokus dieser Arbeit auf alternativen Leistungskennzahlen, wodurch nicht auf die erklärende Variable EBITDA verzichtet werden kann. Auf der anderen Seite spielt das Betriebsergebnis eine wesentliche Rolle in der bestehenden Literatur um den Unternehmenswert per Stichtag zu erklären, wodurch hier ebenfalls eine hohe Relevanz

² Innerhalb dieser Arbeit wird mit folgender Signifikanzdefinition gearbeitet. Bei einem Niveau von 0,1% wird von Hochsignifikanz gesprochen, bei einem Niveau von 1% werden die Ergebnisse als signifikant angesehen. Bis zu einem Signifikanzniveau von 5% werden die Ergebnisse nicht mehr als signifikant definiert, wobei in Einzelfällen darauf eingegangen wird.

gegeben ist. Aufgrund dieser Tatsache, werden weiterhin beide Prädiktoren in der Regression berücksichtigt, allerdings muss die Interpretation mit entsprechender Vorsicht vorgenommen werden. Da die Analyse auf einen Zeitpunkt fixiert ist, kann keine Autokorrelation der Residuen in den drei unterschiedlichen Regressionsanalysen beobachtet werden.

Basierend auf den Erkenntnissen der ersten Regressionsanalyse kann Hypothese 4 nicht final bestätigt werden, dass die alternativen Leistungskennzahlen im Allgemeinen einen Erklärungsgehalt für den Unternehmenswert beinhalten und somit diese in der Analyse berücksichtigt werden sollten. Während die Nettoverschuldung einen signifikanten Einfluss, unabhängig von verschiedenen Aspekten wie Land der Börsennotierung, Branche oder verwendete Währung, innerhalb der Regressionsanalyse einnimmt, kann dies beim EBITDA und dem Free Cash-Flow nicht beobachtet werden. Aufgrund der Tatsache, dass die Ergebnisse dieser drei Regressionsanalysen sich unterscheiden und somit keine finale Einschätzung darüber getroffen werden kann in wie fern alternative Leistungskennzahlen für die Erklärung des Unternehmenswertes herangezogen werden können, sollen in den folgenden Unterabschnitten detailliertere Analysen durchgeführt werden. Dabei soll analysiert werden ob das aufgestellte Regressionsmodell in bestimmten Ländern, Regionen, Branchen oder in währungsspezifischen Gruppen besser geeignet ist als in anderen und ob die einzelnen alternativen Leistungskennzahlen innerhalb eines bestimmten Kontexts einen signifikanten Einfluss ausüben können.

4.2.1 Unterschiede im länderübergreifenden Kontext

Im länderübergreifenden Kontext müssen die Ergebnisse bzw. deren Interpretationen mit Vorsicht genossen werden. Aufgrund der geringen Stichprobengröße einzelner Länder und einer teilweise erhöhten Korrelation zwischen den unabhängigen Variablen (u.a. Betriebsergebnis mit EBITDA) kann mitunter unvermeidlich ein hohes Bestimmtheitsmaß (adjustiertes R^2) innerhalb der Stichprobe erreicht werden. Trotz alledem können die Ergebnisse, im Speziellen bei einer Metaanalyse oder als Ansatzpunkte für zukünftige Forschungsarbeiten in diesem Themengebiet, weiteren Informationsgehalt bieten und werden somit trotzdem in dieser Arbeit berücksichtigt. Ferner können diese Ergebnisse als erster Indikator für die regionale Analyse angesehen werden, ob etwaige Besonderheiten in diesem Kontext bereits ersichtlich sind.

Um erste länderspezifische Unterschiede bei den alternativen Leistungskennzahlen aufzeigen zu können, werden diese mit der nominalen Variable „Land“ multipliziert um einen möglichen signifikanten Einfluss aufzeigen zu können. Anhand dieser Regression nimmt keine der drei Pro-Forma Kennzahlen einen signifikanten Einfluss auf den Unternehmenswert in den verschiedenen Ländern. Aufgrund der fehlenden Signifikanz in diesem Kontext, werden die einzelnen Länder näher analysiert um mögliche Besonderheiten aufzeigen zu können.

In der österreichischen Stichprobe wurden 12 Unternehmen berücksichtigt, welche als Nicht-Finanzdienstleistungs- bzw. Real-Estate Unternehmen zu klassifizieren sind und im Leitindex ATX 20 vorkommen. Gemessen am Bestimmtheitsmaß adjustiertes R^2 bietet die Regressionsanalyse mit der alternativen Leistungskennzahl EBITDA den höchsten Erklärungsgehalt (94%), die Nettoverschuldung bzw. der Free Cash-Flow haben mit rund 14 Prozentpunkten weniger einen geringen Erklärungsgehalt für Unternehmen aus Österreich.

Während bei der Regressionsanalyse mit der alternativen Leistungskennzahl EBITDA der Eigenkapitalbuchwert sowie das Nettobetriebsvermögen einen signifikanten Einfluss auf das Ergebnis nimmt, liegt bei den anderen zwei Modellen keine Signifikanz bei den einzelnen Prädiktoren vor. Dadurch kann nicht beurteilt werden, welche unabhängigen Variablen einen maßgeblichen Einfluss in diesen beiden Modellen einnehmen. Nichtsdestotrotz dürften das Nettobetriebsvermögen sowie der Eigenkapitalbuchwert von erhöhter Bedeutung sein, da diese zumindest in einer Regression einen signifikanten Einfluss einnehmen. In Anbetracht des kleinen p-Wertes können die Modelle an sich herangezogen werden, um erste Aussagen treffen zu können. Jedoch kann eine erhöhte Multikollinearität bei allen Regressionen beobachtet werden, wodurch die Interpretation der Ergebnisse erschwert wird und dies entsprechend berücksichtigt werden muss. Trotz den vorhandenen Einschränkungen ergibt sich hier eine Möglichkeit, mit Hilfe einer Stichprobenvergrößerung, den Einfluss des Eigenkapitalbuchwertes sowie des Nettobetriebsvermögen auf den Unternehmenswert bei österreichischen Unternehmen näher zu untersuchen.

In der Schweiz sind 14 Unternehmen im Leitindex vertreten, welche die eingangs angeführten Kriterien erfüllen. Hierbei unterscheiden sich die Ergebnisse zu Österreich, da das Betriebsergebnis einen signifikanten Einfluss in allen drei Regressionsanalysen einnimmt. Zusätzlich kann in allen drei Regressionen ein adjustiertes R^2 von über 90% beobachtet werden, was mitunter auf die geringe Stichprobengröße zurückgeführt werden kann. Allerdings muss auch hier die erhöhte Korrelation zwischen den erklärenden Variablen kritisch ange-merkt werden, wodurch das Ergebnis der Regression an Genauigkeit einbüßen kann. Im Wesentlichen kann eine stark erhöhte Multikollinearität beim Betriebsergebnis und dem EBITDA beobachtet werden. Überdies hinaus kann dies, in abgeschwächter Form, beim Eigenkapitalbuchwert und dem Free Cash-Flow beobachtet werden. Diese erhöhte Korrelation kann sich bei einer größeren Stichprobenmenge entsprechend reduzieren, um die Verfälschungen entsprechend zu minimieren und die Genauigkeit des Modells zu erhöhen. Trotz allem wird weiterhin ein enger Zusammenhang zwischen EBITDA und Betriebsergebnis in den nachfolgenden Analysen beobachtbar sein, da beide Kennzahlen einem ähnlichen Berechnungsschema unterliegen und daher eine höhere Korrelation zwischen den beiden Prädiktoren in vielen Fällen unumgänglich ist.

In Deutschland kann ein komplett konträres Bild mit Hilfe dieser Regressionsanalysen beobachtet werden. Obwohl das aufgestellte Modell einen gewissen Erklärungsgehalt für die Nachbarländer beinhaltet, bietet die Regressionsanalyse für 23 deutsche börsennotierte Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen, welche im DAX 30 angeführt werden, keinen Erklärungsgehalt. Bei genauerer Analyse der Daten kann beobachtet werden, dass die Marktkapitalisierung der SAP SE mehr als doppelt so groß ist wie jene des zweitgrößten Unternehmens (Bayer AG). Folglich besteht die Gefahr, dass ein einzelner Ausreißer die Genauigkeit des Modells stark beeinträchtigt, wodurch keine Erkenntnisse mit Hilfe einer der drei Regressionen gewonnen werden können. Bei Nichtberücksichtigung dieses Ausreißers, bietet das Modell einen gewissen Erklärungsgehalt für die verbliebenen Unternehmen. Mit Hilfe der adjustierten Stichprobe können bis zu 21% der Varianz erklärt werden, dabei nimmt kein Prädiktor einen signifikanten Einfluss bei der Erklärung. Trotz der Eliminierung des Ausreißers bietet das Modell keinen wirklichen Mehrwert für Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen aus dem DAX 30. Diese Erkenntnis stimmt nicht mit jenen auf

dem schweizerischen und österreichischen Aktienmarkt überein, wo verschiedene unabhängige Variablen einen signifikanten Anteil am Erklärungsgehalt hatten und das Bestimmtheitsmaß entsprechend höher dargestellt wurde. Allerdings können bei den drei verschiedenen Regressionen Multikollinearität beobachtet werden, welche die Genauigkeit des Modells einschränken bzw. verzerren könnten. Unabhängig von etwaigen Einflussfaktoren kann beobachtet werden, dass das Bestimmtheitsmaß im deutschen Kontext wesentlich niedriger ist als in Österreich und in der Schweiz. Dies kann unter Umständen auf die größere Stichprobengröße zurückgeführt werden, aber es können sehr wohl auch andere Variablen von höherer Bedeutung in Deutschland sein, um den Unternehmenswert erklären zu können. Dies wird im Verlauf der Arbeit mit den Ergebnissen aus den verbliebenen Ländern abgeglichen, da vor allem Frankreich und Großbritannien eine ähnlich große bzw. größere Stichprobe haben. Dies könnte in einer weiteren Forschungsarbeit untersucht werden, ob die ausgewählten Prädiktoren nicht geeignet sind um entsprechende Erkenntnisse über deutsche börsennotierte Unternehmen zu gewinnen. Hierbei kann mitunter der Markenwert von Bedeutung sein, da Consumer Discretionary und Health Care Unternehmen, klassischerweise über eine starke Marke bzw. hohe Patentrechte verfügen (Gassmann; Bader 2017, S. 170–187), welche den Unternehmenswert beeinflussen können. Diese Unternehmen sind stark innerhalb der deutschen Stichprobe vertreten und haben mitunter andere Einflussfaktoren bei der Erklärung des Unternehmenswertes, wodurch das Modell mitunter nicht angewendet werden kann.

