

Andreas Meyer

**Gewinne oder Cash Flows als Basis von
monetären Management-Anreizsystemen
als Bestandteil wertorientierter
Unternehmensführung**

Diplomarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren





TECHNISCHE
UNIVERSITÄT
DRESDEN



**Gewinne oder Cash Flows
als Basis von
monetären Management-Anreizsystemen
als Bestandteil wertorientierter Unternehmensführung**

Diplomarbeit
zur Erlangung des akademischen Grades
„Diplom-Kaufmann“

an der
Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Technischen Universität Dresden

Eingereicht am Lehrstuhl für Betriebliches Rechnungswesen / Controlling

Betreuer und Gutachter: Prof. Dr. Th. Günther

von: Meyer, Andreas

Dresden, im April 2004

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	V
Symbolverzeichnis	VIII
1 Problemstellung und Aufbau der Arbeit	1
1.1 Darstellung der Thematik und der Ziele	1
1.2 Aufbau und Abgrenzung der Arbeit.....	3
2 Grundlegende Betrachtungen	6
2.1 Wertorientierte Unternehmensführung und Shareholder Value	6
2.2 Theoretische Modelle als Grundlage von Anreizsystemen.....	9
2.2.1 Principal-Agent-Theorie	10
2.2.2 Motivations- und Verhaltenstheorien.....	12
2.3 Funktionen und Ziele von Anreizsystemen.....	13
2.4 Anforderungen an Anreizsysteme.....	15
3 Gewinne oder Cash Flows als Basis von Anreizsystemen	17
3.1 Ermittlung und Zusammensetzung	17
3.1.1 Gewinn	17
3.1.2 Cash Flow	19
3.1.3 Finanzierungstätigkeit und außerordentliche Ergebnisse.....	24
3.2 Informationsgehalt und Aussagen.....	25
3.3 Kritikpunkte an „traditionellen“ Kennzahlen.....	28
3.3.1 Einfluss von Rechnungslegungsnormen	29
3.3.2 Keine Berücksichtigung von Eigenkapitalkosten und Risiken	36
3.3.3 Verzerrung von Kennzahlen durch Abschreibungen	40
3.3.4 Vergangenheitsorientierung und mangelnde Zukunftsbetrachtung	44
3.3.5 Hemmung von betriebsnotwendigen langfristigen Investitionen	50
3.3.6 Manipulationsmöglichkeiten des Managements	54
3.3.7 Höhere Volatilität von Cash Flows im Vergleich zu Gewinnen.....	58
3.3.8 Mangelnde Berücksichtigung der Finanzierungsstruktur	61
3.3.9 Verzerrungen durch Steuereinflüsse	63
3.3.10 Keine Berücksichtigung des Kapitalbedarfs bei Wachstum	66

3.3.11	Abhängigkeit der Ergebnisse von Umwelteinflüssen	69
3.3.12	Verzerrung von Kennzahlen durch Leasing und Miete	72
3.3.13	Keine Berücksichtigung der Inflation	74
3.3.14	Verzerrung von Kennzahlen durch Goodwill-Ausweis	77
3.3.15	Einfluss der Dividendenpolitik	78
3.3.16	Ungenügende Korrelation mit dem Kapitalmarkt.....	81
3.3.17	Zusammenfassung.....	85
3.4	Entwicklung einer Bemessungsgrundlage für ein Anreizsystem.....	88
3.5	Abschließende Beurteilung der entwickelten Bemessungsgrundlage.....	95
4	Zusammenfassung und Ausblick.....	98
	Anhang.....	102
	Literaturverzeichnis.....	113