Auf dem italienischen Aktienmarkt sind 18 Nicht-Finanzdienstleistungs- und Real Estate-Unternehmen im Leitindex notiert. Mit Hilfe der Regressionsanalysen kann rund 90% der Varianz des Unternehmenswertes erklärt werden (adjustiertes R^2), wodurch die erklärenden Variablen einen wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenswert in Italien nehmen können. Dies muss allerdings im Anbetracht der geringen Stichprobengröße mit Vorsicht genossen werden, vor allem bei einer genaueren Analyse der entsprechenden Ergebnisse der einzelnen Modelle. In den Regressionsanalysen mit den alternativen Leistungskennzahlen EBITDA und Free Cash-Flow nimmt kein Prädiktor einen signifikanten Einfluss auf den Unternehmenswert. Bei Berücksichtigung der Pro-Forma Kennzahl Nettoverschuldung kann dies für den Buchwert des Eigenkapitals sowie für die Nettoverschuldung (bei einem Signifikanzniveau von 5%) an sich beobachtet werden. Allerdings muss bei der Analyse kritisch berücksichtigt werden, dass beim Buchwert des Eigenkapitals eine hohe Multikollinearität vorliegt, folglich kann die Genauigkeit der Schätzung darunter leiden. Gerade in diesen Fällen in denen keine einzige unabhängige Variable eine Signifikanz aufweist, muss die Interpretation des Bestimmtheitsgrades mit Vorsicht genossen werden, da nicht beurteilt werden kann welche erklärende Variable einen maßgeblichen Beitrag innerhalb des Modells liefert.

In Frankreich setzt sich der Leitindex aus 31 Unternehmen zusammen, welche die entsprechenden Kriterien erfüllen. Hier liegt der adjustierte R^2 -Wert bei allen drei Regressionsanalysen zwischen 72-73%, wodurch eine gewisse Erklärbarkeit des Unternehmenswertes durch das Modell gegeben ist. Unabhängig von der alternativen Leistungskennzahl innerhalb der Regression nimmt der Verschuldungsgrad (Solvency Ratio) einen signifikanten Einfluss, das Betriebsergebnis hat in zwei von drei Fällen sogar eine hohe Signifikanz. Wie bei der adjustierten deutschen Stichprobe haben bei den alternativen Kennzahlen EBITDA und Free Cash-Flow das Betriebsergebnis bzw. die Solvency Ratio einen hohen Einfluss

bei der Erklärung des Unternehmenswertes. Abgesehen davon kann nur beim EBITDA eine erhöhte Korrelation mit anderen erklärenden Variablen beobachtet werden. Eine Autokorrelation spielt wie in der ursprünglichen Stichprobe und in den vorherigen Analysen keine Rolle, da eine Zeitpunktanalyse vorgenommen wird. Im Vergleich mit der adjustierten deutschen Stichprobe ist das Bestimmtheitsmaß um knapp 50 Prozentpunkte höher und hat einen größeren Stichprobenumfang. Dies würde die Annahme bestätigen, dass mitunter andere Variablen bei deutschen Unternehmen herangezogen werden müssen, um die Genauigkeit des Modells erhöhen zu können und der Einfluss einzelner Ausreißer ein Problem darstellen kann. Dies bietet Ansatzpunkte für weitere Analysen in diesem Themenbereich.

Ein ähnliches Bild lässt sich anhand der spanischen Stichprobe von 25 Unternehmen beobachten. Das aufgestellte Modell erklärt rund 70% der Varianz des Unternehmenswertes, wodurch der Einfluss dieser unabhängigen Variablen ebenfalls dargelegt werden konnte. Allerdings sind die wesentlichen Einflussfaktoren je nach Regressionsmodell unterschiedlich. Es spielt das Betriebsergebnis ebenso eine Rolle wie die Pro-Forma Kennziffer Nettoverschuldung. Auffallend ist hierbei, dass in Spanien aber auch in Frankreich eine sehr geringe Korrelation zwischen den einzelnen Prädiktoren vorliegt, während in der DACH-Region die einzelnen Variablen sehr wohl eine erhöhte Multikollinearität, im speziellen das EBITDA mit dem Betriebsergebnis, aufgewiesen haben.

Der britische Leitindex setzt sich aus 100 Unternehmen zusammen, davon können 63 als Nicht-Finanzdienstleistungs- bzw. Real-Estate Unternehmen klassifiziert werden. Anhand der Stichprobe können rund 68% der Varianz der abhängigen Variable Unternehmenswert erklärt werden. Dabei spielt das Betriebsergebnis die wesentlichste Rolle um den Unternehmenswert erklären zu können, unabhängig von der ausgewählten Non-GAAP Kennzahl. Aufgrund der Tatsache, dass vor allem das EBITDA eine erhöhte Multikollinearität aufweist, muss die Interpretation der Ergebnisse dieser Regression ebenfalls mit Vorsicht genossen werden. Trotzdem kann aufgezeigt werden, dass innerhalb der britischen Stichprobe die alternativen Leistungskennzahlen keinen signifikanten Mehrwert bei der Erklärung des Unternehmenswertes per Bilanzstichtag mit sich bringen. Auffallend ist dabei, dass das Bestimmtheitsmaß (adjustiertes R^2) in allen drei Analysen nahezu konstant bleibt und dies kann ebenfalls als Indikator angesehen werden, dass diese alternativen Leistungskennzahlen keinen Mehrwert für die Analyse bei britischen Unternehmen bieten können. Trotz diesem geringeren Nutzen bei der Analyse des Unternehmenswertes konnte im Abschnitt 4.1 aufgezeigt werden, dass britische Unternehmen sehr wohl alternative Leistungskennzahlen in Geschäftsberichten aus dem Wirtschaftsjahr 2019 angeführt haben. Unabhängig davon, ist der adjustierte R^2 -Wert trotz größerer Stichprobe unwesentlich kleiner als in manch anderen Ländern (z.B. Frankreich) oder sogar zwischen 45 bis 50 Prozentpunkte höher als in Deutschland (gemessen an der adjustierten Stichprobe). Zusammenfassend kann dies als weiterer Indikator verwendet werden, dass das aufgesetzte Regressionsmodell einen Mehrwert bei der Analyse des Unternehmenswertes britischer Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen bieten kann, obwohl die Non-GAAP Kennziffern keine Signifikanz innerhalb der Regression ausweisen.

Bei der finnischen Stichprobe, welche 19 Unternehmen beinhaltet, kann ein konträres Bild zu den vorherigen Ländern beobachtet werden. Während der Erklärungsgehalt in einigen Ländern in allen drei Regressionsmodellen annähernd gleich war, unterscheidet sich dieser bei finnischen Unternehmen erheblich. In der Regression mit der Variable EBITDA liegt der

Erklärungsgehalt der Varianz bei rund 71%, zusätzlich liefert diese Pro-Forma Kennzahl einen signifikanten Erklärungsgehalt für den Unternehmenswert. Es kann keine Multikollinearität zwischen den Prädiktoren beobachtet werden, wodurch die Interpretation der Ergebnisse nicht verfälscht wird. Bei der Berücksichtigung der alternativen Leistungskennzahl Free Cash-Flow sinkt der adjustierte R²-Wert auf knapp über 50%, bei der Nettoverschuldung liegt dieser bei nur noch 42%. Neben der Signifikanz im ersteren Modell zeigt auch der geringere Erklärungsgehalt bei den zwei nachfolgenden Regressionsanalysen auf, dass das EBITDA von erhöhter Bedeutung für die Erklärung des Unternehmenswertes in Finnland angesehen werden kann. In der Analyse von Geschäftsberichten wurde die Kennziffer EBITDA von 70% der untersuchten finnischen Unternehmen ausgewiesen, während nur drei von zehn Unternehmen den Free Cash-Flow entsprechend im Geschäftsbericht dargestellt haben. Hier kann ebenfalls schon beobachtet werden, dass diese Kennzahl höchstwahrscheinlich von einer gewissen Relevanz für den finnischen Aktienmarkt und deren AdressatInnen ist. Obwohl in diesem Modell die Nettoverschuldung kaum zum Erklärungsgehalt für den Unternehmenswert beiträgt, wird diese Kennziffer sehr wohl von finnischen Unternehmen verwendet und publiziert.

In Schweden, 17 börsennotierte Unternehmen erfüllen die Stichprobenkriterien, kann dieses Bild nicht beobachtet werden. Obwohl keine Multikollinearität zwischen den einzelnen Variablen vorliegt, können die aufgestellten Regressionsmodelle nur rund 56-58 Prozent der Varianz des Unternehmenswertes erklären. Neben dem deutlich geringen Erklärungsgehalt im Vergleich zur finnischen Stichprobe, nehmen die standardisiert berechneten alternativen Leistungskennzahlen keine Signifikanz ein um die abhängige Variable erklären zu können. Im Wesentlichen spielt auch in Schweden, wie in einigen anderen Ländern zuvor, das Betriebsergebnis aus der Berichtsperiode die bedeutsamste Rolle. Dabei gibt es auch keine Besonderheiten bei der alternativen Leistungskennzahl Nettoverschuldung, da in einigen Ländern ein signifikanter Einfluss von dieser Kennziffer und dem Eigenkapitalbuchwert auf den Unternehmenswert beobachtbar war. Die geringe Erklärungskraft kann nicht auf eine Multikollinearität oder eine mögliche Autokorrelation zurückgeführt werden. Ein möglicher Grund für keine gegebene Signifikanz ist die hohe Dominanz von Industrials (7 Unternehmen), welche knapp 46% der gesamten Marktkapitalisierung innerhalb der Stichprobe ausmachen. Ein weiterer Einflussfaktor kann sein, dass bestimmte Branchen nur mit einem oder zwei Unternehmen im Leitindex vertreten sind und dadurch der Erklärungsgehalt nur in einem geringeren Ausmaß gegeben ist. Aufgrund der Zusammensetzung der Stichprobe werden mitunter branchenspezifische Eigenschaften nicht durch die definierten Variablen abgebildet und somit kann nur ein geringerer Erklärungsgehalt erreicht werden.

Von den 252 Unternehmen innerhalb der gesamten Stichprobe werden zehn dem belgischen Leitindex zugerechnet. Aufgrund des geringen Stichprobenumfangs und der stark erhöhten Multikollinearität können die Ergebnisse aus Belgien nicht näher analysiert werden. Nichtsdestotrotz haben mitunter das Betriebsergebnis sowie die Dividendenzahlung für das vorherige Wirtschaftsjahr einen höheren Einfluss auf den Unternehmenswert als die übrigen erklärenden Variablen und dies kann in weiteren Studien entsprechend aufgegriffen werden um deren Einfluss auf den Unternehmenswert zu untersuchen.

Bei den Unternehmen welche im AEX-Index (Aktienindex der niederländischen Börse) gelistet sind, können 14 als Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen klassifiziert werden. Anhand der drei verschiedenen Regressionen können zwischen 70 und 78 Prozent der Varianz anhand des Modelles erklärt werden. Als wesentlichster Einflussfaktor für die Herleitung des Unternehmenswertes kann der Eigenkapitalbuchwert sowie in einem geringeren Ausmaß das Betriebsergebnis herangezogen werden. Allerdings kann bei keinem Prädiktor eine hohe Signifikanz (0,1% Signifikanzniveau) bzw. eine geringe Signifikanz (1%) beobachtet werden, wodurch der hohe Bestimmtheitsgrad möglicherweise auf die geringe Stichprobengröße zurückzuführen ist. Nur bei der Regressionsanalyse mit dem Free Cash-Flow als APM, kann beim Nettobetriebsvermögen eine leichte Signifikanz bei einem Signifikanzniveau von 5% beobachtet werden. Wie bereits bei einigen Ländern zuvor, muss hier allerdings die vorherrschende Multikollinearität in der Analyse kritisch angemerkt werden. Aufgrund der Korrelation zwischen den einzelnen unabhängigen Variablen kann der einzelne Erklärungswert nicht näher beurteilt werden. Ebendeshalb können diverse Ansatzpunkte innerhalb der niederländischen Analyse für weitere Forschungen aufgegriffen werden, ob andere erklärende Variablen für niederländische Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen von Bedeutung sind, ob eine größere Stichprobe weitere Erkenntnisse liefern kann und in wie fern Buchhaltungszahlen bei niederländischen Unternehmen von Bedeutung sein können.

Aufgrund der geringen Größe des luxemburgischen Leitindex (6 Unternehmen würden die Kriterien erfüllen), wird hier keine länderspezifische Analyse vorgenommen, da die Ergebnisse keinen Mehrwert liefern können. Zusätzlich besteht keine Möglichkeit etwaige Ansatzpunkte für zukünftige Analysen zu erhalten, wodurch auf eine detaillierte Auswertung innerhalb dieser Arbeit verzichtet wird.

Trotz der unterschiedlichen Stichprobengröße der einzelnen Länder, können bereits erste Gemeinsamkeiten bzw. Unterschiede erkannt werden. Das Betriebsergebnis aber auch der Eigenkapitalbuchwert tragen in einigen Ländern einen Beitrag bei, um den Unternehmenswert näher erläutern zu können. Bei einzelnen Ländern ist ein signifikanter Einfluss von Non-GAAP Kennzahlen beobachtbar, jedoch nimmt in keinem Fall mehr als eine alternative Leistungskennzahl einen (hoch) signifikanten Einfluss auf den Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes per 31.12.2019.

Bei der Regressionsanalyse, bei der die APM mit der nominalen Variable „Land“ multipliziert wird, kann kein signifikanter Einfluss beobachtet werden. Bei der länderspezifischen Auswertung des Erklärungsgehaltes beinhaltete die alternative Leistungskennzahl nur in zwei Fällen (1x EBITDA, 1x Nettoverschuldung) einen signifikanten Erklärungsgehalt (Finnland & Spanien). Somit wurde die ursprüngliche Erkenntnis bestätigt, dass die länderspezifische Unterscheidung keinen Mehrwert bietet um den Erklärungsgehalt von APMs zu erhöhen. Somit konnten keine Erkenntnisse gewonnen werden, um die Hypothese 4a endgültig bestätigen bzw. verwerfen zu können. Dies kann möglicherweise auf die geringe Stichprobengröße der einzelnen Länder oder branchenspezifischen Eigenschaften zurückgeführt werden. Um dies näher beleuchten zu können, werden im Abschnitt 4.2.2 die einzelnen Länder zu Regionen zusammengefasst um die Stichprobengröße entsprechend vergrößern zu können und Multikollinearität vermeiden zu können.

4.2.2 Unterschiede im regionalen Kontext

Um die Problematik einer zu geringeren Stichprobengröße entsprechend vermeiden zu können, werden die einzelnen Länder in entsprechende Regionen zusammengefasst um regionale Unterschiede aufzeigen zu können und möglicherweise einen höheren Erklärungsgehalt des Modells für die berücksichtigten Unternehmen zu erlangen. Es gibt verschiedene Möglichkeiten die ausgewählten Länder in entsprechende Regionen aufzuteilen, innerhalb dieser Arbeit wird die Großgliederung Europas nach kulturellen Kriterien und politischen Grenzen publiziert vom „Ständiger Ausschuss für Geographische Namen (StAGN)“ als Definition für die europäischen Regionen herangezogen. Österreich, Schweiz, Luxemburg sowie Deutschland werden als Mitteleuropa definiert, Italien & Spanien werden in die Region Südeuropa zusammengeführt, Frankreich, Belgien, Niederlande sowie Großbritannien werden als Westeuropa klassifiziert und Schweden und Finnland als Nordeuropa eingestuft (StAGN 2007).

Um den Einfluss von alternativen Leistungskennzahlen in den einzelnen Regionen beurteilen zu können, wird die entsprechende unabhängige Variable mit der nominalen Variable „Region“ multipliziert.

Bei der Analyse der Non-GAAP Kennziffer EBITDA, können keine regionalen Unterschiede beim Erklärungsgehalt beobachtet werden. Die wesentlichen Erklärungsfaktoren in diesem Zusammenhang sind das Betriebsergebnis aus dem entsprechenden Wirtschaftsjahr sowie der Verschuldungsgrad, dargestellt durch die vermögensbasierte Solvency Ratio. Mit Hilfe des Regressionsmodelles können rund 50% der Varianz erklärt werden, wodurch das Modell nur zu einem gewissen Grad als Indikator herangezogen werden kann. In der ursprünglichen Regressionsanalyse lieferte das Modell einen höheren Erklärungsgehalt als bei der Berücksichtigung dieser nominalen Variablen. Dies kann möglicherweise darauf zurückgeführt werden, dass ohne regionale Unterscheidung Ausreißer innerhalb der Stichprobe (höhere Marktkapitalisierung als die restliche Stichprobe) stärker abgedeckt werden und dadurch deren Effekte abgeschwächt dargestellt werden. Nichtsdestotrotz kann das Modell, Bewertung erfolgt anhand des p-Wertes, herangezogen werden um etwaige Aussagen über den regionalen Einfluss treffen zu können. Aufgrund des größeren Stichprobenumfangs im Vergleich zu der länderspezifischen Analyse, kann keine Multikollinearität oder Autokorrelation der Residuen festgestellt werden, welche die Ergebnisse beeinflussen könnten. Diese Ergebnisse gehen auch mit der Beobachtung einher, dass das EBITDA nur in einem Land (Finnland) einen signifikanten Beitrag innerhalb der Regressionsanalyse leisten konnte. Folglich, auch aufgrund der Berücksichtigung schwedischer Unternehmen in der Region Nordeuropa, kann keine Signifikanz bei dieser Pro-Forma Kennzahl festgestellt werden.

Bei der näheren Analyse des Free Cash-Flow als entsprechender Parameter für die alternative Leistungskennzahl kann ein ähnliches Bild beobachtet werden. Das Betriebsergebnis sowie der Verschuldungsgrad spielen eine wesentliche Rolle in der Erklärung des Unternehmenswertes, allerdings kann mit Hilfe des Modells ebenfalls nur knapp 50% der Varianz erklärt werden. Nichtsdestotrotz kann aufgezeigt werden, dass der Free Cash-Flow einen Einfluss auf den Unternehmenswert in der Region Südeuropa nehmen kann (Signifikanzniveau 5%). Während der Free Cash-Flow insgesamt gesehen (komplette Stichprobe)

einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert nehmen kann, hat diese alternative Leistungskennzahl einen negativen Einfluss auf den Unternehmenswert in der Region Südeuropa. Dies kann möglicherweise darauf zurückgeführt werden, dass der Free Cash-Flow im Schnitt im Jahr 2019 niedriger war im Vergleich zu den anderen großen Volkswirtschaften innerhalb Europas. Während im gesamteuropäischen Kontext der Stichprobe kein Zusammenhang zwischen Unternehmenswert und Free Cash-Flow beobachtet werden konnte, spielt diese in Spanien und Italien eine Rolle um die Erklärbarkeit entsprechend zu erhöhen. Trotz diesem leicht signifikanten Einfluss (Signifikanzniveau 5%) kann bei der regionalen Analyse im Vergleich zur ursprünglichen Regressionsanalyse der adjustierte R^2 -Wert nur um knapp fünf Prozentpunkte gesteigert werden, wodurch die Nützlichkeit des Modells immer noch stark eingeschränkt ist. Trotz dieser Beobachtung konnte in einer länderspezifischen Analyse Italiens und Spaniens kein Einfluss dieser Pro-Forma Kennzahl aufgezeigt werden, was mitunter mit der Stichprobengröße zusammenhängen kann. Diese Erkenntnisse stimmen mit den Ergebnissen aus dem Abschnitt 4.2.1 überein, wo in keinem Land der Free Cash-Flow einen signifikanten Mehrwert bei der Analyse hatte.

Den höchsten Erklärungsgehalt bietet die Nettoverschuldung, welche einen adjustierten R^2 -Wert von knapp 60% erreicht. Wie in den vorherigen zwei Regressionsanalysen nimmt das Betriebsergebnis eine wesentliche Rolle ein. Darüber hinaus kann dem Eigenkapitalbuchwert sowie dem Nettobetriebsvermögen ebenso ein hoch signifikanter Einfluss auf den Unternehmenswert zugeschrieben werden. Aus dem Blickwinkel alternativer Leistungskennzahlen kann der Nettoverschuldung ebenfalls eine hohe Relevanz zugeteilt werden, welche als einzige alternative Leistungskennzahl eine hohe Signifikanz in diesen Modellen einnimmt. Diese Erkenntnisse stimmen mit jenen aus dem Abschnitt 4.2.1 überein, wo die Nettoverschuldung in vielen Fällen ein wesentlicher Treiber beim Erklärungsgehalt war. Auffallend ist hier, dass die Nettoverschuldung in der Region Südeuropa von höherer Relevanz ist als in den anderen drei Regionen. Dementsprechend kann das Modell eine höhere Genauigkeit für Unternehmen aus Italien und Spanien erreichen. Ferner stimmen diese Erkenntnisse mit den Ergebnissen aus der länderspezifischen Analyse überein (trotz höherem Stichprobenumfang), dass die Nettoverschuldung als wesentlichste APM bei der Erklärung des Unternehmenswertes angesehen werden kann.

Bei der näheren Analyse der drei alternativen Leistungskennzahlen kann aufgezeigt werden, dass im Gesamten das EBITDA sowie der Free Cash-Flow eine positive bzw. die Nettoverschuldung eine negative Auswirkung auf den Unternehmenswert nehmen. Neben den Non-GAAP Kennziffern, spielt wie in den länderspezifischen Analysen das Betriebsergebnis sowie die Solvency Ratio eine wesentliche Rolle bei den Regressionsanalysen mit dem EBITDA und dem Free Cash-Flow. Bei der Regressionsanalyse mit der alternativen Leistungskennzahl Nettoverschuldung sind das Betriebsergebnis, das Nettobetriebsvermögen sowie die Pro-Forma Kennzahl an sich die zentralen Bestandteile bei der Erklärung des Unternehmenswertes. Unabhängig von der regionalen Klassifizierung bleiben die wesentlichen Prädiktoren konstant in den unterschiedlichsten Regressionsanalysen.

Mit Hilfe der Klassifizierung einzelner Regionen konnte die Stichprobengröße entsprechend vergrößert werden und folglich kann eine erhöhte Qualität der Ergebnisse der Regression erreicht werden. Hierbei konnte sehr wohl beobachtet werden, dass einzelne alternative Leistungskennzahlen einen höheren Mehrwert in bestimmten Regionen bieten können (z.B.

Free Cash-Flow in Südeuropa). Damit einhergehend konnten somit Erkenntnisse gewonnen werden, dass diese alternativen Leistungskennzahlen im regionalen Kontext einen höheren Erklärungsgehalt bieten können als in anderen Regionen. Diese Ergebnisse müssen mit einer größeren Stichprobe verifiziert werden, um die Hypothese 4b final bestätigen zu können.

4.2.3 Unterschiede im brancheninternen Kontext

Nachdem im regionalen Kontext Unterschiede zwischen den einzelnen alternativen Leistungskennzahlen beobachtbar waren, ist es von Interesse ob sich der Erklärungsgehalt von diesen Non-GAAP Kennziffern auch im brancheninternen Kontext unterscheidet und das aufgestellte Regressionsmodell in bestimmten Branchen besser geeignet ist. Aufgrund der unterschiedlichsten Besonderheiten der verschiedensten Branchen können das EBITDA, die Nettoverschuldung bzw. der Free Cash-Flow von ungleicher Bedeutung bei der Analyse des Unternehmenswertes sein. Ferner besteht die Möglichkeit, dass die einzelnen Variablen der Regressionsanalyse einen unterschiedlich hohen Beitrag zur Erklärung des Unternehmenswertes leisten, da branchenspezifische Besonderheiten in der einen oder anderen Kennzahl besser dargestellt werden können als in anderen.

Die Regressionsanalyse wird identisch wie die länderspezifische Analyse aufgebaut, allerdings werden die alternativen Leistungskennzahlen mit der nominalen Variable „Branche“ multipliziert. Die Kategorisierung wurde durch OSIRIS mit Hilfe des GICS-Codes vorgenommen. Von den 252 untersuchten Unternehmen werden 65 dem Bereich von Konsumgütern zugeschrieben (40 Consumer Discretionary, 25 Consumer Staples), 10 Unternehmen dem Bereich Energy sowie 23 Unternehmen sind im Bereich Utilities tätig. Zusätzlich sind 26 Gesellschaften innerhalb der Stichprobe der Branche Communication Services zuzuschreiben, 19 werden als Information Technology Unternehmen klassifiziert sowie 22 Unternehmen sind im Bereich Gesundheitswesen (Health Care) tätig. Mehr als ein Drittel der Unternehmen können den Bereichen Industrials (51 Unternehmen) und Materials (36 Unternehmen) zugeordnet werden. Die Definition der einzelnen Branchen wurde im Abschnitt 4.1.1 vorgenommen, welche im Wesentlichen auf die größere Stichprobe für die Regressionsanalyse übertragen werden kann.

Bei der Analyse der alternativen Leistungskennzahl „EBITDA“ können bereits erste branchenübergreifende Unterschiede festgestellt werden. Die Erklärbarkeit der Varianz des Unternehmenswertes liegt bei rund 70%, gemessen am adjustierten R^2 , bei der Berücksichtigung der entsprechenden Branche. In der ursprünglichen Regressionsanalyse (ohne Unterscheidungen) mit der alternativen Leistungskennzahl EBITDA erreichte das Modell nur einen Erklärungsgehalt der Varianz, gemessen am adjustieren R^2 , von rund 48%. Somit konnte, bei der Berücksichtigung der Branchenklassifizierung, der Erklärungsgehalt um mehr als 22 Prozentpunkte gesteigert werden. Neben dem Betriebsergebnis und der Solvency Ratio spielt das EBITDA in bestimmten Branchen eine wesentliche Rolle, um den Unternehmenswert erklären zu können. In den Bereichen Consumer Staples, Health Care sowie Information Technology liegt ein hochsignifikanter Einfluss dieser unabhängigen Variablen vor. Ergänzend kann in den Bereichen Energy und Industrials ein leicht signifikanter Einfluss beobachtet werden. Dank der Größe der Stichprobe und der Tatsache das keine

Zeitreihe in der Analyse berücksichtigt wird, kann keine Multikollinearität bzw. Autokorrelation der Residuen nachgewiesen werden. Somit wird die Interpretation der Ergebnisse nicht erschwert bzw. die Ergebnisse an sich werden nicht durch diese Einflussfaktoren verfälscht. Bei einer branchenspezifischen Auswertung nimmt die Pro-Forma Kennziffer EBITDA keinen hoch signifikanten Einfluss ein, allerdings kann in einzelnen Branchen ein abgeschwächter signifikanter Einfluss (5%) beobachtet werden. In der Branche Communication Services, nimmt das Nettobetriebsvermögen einen signifikanten negativen Einfluss auf den Unternehmenswert. Bei Industrials Unternehmen spielen das Nettobetriebsvermögen sowie der Eigenkapitalbuchwert eine signifikante Rolle, um den Unternehmenswert erklären zu können, während bei Gesellschaften im Bereich Materials das Betriebsergebnis einen hoch signifikanten Einfluss nimmt. Bei den sonstigen Branchen nimmt keine einzelne Variable einen (hoch) signifikanten Einfluss, was mitunter auf die geringere Stichprobengröße zurückzuführen ist. Zudem, abhängig von der Branche, bewegt sich das Bestimmtheitsmaß adjustiertes R^2 zwischen 30 und mehr als 90 Prozentpunkten. Gerade bei Consumer Discretionary Unternehmen, hier sind vor allem Automobil- und Luxusgüterproduzenten berücksichtigt, kann das Modell nicht herangezogen werden um valide Aussagen treffen zu können. Hier kann unter Umständen die Bedeutung der Marke eine Rolle spielen (bei der Unternehmensbewertung), welche in diesem Modell nicht berücksichtigt wird und somit eine geringere Aussagekraft mit sich bringt. Dies geht einher mit den Beobachtungen aus der länderspezifischen Analyse mit deutschen Unternehmen in Abschnitt 4.2.1. Bei den restlichen Branchen beinhaltet das Regressionsmodell einen Erklärungsgehalt der Varianz von mindestens 75%, womit dieses sehr wohl herangezogen werden kann ohne eine detaillierte Auskunft über die signifikanten Treiber dieses Wertes liefern zu können.

Bei der Analyse der einzelnen Branchen können ebenfalls einzelne Unterschiede beobachtet werden. Je nach Sparte spielt das Nettobetriebsvermögen, der Eigenkapitalbuchwert und das Betriebsergebnis oder in einzelnen Fällen auch die alternative Leistungskennzahl EBITDA in einem abgeschwächten Umfang eine Rolle. Aufgrund der geringeren Stichprobengröße sind diese Ergebnisse nur zu einem gewissen Grad interpretierbar, welche allerdings bei einer Meta-Analyse einen entsprechenden Mehrwert bieten können. Zugleich bieten diese Ergebnisse Ansatzpunkte für zukünftige Forschungsarbeiten im Gebiet von alternativen Leistungskennzahlen und deren branchenspezifischen Besonderheiten.

Ein ähnliches Ergebnis kann bei der alternativen Leistungskennzahl Free Cash-Flow beobachtet werden. Hier spielt ebenfalls, ähnlich zur regionalen Analyse, das Betriebsergebnis die wesentlichste Rolle bei der Erklärung des Unternehmenswertes. Überdies hinaus spielt die Pro-Forma Kennziffer in den Branchen Consumer Staples und Health Care eine wesentliche Rolle bei der Identifizierung des Unternehmenswertes. Mithilfe der Regressionsanalyse können rund 68% der Varianz erklärt werden, wodurch dieses Regressionsmodell ein leicht geringerer Erklärungsgehalt mit sich bringt als jenes mit der alternativen Leistungskennzahl EBITDA. Allerdings konnte auch in diesem Fall der Erklärungsgehalt des Modells erheblich verbessert werden, nachdem die nominale Variable „Branche“ in der Regression berücksichtigt wurde (Erhöhung von 20 Prozentpunkten). Die Erklärbarkeit des Modelles ist nicht durch eine Multikollinearität oder Autokorrelation der Residuen eingeschränkt. Diese Ergebnisse stimmen mit den Erkenntnissen aus der regionalen- sowie länderspezifischen Analyse überein, wo in den meisten Fällen die Regression mit dem Free

Cash-Flow einen geringeren Erklärungsgehalt mit sich brachte als jene mit dem EBITDA bzw. der Nettoverschuldung.

Bei der branchenspezifischen Analyse spielt der Free Cash-Flow eine wesentliche Rolle bei Unternehmen, welche Basiskonsumgüter herstellen bzw. vertreiben (Consumer Staples). Darüber hinaus bieten das Nettobetriebsvermögen und das Betriebsergebnis aus dem entsprechenden Wirtschaftsjahr ebenfalls einen Mehrwert in der Analyse. Ein identisches Bild ergibt sich in der Sparte Health Care, wo die alternative Leistungskennzahl ebenfalls einen signifikanten Einfluss bei der Erklärung des Unternehmenswertes nimmt. In den Bereichen Information Technology aber auch bei Utilities-Unternehmen kann dies nicht beobachtet werden. Während bei Information Technology Unternehmen die Dividende aus dem Vorjahr sowie der Eigenkapitalbuchwert von erhöhter Bedeutung sind, sind bei Utilities vor allem der Eigenkapitalbuchwert sowie das Nettobetriebsvermögen von wesentlicher Bedeutung. Auffallend ist dabei, dass Unternehmen aus dem Bereich Information Technology im Schnitt die zweitniedrigste Dividendenausschüttung im Jahr 2018 vorgenommen haben, trotzdem bietet die Vorjahresdividende eine gewisse Erklärungskraft in diesem Zusammenhang. Allerdings kann eine erhöhte Multikollinearität bei Daten von Unternehmen aus den Bereichen Health Care und Information Technology beobachtet werden, wodurch die Interpretation der Ergebnisse mit Vorsicht zu genießen ist.

In den restlichen Branchen nehmen unterschiedliche unabhängige Variablen einen signifikanten Einfluss bei der Erklärung des Unternehmenswertes. Während beim EBITDA in keiner einzigen branchenspezifischen Analyse Signifikanz nachgewiesen werden konnte, spielt in den Bereichen Health Care & Consumer Staples der Free Cash-Flow eine wesentliche (hochsignifikante) Rolle in der Analyse, was mit den vorherigen Analysen übereinstimmt. In den übrigen Bereichen spielen unterschiedlichste geprüfte Kennzahlen eine Rolle, vom Eigenkapitalbuchwert über das Nettobetriebsvermögen bis hin zum Betriebsergebnis. Gerade diese branchenspezifische Analyse zeigt die zu Beginn erwähnte Problematik auf, dass bestimmte Kennzahlen in bestimmten Branchen nicht verwendet werden sollten, da diese bei der Durchführung von Regressionsanalysen keinen nützlichen Mehrwert liefern können. Unabhängig von dieser Interpretation, können diese sehr wohl bei einer Investitionsanalyse ohne Bezug auf den Unternehmenswert einen Mehrwert für die InvestorInnen bieten, um persönliche Entscheidungen treffen zu können.

Bei der Interpretation der alternativen Leistungskennzahl Nettoverschuldung kann ein konträres Bild zu den vorherigen Regressionsanalysen beobachtet werden. Neben dem Betriebsergebnis für das entsprechende Wirtschaftsjahr nimmt auch der Eigenkapitalbuchwert sowie die APM an sich einen signifikanten Anteil bei der Erklärung des Unternehmenswertes ein. Trotz des hohen Einflusses dieser Variable innerhalb der Regression, können nur 63% (adjustiertes R^2) der Varianz entsprechend erklärt werden. Das geringere Ergebnis im Vergleich zu den vorherigen zwei Analysen kann dabei nicht auf Autokorrelation oder Multikollinearität zurückgeführt werden. Im Vergleich zur ursprünglichen Analyse, ohne eine nominale Variable wird das Modell nur geringfügig verbessert, wobei die Nettoverschuldung nur bei Consumer Staples einen signifikanten Einfluss nimmt, bei Information Technology Unternehmen kann ein leicht signifikanter Einfluss (Signifikanzniveau von 5%) beobachtet werden.

In den vorherigen Abschnitten konnte dargelegt werden, dass die Nettoverschuldung als die wesentlichste alternative Leistungskennzahl dieser drei anzusehen ist. Dieses Bild wird auch in den Regressionsanalysen der einzelnen Branchen widergespiegelt, bei dem diese Pro-Forma Kennziffer bei Consumer Discretionary, Materials und Health Care Unternehmen einen (hoch) signifikanten Einfluss nimmt. In den Bereichen Consumer Staples und Information Technology, trotz der gegebenen Signifikanz im Grundmodell, kann in der branchenspezifischen Analyse keine Signifikanz beobachtet werden. Während beim EBITDA dies bei keiner Branche der Fall war, nahm der Free Cash-Flow bei zwei branchenspezifischen Analysen einen signifikanten Einfluss. Aufgrund dieser Tatsache, sowie den vorherigen Erkenntnissen, bringt die Nettoverschuldung in Vielzahl unterschiedlicher Analysen einen Mehrwert. Bei der branchenspezifischen Analyse des Einflusses der Nettoverschuldung können Ähnlichkeiten zu den anderen beiden alternativen Leistungskennzahlen beobachtet werden. Der Einfluss von Non-GAAP Kennzahlen unterscheidet sich stark nach Branche, abhängig von dieser können keine aber auch mehrere einen Beitrag zur Erklärung des Unternehmenswertes leisten. Nichtsdestotrotz muss auch hier die Interpretation, aufgrund der geringen Stichprobe, mit Vorsicht genossen werden, da Multikollinearität zwischen den erklärenden Variablen beobachtet werden kann, vor allem beim Betriebsergebnis sowie dem EBITDA. Trotz dieser differenzierten Analyse der unterschiedlichen Regressionen, kann erfasst werden, dass die Bedeutung der Nettoverschuldung unabhängig einer branchen-, regionalen oder länderspezifischen Eingrenzung beobachtbar ist. Obwohl in einigen Analysen diese Kennzahl keinen signifikanten Mehrwert mit sich bringt, war in einer Vielzahl von unterschiedlichen Stichproben eine Signifikanz gegeben. Im Vergleich zu den anderen untersuchten alternativen Leistungskennzahlen, war bei der Nettoverschuldung häufiger eine Signifikanz zu beobachten als in den anderen Fällen. Mit dem einhergehend war üblicherweise auch der Bestimmtheitsgrad einige Prozentpunkte höher als mit dem EBITDA oder dem Free Cash-Flow.

Mit der Hypothese 4c wurde die Frage aufgeworfen, ob einzelne alternative Leistungskennzahlen einen höheren Erklärungsgehalt bei branchenspezifischen Analysen mit sich bringen. Die Hypothese kann demnach nicht verworfen bzw. bestätigt werden, da unterschiedliche Ergebnisse beobachtbar sind. Während das EBITDA in keinem einzigen Fall einen signifikanten Beitrag leisten konnte (in anderen Regressionsanalysen war dies schon der Fall, z.B. länderspezifischer Kontext), konnten Erkenntnisse gewonnen werden, welche darauf schließen lassen, dass bestimmte Non-GAAP Kennzahlen in einem branchenspezifischen Kontext von höherer Nützlichkeit sein können. Beim Free Cash-Flow sowie bei der Nettoverschuldung gibt es bestimmte Branchen wo diese einen signifikanten Mehrwert bei der Erklärung des Unternehmenswertes liefern können, während in anderen Branchen diese keinen ergänzenden Nutzen stiften. Somit konnten nicht genügend Erkenntnisse innerhalb der Stichproben gewonnen werden, um die Hypothese abschließend zu bestätigen bzw. zu verwerfen. Nichtsdestotrotz kann eine leichte Tendenz erkannt werden, dass die alternativen Leistungskennzahlen in bestimmten Branchen einen höheren Erklärungsgehalt mit sich bringen können.

4.2.4 Unterschiede im währungsübergreifenden Kontext

Innerhalb der Stichprobe, zusammengesetzt aus börsennotierten Unternehmen aus verschiedensten europäischen Ländern, werden fünf unterschiedliche Währungen im Berichtswesen verwendet. Von 252 Unternehmen wurde das Berichtswesen im Jahr 2019 von rund 63% der Unternehmen in Euro aufgebaut (160 Unternehmen), 46 Gesellschaften berichteten in Britischer Pfund und 20 Unternehmen verwendeten den US-Dollar für die Kommunikation auf dem Markt. Überdies hinaus verwendeten 10 Unternehmen den Schweizer Franken und von 16 Gesellschaften wurden die Unternehmenszahlen in Schwedischer Krone veröffentlicht. Während der Schweizer Franken, die Schwedische Krone und die Britische Pfund nur von Firmen verwendet wurden, welche in den jeweiligen Ländern notiert sind, wurde der US-Dollar hauptsächlich in Großbritannien und in der Schweiz verwendet. Dabei handelt es sich häufig um die Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung des jeweiligen Landes.

Wie in den vorherigen Analyse wird die alternative Leistungskennzahl mit der nominalen Variablen „Währung“ entsprechend multipliziert, um einen etwaigen Einfluss der Währung auf den Erklärungsgehalt alternativer Leistungskennzahlen näher zu untersuchen bzw. festzustellen. Bei der Auswertung der Regressionsanalyse mit der alternativen Leistungskennzahl EBITDA leistet erneut das Betriebsergebnis sowie leicht abgeschwächt die vermögensbasierte Solvency Ratio einen Erklärungsbeitrag zum Unternehmenswert aus der entsprechenden Periode. Das EBITDA bietet einen wesentlichen Beitrag, im Speziellen bei Unternehmen die in Euro oder in US-Dollar ihr Reporting durchführen. Insgesamt kann das Modell rund 62% der Varianz erklären, wodurch die nominale Variable keinen zusätzlichen Mehrwert im Vergleich zu den vorherigen Analysen liefert. Allerdings können durch die größere Stichprobe keine Multikollinearität bzw. Autokorrelation der Residuen beobachtet werden, welche das Ergebnis unter Umständen verfälschen könnten.

Bei einer detaillierten Analyse der einzelnen Währungen können unterschiedliche Einflussfaktoren in den einzelnen Währungen beobachtet werden. Die Schwedische Krone wird in der Auswertung gezielt außen vorgelassen, da nur ein schwedisches Unternehmen eine Fremdwährung (in diesem Falle Euro) als Berichtswährung verwendet und somit keine neuen Erkenntnisse gewonnen werden können im Vergleich zur länderspezifischen Analyse. Bei den Unternehmen, welche den Euro in ihrem Reporting ausweisen, spielen das Betriebsergebnis, die Dividenden pro Aktie sowie die Solvency Ratio einen signifikanten Einfluss auf das Ergebnis, wobei das adjustierte R^2 bei niedrigen 40% liegt. Dies kann mitunter darauf zurückgeführt werden, dass keine regionalen oder branchenspezifischen Kriterien berücksichtigt werden und somit kein einheitliches Modell anwendbar ist. Bei Unternehmen welche den US-Dollar verwenden, im Wesentlichen große Schweizer und britische Unternehmen, nehmen das Betriebsergebnis und das EBITDA einen hoch signifikanten Einfluss ein. Aufgrund Multikollinearität und der geringen Stichprobengröße lässt dieses Ergebnis keine weitere Interpretation zu. Beim Britischen Pfund spielt ebenfalls das EBITDA eine hochsignifikante Rolle mit einer leicht erhöhten Multikollinearität, wodurch diese Kennziffer mitunter sehr wohl von Bedeutung sein kann. Möglicherweise kann dieser Unterschied

zur länderspezifischen Analyse darauf zurückgeführt werden, dass große britische Unternehmen ihre Zahlen nicht in GBP veröffentlichen und somit etwaige Ausreißer keine Berücksichtigung in der Analyse finden. Beim Schweizer Franken nehmen keine Prädiktoren einen signifikanten Einfluss, trotz der Nichtberücksichtigung von Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung. Ein ähnliches Bild ergibt sich mit der Non-GAAP Kennzahl Free Cash-Flow. Wie beim EBITDA sind die wesentlichen Einflussfaktoren das Betriebsergebnis aus dem jeweiligen Jahr, die Solvency Ratio und der Free Cash-Flow an sich. Obwohl der Erklärungsgehalt bei den Währungen EUR, GBP und USD signifikant ist, kann das ursprüngliche Modell mit einem Erklärungsgehalt von knapp 63% nicht verbessert werden. Auch bei der währungsspezifischen Analyse spielen das Betriebsergebnis und die Solvency Ratio die wesentlichste Rolle ohne dabei das Bestimmtheitsmaß des Modells zu erhöhen. Bei der Nettoverschuldung trägt ebenfalls das Betriebsergebnis sowie die alternative Leistungskennzahl an sich zum Erklärungsgehalt bei, allerdings liegt dieser mit 65% unter dem ursprünglichen Wert ohne Berücksichtigung der nominalen Variablen. Auch in der währungsspezifischen Analyse stimmen die Beobachtungen mit den vorherigen Analysen überein, ohne dabei den Erklärungsgehalt verbessern zu können.

Hypothese 4d beschäftigt sich mit der Frage, ob alternative Leistungskennzahlen im währungsübergreifenden Kontext einen höheren Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes bieten können. Dies konnte nicht bestätigt werden, da das Bestimmtheitsmaß adjustiertes R^2 in allen Fällen niedriger war als in den vorherigen Regressionsanalysen, wodurch kein Mehrwert in der Analyse gestiftet wird.

Im Abschnitt 4.2 wurden insgesamt vier verschiedene Hypothesen untersucht, welche sich mit den Einflussfaktoren in unterschiedlichen Szenarien (Land, Region, Branche und Währung) beschäftigt haben. Während in bestimmten Bereichen eine Klassifizierung einen Mehrwert stiften kann (Land, Region und Branche), spielt eine währungsspezifische Eingrenzung eine unbedeutende Rolle. Dies kann mitunter auf die geringeren Stichprobengrößen zurückgeführt werden, aber auch auf die Durchmischung verschiedener Branchen und Regionen (im Speziellen bei Unternehmen welche den Euro im Reporting verwenden). Basierend auf den Erkenntnissen aus den Abschnitten 4.1 und 4.2 wird im folgenden Abschnitt die Nützlichkeit von alternativen Leistungskennzahlen bei Investitionsentscheidungen beurteilt.

4.3 Nützlichkeit alternativer Leistungskennzahlen bei Investitionsentscheidungen

In der vorhandenen Literatur beschäftigen sich diverse AutorInnen mit der Verwendung diverser alternativer Leistungskennzahlen, deren rechtlichen Bestimmungen sowie den Vor- und Nachteilen dieser. Überdies hinaus wird aufgezeigt, dass diese Pro-Forma Kennziffern sich zunehmender Beliebtheit erfreuen und dadurch immer stärker von verschiedenen Behörden entsprechend reguliert werden. Um diese bestehenden Informationen, mehrheitlich auf ein bestimmtes Land beschränkt, näher zu untersuchen wurden 100 Geschäftsberichte aus dem Jahr 2019 ausgewertet. Mit Hilfe dieser Analyse konnte beobachtet werden, dass fast 100% der untersuchten Unternehmen sich solche Pro-Forma Kennzahlen zunutze machen um mit Investoren & Investorinnen bzw. anderen Stakeholdern zu kommunizieren. Ergänzend konnte erfasst werden, dass knapp 80% der untersuchten Unternehmen mindestens zwei der in der bestehenden Literatur als wesentlich eingestuft Kennzahlen (EBITDA, Free Cash-Flow und Nettoverschuldung) in ihrem Reporting verwendet haben. Ebenfalls wird in der Literatur kritisch angemerkt, dass die alternativen Leistungskennzahlen oft für Finanzmarketing verwendet werden und somit die ausgewiesenen Zahlen nicht mit der tatsächlichen finanziellen Situation übereinstimmen. Um die Erkenntnisse aus dieser Arbeit mit der bestehenden Literatur abgleichen zu können, wurden die ausgewiesenen Kennzahlen (EBITDA, Nettoverschuldung, Free Cash-Flow) in den Geschäftsberichten mit der standardisierten Berechnung, verfügbar auf der Datenbank OSIRIS, gegenübergestellt. Hier konnten Übereinstimmungen aber auch Abweichungen (in positiver aber auch negativer Hinsicht) festgestellt werden. Sonach konnte kein Nachweis geliefert werden, dass Unternehmen diese mehrheitlich für den Zweck des Finanzmarketings verwenden. Neben der Verwendung dieser APMs, wurde auch die Darstellung bzw. Transparenz der ausgewiesenen alternativen Leistungskennzahlen in der Arbeit näher analysiert. Hierbei konnte dargelegt werden, dass innerhalb der Stichprobe, trotz der bestehenden Regulierung, noch Verbesserungspotential vorherrscht um die rechtlichen Anforderungen korrekt umzusetzen. Dies geht auch einher mit der bisherigen Literatur, dass viele Unternehmen sehr wohl die bestehenden Regulierungen anwenden, allerdings haben einige Unternehmen diese noch nicht umgesetzt bzw. nur in einem eingeschränkten Ausmaß.

Neben der systematischen Analyse von 100 Geschäftsberichten der größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen, wurde mit Hilfe von Regressionsanalysen der Erklärungsgehalt im Bezug auf den Unternehmenswert dieser alternativen Leistungskennzahlen untersucht. Bei der Analyse dieser APMs, im Speziellen dem EBITDA, der Nettoverschuldung und dem Free Cash-Flow, konnte eine entsprechende Nützlichkeit bei der Erklärung des Unternehmenswertes erkannt werden. Abhängig von der länder-, regionalen, aber auch branchenspezifischen Eingrenzung können diese drei standardisiert berechneten alternativen Leistungskennzahlen einen Mehrwert in der Analyse bringen, um den Erklärungsgehalt des Modells zu erhöhen. Insbesondere die Nettoverschuldung erhöht bei einer europaweiten Analyse die Genauigkeit der Regressionsanalyse wesentlich, wodurch eine gewisse Nützlichkeit dieser ungeprüften Kennzahl gegeben ist. Abgesehen von der europaweiten Analyse tragen die unterschiedlichsten Non-GAAP Kennziffern in verschiedenen Branchen dazu bei, das Regressionsmodell bzw. den Erklärungsgehalt entsprechend zu verbessern.

Dies kann möglicherweise darauf zurückgeführt werden, dass manche Pro-Forma Kennziffern besser für die Darstellung unternehmensspezifischer Besonderheiten geeignet sind. Allerdings ist hier zu berücksichtigen, abhängig von der Stichprobengröße bzw. der zugrunde liegenden Regression, dass eine etwaige Multikollinearität die Interpretation der Ergebnisse erschwert bzw. verzerrt. Nichtsdestotrotz konnten wertvolle Erkenntnisse gewonnen werden, welche mit Hilfe einer größeren Stichprobe in weiteren Studien verifiziert werden können. Außerdem können je nach Branche unterschiedliche unabhängige Variablen von Bedeutung sein, um die Erklärbarkeit des Unternehmenswertes zu erhöhen.

Innerhalb dieser Arbeit wurden verschiedene Ergebnisse in Bezug auf den Einfluss von alternativen Leistungskennzahlen auf den Unternehmenswert aufgezeigt. Im Wesentlichen können diese ausgewählten Pro-Forma Kennziffern einen Beitrag leisten, um den Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes zu verbessern und somit den Entscheidungsprozess bei Investitionen zu unterstützen. Nichtsdestoweniger spielen die geprüften Variablen, insbesondere das Betriebsergebnis sowie das Nettobetriebsvermögen, am häufigsten in den verschiedenen Regressionsanalysen eine (hoch) signifikante Rolle bei der Erklärung des Unternehmenswertes. Dies zeigt sich auch in der gängigen Literatur, dass diese beiden Faktoren einen wesentlichen Beitrag zur Beurteilung geben können. Dabei handelt es sich üblicherweise um geprüfte Kennzahlen nach einem anerkannten Rechnungslegungsstandard und bringen in unterschiedlichsten Analysen eine entsprechende Nützlichkeit mit sich. Neben den „klassischen“ Kennzahlen ist auch ein Einfluss von alternativen Leistungskennzahlen zu sehen, allerdings nicht im Ausmaß der zuvor genannten Kennziffern. Überdies hinaus spielten die Solvency Ratio, die Dividende aus dem vorangegangenen Jahr sowie der Eigenkapitalbuchwert in vereinzelt Fällen eine signifikante Rolle um das Ergebnis zu verbessern. Trotz dieser Erkenntnisse muss die Bewertung dieser mit Vorsicht vorgenommen werden, da die Definition der Stichprobe (nur Unternehmen aus dem jeweiligen Leitindex) zu Verzerrung führen kann und kleinere und mittlere börsennotierte Unternehmen gezielt außen vorgelassen wurden. Außerdem konnte in einzelnen Regressionsanalysen eine erhöhte Multikollinearität (im Speziellen bei EBITDA und dem Betriebsergebnis) beobachtet werden, wodurch die Interpretation der Ergebnisse ebenfalls erschwert wird. Allerdings konnte in dieser Arbeit kein Problem mit der Autokorrelation der Residuen beobachtet werden, da eine Zeitpunktanalyse durchgeführt wurde.

Zusammenfassend lässt sich aussagen, dass die Ergebnisse aus den Regressionsanalysen einen entsprechenden Nutzen bieten können. Mit Hilfe von alternativen Leistungskennzahlen besteht die Möglichkeit die Varianz des Unternehmenswertes genauer erklären zu können und somit können diese einen Mehrwert für InvestorInnen bei der Analyse von Geschäftsberichten mit sich bringen. Mit Hilfe des geschaffenen Mehrwertes besteht die Möglichkeit die Investitionsentscheidung auf einem weiteren Aspekt aufzubauen und dies in der Praxis aktiv umzusetzen. Dies geht auch einher mit den Aspekten welche bei der Analyse der 100 Geschäftsberichte beobachtet werden konnten. 99% der untersuchten Unternehmen verwendeten alternative Leistungskennzahlen um auf dem Aktienmarkt zu kommunizieren und etwaige Sondereffekte heraus- bzw. hinzuzurechnen und um ein transparenteres Bild (aus Unternehmensperspektive) zur Verfügung stellen zu können. Zudem kann eine erhöhte Verbreitung verschiedener alternativer Leistungskennzahlen zugeschrieben werden, unter anderem finden das EBITDA, die Nettoverschuldung und der Free Cash-Flow häufig ihre Berücksichtigung. Hier kann schon die Bedeutung und eine Nützlichkeit

dieser Kennzahlen beobachtet werden, wodurch die Unternehmensanalyse um eine Facette erweitert werden kann. In Abschnitt 2.3 wurde aus der bestehenden Literatur der Vorteil aufgegriffen, dass alternative Finanzkennzahlen durch InvestorInnen herangezogen werden können um die zukünftigen Cashflows besser abschätzen zu können. Dies geht einher mit den Erkenntnissen innerhalb dieser Arbeit, dass die alternativen Finanzkennzahlen einen Mehrwert in der Analyse bringen können wobei insbesondere branchenspezifische Besonderheiten berücksichtigt werden müssen.

5. Resümee

Innerhalb dieses Abschnittes werden die wesentlichen Erkenntnisse der Arbeit zusammengefasst, wobei der Fokus auf der Geschäftsberichts- sowie der Regressionsanalyse liegt. Unabhängig von den gewonnenen Erkenntnissen müssen verschiedene Aspekte innerhalb der Arbeit kritisch reflektiert werden, um die Interpretation dieser korrekt vornehmen zu können. Basierend auf den diversen Analysen im Abschnitt 4, werden abschließend Ansatzpunkte für zukünftige Forschungen und die damit einhergehenden Limitationen dieser Arbeit dargestellt.

5.1 Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse

Alternative Leistungskennzahlen wie EBITDA, Nettoverschuldung oder sonstige Kennziffern, welche nicht nach einem gängigen Rechnungslegungsstandard berechnet werden, erfreuen sich bei börsennotierten Unternehmen zunehmender Beliebtheit. Diese bieten die Möglichkeit auf dem Aktienmarkt mit InteressentInnen zu kommunizieren und zusätzliche Kennzahlen bei der Bewertung anbieten zu können. Solche Kennziffern bieten den Vorteil, dass diese entsprechend angepasst werden können und unternehmensspezifische Besonderheiten somit besser dargestellt werden. Grundsätzlich können zum Beispiel einmalige Sonderaufwendungen oder sonstige Posten herausgerechnet werden, um ein transparenteres und realitätsnäheres Bild über das Unternehmen zu ermöglichen. Somit besteht die Möglichkeit ein besseres Verständnis des Geschäftsmodells für externe Stakeholder zu ermöglichen, um ein erhöhtes Interesse an der Unternehmung zu generieren. Dennoch werden diese Non-GAAP Kennzahlen in der Literatur auch kritisch gesehen, da oft auch wiederkehrende Positionen in der Berechnung außen vorgelassen werden. Um eine erhöhte Transparenz dieser APMs zu ermöglichen, wurden durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), zuständig für EU-Mitgliedsländer, und der SIX Group, zuständig für den Schweizerischen Aktienmarkt, nahezu identische Regulierungen verabschiedet. Unabhängig von den strengeren Regulierungen dieser nicht-geprüften Kennzahlen, werden diese immer häufiger von Unternehmen in ihren Geschäftsberichten verwendet und ausgewiesen. Bei der Analyse von 100 Geschäftsberichten von börsennotierten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen aus verschiedensten europäischen Ländern wurde die Verwendung von EBITDA, Nettoverschuldung sowie des Free Cash-Flow näher untersucht. 99% der Unternehmen haben zumindest eine der drei Kennziffern in ihrem Reporting verwendet, knapp 80% der Stichprobe haben zwei oder sogar alle dieser drei untersuchten Kennzahlen verwendet. Dieses Ergebnis geht einher mit der bestehenden Literatur, welche die zunehmende Verwendung dieser Kennzahlen aufzeigt. Aufgrund der Tatsache, dass diese Kennzahlen sehr häufig von Unternehmen verwendet werden, kann kritisch hinterfragt werden wieso diese nicht von einem gängigen Rechnungslegungsstandard (z.B. IFRS, US-GAAP etc.) definiert und reguliert werden. Neben der Analyse wurde der Erklärungsgehalt von alternativen Leistungskennzahlen in Bezug auf den Unternehmenswert, definiert anhand der Marktkapitalisierung, näher untersucht. Mit Hilfe der standardisierten Berechnung von EBITDA, Nettoverschuldung, des Free Cash-Flow und unterschiedlichen nach IFRS geprüften Variablen, wurde der Erklärungsgehalt dieser näher erläutert. Innerhalb der Stichprobe (252 Unternehmen), welche in den jeweiligen Leitindizes der Länder vertreten

sind, konnte aufgezeigt werden, dass diese alternativen Leistungskennzahlen je nach Region, Branche oder auch bei einer länderspezifischen Einschränkung den Erklärungsgehalt des Unternehmenswertes positiv beeinflussen können. Am Häufigsten haben dabei das Betriebsergebnis und das Nettobetriebsvermögen als geprüfte Kennzahlen bzw. die Nettoverschuldung als alternative Leistungskennzahl einen hochsignifikanten bzw. signifikanten Einfluss bei der Erklärung des Unternehmenswertes.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich diese alternativen Leistungskennzahlen zunehmender Beliebtheit erfreuen. Obwohl in dieser Arbeit der Fokus auf große Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen gelegt wurde, wird in verschiedenen Publikationen die Bedeutung dieser Non-GAAP Kennzahlen vermehrt aufgezeigt. Neben der tatsächlichen Verwendung dieser Pro-Forma Kennzahlen gibt es allerdings sehr wohl noch Verbesserungspotential im Bereich der Transparenz und Umsetzung der Richtlinie. Hierbei muss allerdings berücksichtigt werden, dass sehr wohl regionale Unterschiede erkennbar sind und Unternehmen in einigen Ländern diese transparent und übersichtlich einsetzen. Ferner stellt sich die Frage ob es nicht als sinnvoll erachtet werden kann, häufig verwendete alternative Kennzahlen im Rahmen der Regulierungen der verschiedenen Rechnungslegungsstandards zu harmonisieren, um die Vergleichbarkeit entsprechend erhöhen zu können. Neben der tatsächlichen Verwendung, können diese Kennziffern einen Mehrwert bei der Erklärung des Unternehmenswertes liefern, allerdings können hier vor allem regionale und branchenspezifische Unterschiede beobachtet werden.

5.2 Kritische Reflexion der Arbeit

Trotz verschiedener Erkenntnisse innerhalb dieser Arbeit müssen einige Punkte kritisch reflektiert und bei der Analyse der Ergebnisse entsprechend berücksichtigt werden. Bei der deskriptiven Statistik wurden die zehn größten Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen des jeweiligen Leitindizes berücksichtigt und deren Geschäftsberichte aus dem Jahr 2019 näher analysiert. Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen mit einer geringeren Marktkapitalisierung in dieser Stichprobe außen vorgelassen wurden, können diese Erkenntnisse nicht spiegelbildlich auf kleinere, börsennotierte Unternehmen übertragen werden. Zusätzlich wurden in der Analyse nur Geschäftsberichte aus dem Wirtschaftsjahr 2019 begutachtet, wodurch keine zeitliche Entwicklung über die Verwendung von Pro-Forma Kennzahlen bei diesen Unternehmen dargestellt wurde. Bei der Auswertung dieser Ergebnisse konnten keine Erkenntnisse geliefert werden, dass die Unternehmen mit Hilfe von APMs Finanzmarketing betreiben. Anhand der bestehenden Literatur, welche exakt dieses Problem aufgreift, können keine Begründungen geliefert werden wieso dies innerhalb dieser Arbeit nicht beobachtet werden kann. Unter Umständen, wegen den strengeren Regulierungen, nimmt das Phänomen von Finanzmarketing über die Zeit ab. Gerade durch die Regulierungen wird eine erhöhte Transparenz von Behörden, aber auch von InvestorInnen, gefordert und etwaige Verschönerungsversuche können sich mitunter negativ auf das Unternehmen bzw. auf deren Reputation auswirken, da eine gewisse Intransparenz häufig mit einem Vertrauensverlust einhergeht. Dies wurde innerhalb dieser Arbeit nicht berücksichtigt, was wiederum einen neuen Forschungsansatz ermöglicht. Die Ergebnisse könnten sich möglicherweise ändern, sobald die untersuchten Kennziffern über einen gewissen Zeithorizont analysiert und verglichen werden.

Bei der Regressionsanalyse wurden Unternehmen berücksichtigt, welche in den jeweiligen Leitindizes vertreten sind und als Nicht-Finanzdienstleistungs- bzw. Nicht Real-Estate Unternehmen zu klassifizieren sind. In den jeweiligen Leitindizes sind jene Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung vertreten, wodurch erneut kleinere und mittlere Unternehmen gezielt außen vorgelassen wurden. Daher können die Erkenntnisse über den Einfluss von alternativen Leistungskennzahlen auf den Unternehmenswert nicht auf jene Unternehmen 1:1 übernommen werden, die nicht im Leitindex berücksichtigt werden. Zusätzlich, wegen der Stichprobengröße in den einzelnen Bereichen, besteht das Risiko, dass die Ergebnisse der Regression bei einer umfangreicheren Regressionsanalyse sich entsprechend verändern und andere Erkenntnisse liefern. Dies kann darauf zurückgeführt werden, dass unter Umständen der Erklärungsgehalt von einzelnen erklärenden Variablen bei einer größeren Stichprobengröße sich reduziert und diese somit keinen Mehrwert bieten können. Allerdings bieten gerade diese Ergebnisse Ansatzpunkte für zukünftige Forschungen, um den Einfluss von Non-GAAP Kennzahlen in einem anderen Kontext zu erläutern.

5.3 Ansatzpunkte für zukünftige Forschung

Wie im Punkt 5.2 angeführt, müssen einige Punkte innerhalb dieser Arbeit kritisch reflektiert werden, um die richtigen Schlüsse aus den Ergebnissen ziehen zu können. Basierend auf diesen Restriktionen ergeben sich einige Ansatzpunkte für zukünftige Forschungen, welche als Limitationen dieser Arbeit anzusehen sind. Aufgrund der Einschränkung der Analyse auf das Wirtschaftsjahr 2019, besteht die Möglichkeit bei zukünftigen Forschungsarbeiten den Erklärungsgehalt von alternativen Leistungskennzahlen über einen bestimmten Zeithorizont näher zu analysieren. Da diese Pro-Forma Kennzahlen sich in den letzten Jahren zunehmender Beliebtheit erfreuten und die rechtlichen Transparenzpflichten zunehmend verschärft werden, kann der Einfluss auf den Unternehmenswert in einem erhöhten Umfang aufgezeigt werden. Daneben besteht die Möglichkeit sich die Darstellung alternativer Kennzahlen in den Geschäftsberichten, Investor-Relations Unterlagen oder in sonstigen veröffentlichten Dokumenten näher anzusehen, um aufzuzeigen ob es sich tatsächlich um außerordentliche Posten handelt und ob diese Kennziffern entsprechend gekennzeichnet werden. Nur durch eine transparente Darstellung der vorgenommenen Anpassungen kann ein entsprechender Mehrwert für die AdressatInnen geschaffen werden. Ein weiterer Ansatzpunkt für zukünftige Forschungen liegt bei der Auswahl von alternativen Leistungskennzahlen. In dieser Arbeit wurde der Fokus auf das EBITDA, die Nettoverschuldung sowie den Free Cash-Flow gelegt, allerdings gibt es verschiedenste Kennziffern, welche in der Praxis verwendet werden. Dadurch besteht die Möglichkeit, dass eine andere absolute bzw. relative Kennzahl einen höheren Mehrwert bei der Erklärung des Unternehmenswertes liefern kann und somit das Regressionsmodell weiter verbessert. Gerade bei einer kombinierten Untersuchung von relativen und absoluten Non-GAAP Kennzahlen besteht die Möglichkeit aufzuzeigen, ob relative oder absolute Kennziffern besser geeignet sind bei der Erklärung des Unternehmenswertes.

Darüber hinaus besteht die Möglichkeit die gesammelten Ergebnisse auf Finanzdienstleistungsunternehmen zu übertragen, um die Erkenntnisse aus dieser Arbeit mit abzugleichen und Unterschiede aufzuzeigen. Es kann beobachtet werden, dass die Verbreitung von alternativen Leistungskennzahlen in Geschäftsberichten im Jahr 2019 bei Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen sehr stark fortgeschritten ist. Zudem können diese Pro-Forma Kennziffern einen Beitrag zur Erklärung des Unternehmenswert leisten. Daher kann der Fokus auch auf Finanzdienstleistungsunternehmen gelegt werden, inwiefern APMs verwendet werden, welche Anpassungen damit einhergehen und ob diese transparent veröffentlicht werden. Ein weiterer Ansatz wäre, inwiefern sich der Unternehmenswert bei Finanzinstituten durch alternative Leistungskennzahlen erklären lässt und ob die verwendeten Regressionen angepasst werden müssten, um die Besonderheiten dieser Branche abbilden zu können.

Literaturverzeichnis

- Abderrahmane, Dhaballah (2019): „Valuation-based Accounting Research: Predominance of the Clean Surplus Valuation Model.“ In: International Journal of Economics and Financial Issues, 9 (2019), 2.
- Auer, Benjamin R. (o.J.): Multikollinearität. Online im Internet: URL: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/multikollinearitaet-37396> (Zugriff am: 16.04.2021).
- Barth, Mary E.; Beaver, William H.; Landsman, Wayne R. (2001): „The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view.“ In: Journal of Accounting and Economics, 31 (2001), 1–3, S. 77–104.
- Barton, Jan; Hansen, Thomas Bowe; Pownall, Grace (2010): „Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most—and Why?“ In: The Accounting Review, 85 (2010), 3, S. 753–789. Online im Internet: DOI: 10.2308/accr.2010.85.3.753
- Bar-Yosef, Sasson; Callen, Jeffrey L.; Livnat, Joshua (1996): „Modeling dividends, earnings, and book value equity: An empirical investigation of the Ohlson valuation dynamics.“ In: Review of Accounting Studies, 1 (1996), 3, S. 207–224.
- Bassen, A u.a. (2012): „Ausweis von Pro-Forma-Kennzahlen kapitalmarktorientierter Unternehmen.“ In: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, (2012), 12, S. 360–365.
- Chandra, Uday; Ro, Byung T. (2008): „The Role of Revenue in Firm Valuation.“ In: Accounting Horizons, 22 (2008), 2, S. 199–222. Online im Internet: DOI: 10.2308/acch.2008.22.2.199
- Cünnen, Andrea (2019): Die Deutschen kaufen mehr Aktien. Online im Internet: URL: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/aktionaerszahlen-die-deutschen-kaufen-mehr-aktien/24070760.html?ticket=ST-2541607-fQsmmWDnON42nG0aQP3b-ap3> (Zugriff am: 04.10.2020).
- Deloitte (2017): Thinking allowed - Non-GAAP and Alternative Performance Measures. Online im Internet: URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/audit/ch-en-audit-thinking-allowed-alternative-performance-measures.pdf> (Zugriff am: 22.09.2020).
- Eiter, Klemens (2018): Die ESMA-Leitlinie zu alternativen Leistungskennzahlen. Online im Internet: URL: <https://insights.controller-institut.at/die-esma-leitlinie-zu-alternativen-leistungskennzahlen/> (Zugriff am: 24.04.2021).
- European Securities and Markets Authorities (2020): Brexit. Online im Internet: URL: <https://www.esma.europa.eu/convergence/brexit> (Zugriff am: 02.05.2021).
- European Securities and Markets Authority (2015): Leitlinien Alternative Leistungskennzahlen (APM). Online im Internet: URL: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415de.pdf> (Zugriff am: 24.09.2020).
- European Securities and Markets Authority (2019): Report on the use of Alternative Performance Measures and on the compliance with ESMA’s APM Guidelines. Online im

- Internet: URL: <https://www.esma.europa.eu/document/report-use-alternative-performance-measures-and-compliance-esma%E2%80%99s-apm-guidelines> (Zugriff am: 25.03.2021).
- Eurostat. (2020): Europäische Union: Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den Mitgliedsstaaten der EU im Jahr 2019 (in Milliarden Euro und in jeweiligen Preisen). Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/188776/umfrage/bruttoinlandsprodukt-bip-in-den-eu-laendern/> (Zugriff am: 24.02.2021).
- Feltham, Gerald A.; Ohlson, James A. (1995): „Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities.“ In: Contemporary Accounting Research, 11 (1995), 2, S. 689–731. Online im Internet: DOI: 10.1111/j.1911-3846.1995.tb00462.x
- Gassmann, Oliver; Bader, Martin A. (2017): Patentmanagement: Innovationen erfolgreich nutzen und schützen. 4., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage. Berlin Heidelberg: Springer Gabler.
- Glezakos, Michalis; Mylonakis, John; Kafouros, Charalampos (2012): „The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange.“ In: International Journal of Economics and Finance, 4 (2012), 2, S. 56. Online im Internet: DOI: 10.5539/ijef.v4n2p56
- Grauer-Gaynor, Isabelle; Del Prete, Chiara; Motta, Alessandro (2018): The Use of Alternative Performance Measures in Financial Information, Current Practice of European Listed Companies. Mazars. Online im Internet: URL: <https://www.mazars.com/Home/About-us/News-publications-and-media/Latest-News/The-use-of-APM-in-financial-information> (Zugriff am: 25.03.2021).
- Harder, Olivia (2019): So profitieren CFOs von Alternativen Kennzahlen. Online im Internet: URL: <https://www.finance-magazin.de/finanzabteilung/investor-relations/so-profitieren-cfos-von-alternativen-kennzahlen-2032531/> (Zugriff am: 20.02.2021).
- Heesen, Bernd; Gruber, Wolfgang (2018): Bilanzanalyse und Kennzahlen. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden. Online im Internet: DOI: 10.1007/978-3-658-19305-8 (Zugriff am: 24.04.2021).
- Henschke, Stefan (2009): Towards a more accurate equity valuation: an empirical analysis. 1. ed. Wiesbaden: Gabler (= Gabler Research Quantitatives Controlling).
- Jurt, Silvan (2018a): Lücken schliessen. Online im Internet: URL: <https://home.kpmg/ch/de/home/themen/2018/05/luecken-schliessen.html> (Zugriff am: 24.04.2021).
- Jurt, Silvan (2018b): „Transparente Kommunikation von Leistungskennzahlen.“ In: Audit Committe News, (2018), 62. Online im Internet: URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/acn62-APM-de.pdf> (Zugriff am: 24.04.2021).
- Karyadi, Hari u.a. (2018): „The Value Relevance of Earning Measurement Using Ohlson Model: A Meta-Analysis.“ In: Centre for Indonesian Accounting and Management Research, Online im Internet: URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/c7ae/e50283050f2fd63c745e17806300b581294b.pdf> (Zugriff am: 16.04.2021).

- Kühnapfel, Jörg B. (2021): Vertriebskennzahlen: Kennzahlen und Kennzahlensysteme für das Vertriebsmanagement. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden (= essentials). Online im Internet: DOI: 10.1007/978-3-658-32785-9 (Zugriff am: 02.05.2021).
- Lachnit, Laurenz; Müller, Stefan (2017): Bilanzanalyse: Grundlagen – Einzel- und Konzernabschlüsse – HGB- und IFRS-Abschlüsse – Unternehmensbeispiele. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden. Online im Internet: DOI: 10.1007/978-3-658-17327-2 (Zugriff am: 02.05.2021).
- Leibfried, Peter u.a. (2018): Bridge the Gaps - How to Improve Reporting of Alternative Performance Measures. KPMG. Online im Internet: URL: <https://home.kpmg/ch/en/home/insights/2018/05/bridge-the-gaps.html> (Zugriff am: 22.09.2020).
- Liu, Jing; Ohlson, James A. (2000): „The Feltham-Ohlson (1995) Model: Empirical Implications.“ In: Journal of Accounting, Auditing & Finance, 15 (2000), 3, S. 321–331. Online im Internet: DOI: 10.1177/0148558X0001500309
- MSCI (2021): The Global Industry Classification Standard (GICS ®). Online im Internet: URL: <https://www.msci.com/gics> (Zugriff am: 27.03.2021).
- Ní Annracháin, Deirdre (2018): Overview of SIX`s Directive on the Use of Alternative Performance Measures. Online im Internet: URL: <https://www.caplax.ch/2018/overview-of-sixs-directive-on-the-use-of-alternative-performance-measures/> (Zugriff am: 09.11.2020).
- Pražák, Tomáš (2020): „The Role of Main Microeconomic Factors on the Stock Prices of Selected Swiss Companies.“ In: e-Finanse, 16 (2020), 1, S. 67–74. Online im Internet: DOI: 10.2478/fiqf-2020-0007
- Rottmann, Horst (o.J.): Autokorrelation. Online im Internet: URL: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/autokorrelation-29378> (Zugriff am: 16.04.2021).
- Ruhwedel, Franca; Hemmersbach, Pascal; Mosch, Philipp (2017): „Pro Forma-Ergebnisse im Value Reporting von DAX und MDAX - Änderungsbedarfe durch die neuen ESMA-Leitlinien zu Alternativen Leistungskennzahlen?“ In: Controlling, 29 (2017), 4, S. 19–26. Online im Internet: DOI: 10.15358/0935-0381-2017-4-19
- Ruhwedel, Franca; Thale, Sarah (2013): „Pro-Forma-Ergebnisse - Augenwischerei oder Transparenzgewinn?“ In: Controlling, 25 (2013), 7, S. 386–393. Online im Internet: DOI: 10.15358/0935-0381_2013_7_386
- StAGN (2007): Großgliederung Europas nach kulturellen Kriterien und politischen Grenzen. Online im Internet: URL: https://www.stagn.de/DE/1_Der_StAGN/Publikationen/StAGN_GGEuropa/grosseau_node.html (Zugriff am: 18.04.2021).
- Statistik Austria (2020a): Inflationsrate in Österreich von 2009 bis 2019. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/217415/umfrage/inflationsrate-in-oesterreich/> (Zugriff am: 11.10.2020).
- Statistik Austria (2020b): Zinssätze für Bestandseinlagen von privaten Haushalten in Österreich von 2008 bis 2019. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/734777/umfrage/zinsen-fuer-bestandseinlagen-privater-haushalte-in-oesterreich/> (Zugriff am: 11.10.2020).

- Volkart, Rudolf (2008): Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition. 4., verb. Aufl. Zürich: Versus-Verl.
- Vollmuth, Hilmar J; Zwettler, Robert (2020): Kennzahlen. Herausgegeben von Haufe-Lexware GmbH & Co. KG.
- Weller, Sebastian (2020): ESMA Hinweis zur Verwendung alternativer Leistungskennzahlen (APM) in Zeiten von COVID-19. Online im Internet: URL: [https://www.bdo.de/de-de/blogs/accounting-it-blog/juli-2020/esma-hinweis-zur-verwendung-alternativer-leistungskennzahlen-\(apm\)-in-zeiten-von-covid-19](https://www.bdo.de/de-de/blogs/accounting-it-blog/juli-2020/esma-hinweis-zur-verwendung-alternativer-leistungskennzahlen-(apm)-in-zeiten-von-covid-19) (Zugriff am: 20.02.2021).
- Wenke, Thorsten (o. J.): Börsenkapitalisierung. Online im Internet: URL: <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/boersenskapitalisierung-56401> (Zugriff am: 28.02.2021).
- Wöltje, Jörg (2017): IFRS. 7. Auflage. Freiburg: Haufe (= Haufe TaschenGuide).

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich vorliegende Masterarbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Stellen sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit wurde bisher weder in gleicher noch in ähnlicher Form einer anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Dornbirn, am 01.09.2021

David Niederer