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Klassifikation von Anreizen.....	1
Abb. 2: Herangehensweise bei der Gestaltung einer Bemessungsgrundlage	4
Abb. 3: Stakeholder und ihre Interessen	8
Abb. 4: Typen asymmetrischer Informationsverteilung	11
Abb. 5: Anforderungen an Anreizsysteme.....	16
Abb. 6: Gliederung der Gewinn- und Verlustrechnung nach HGB.....	17
Abb. 7: Komponenten des Gewinns	18
Abb. 8: Direkte und indirekte Ermittlung des Cash Flow.....	20
Abb. 9: Grundlegender Vergleich von HGB, IFRS und US-GAAP.....	33
Abb. 10: Kaufmännischer Gewinn und Residualgewinn.....	37
Abb. 11: Anteil des variablen Vergütungsanteils verschiedener Hierarchieebenen	59
Abb. 12: Berechnung des Working Capital	68
Abb. 13: Überblick empirischer Untersuchungen zur Korrelation	82
Abb. 14: Zusammenfassung der Ergebnisse der untersuchten Kritikpunkte	87
Abb. 15: Ermittlungsschema für den Periodenerfolg.....	89
Abb. 16: Ermittlungsschema für das investierte Kapital	90
Abb. 17: Beispiel für die Berechnung des Wertbeitrages.....	93
Abb. 18: Beispiel für die Berechnung der tatsächlichen Managementleistung	94
Abb. 19: Die Werthebel der Aktienrendite	95
Abb. 20: Erfolgsbeteiligung in Abhängigkeit von SHV-Kennzahlen.....	100
Abb. 21: Unterschiedliche Vorschriften nach HGB, IFRS und US-GAAP.....	105
Abb. 22: Beispielrechnung zum Vergleich von EVA, CVA und Wertbeitrag	108
Abb. 23: Erfolgsbeteiligung in Abhängigkeit vom Umsatz.....	110
Abb. 24: Erfolgsbeteiligung in Abhängigkeit von EBIT bzw. EBITDA.....	110
Abb. 25: Erfolgsbeteiligung in Abhängigkeit vom Gewinn aus der GuV	110
Abb. 26: BMG für die Führungskräftevergütung	111
Abb. 27: Bezugsgrößen für die variable Entlohnung.....	111
Abb. 28: Bewertung der Managementleistungen.....	112
Abb. 29: Vergütung von Managementleistungen	112

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AK	Anschaffungskosten
AktG	Aktiengesetz
AV	Anlagevermögen
BCF	Brutto Cash Flow
BCG	Boston Consulting Group
BMG	Bemessungsgrundlage
bspw.	beispielsweise
Buchst.	Buchstabe
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cash Flow
CFROI	Cash Flow Return on Investment
CVA	Cash Value Added
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
Disk.	Diskontierung auf t_0
DRS	Deutsche Rechnungslegungsstandards
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
EK	Eigenkapital
EStG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii (und andere)
etc.	et cetera
EVA	Economic Value Added
evtl.	eventuell
f.	folgende
F&E	Forschung und Entwicklung
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCF	Free Cash Flow
ff.	fortfolgende
Fifo	First in – first out
FK	Fremdkapital
FW	Framework
G.	Gewinn
gem.	gemäß
GewStG	Gewerbsteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber

GK	Gesamtkapital
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
grds.	grundsätzlich
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
H.	Heft
HB	Handelsbilanz
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
HK	Herstellungskosten
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
i.H.v.	in Höhe von
i.R.d	im Rahmen dieser
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
InsO	Insolvenzordnung
IVA	Investors Value Added
Jg.	Jahrgang
JÜ	Jahresüberschuss
KapG	Kapitalgesellschaft
KK	Kapitalkosten
KStG	Körperschaftsteuergesetz
Lifo	Last in – first out
lt.	laut
m.E.	meines Erachtens
m.H.d.	mit Hilfe der/des
m.H.v.	mit Hilfe von
mod.	modifiziert(er)
MVA	Market Value Added
n.	neutral
ND	Nutzungsdauer
No.	number (Nummer)
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
NPV	Net Present Value
Nr.	Nummer
ÖA	Ökonomische Abschreibung
o.ä.	oder ähnliche(s,m)
RBF	Rentenbarwertfaktor
ReLe	Rechnungslegung

RF	Rückfluss
ROA	Return on Assets
ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
ROIC	Return on Invested Capital
ROS	Return on Sales
S.	Seite bzw. Satz (bei Paragraphenverweisen)
S&P	Standard and Poor`s
SFAC	Statement of Financial Accounting Concepts
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
Sog.	sogenannte(n)
Sp.	Spalte
StB	Steuerbilanz
SVA	Shareholder Value Added
SVR	Shareholder Value Return
TBR	Total Business Return
TSR	Total Shareholder Return
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.U.	unter Umständen
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
UV	Umlaufvermögen
VGG	Vermögensgegenstände
Vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WB	Wertbeitrag
WC	Working Capital
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
Ziff.	Ziffer

Symbolverzeichnis

β_j	Beta-Faktor, der das systematische Risiko des Wertpapiers j im Verhältnis zum Marktportfolio angibt
\emptyset	Durchschnitt
§	Paragraph
σ_M	Varianz der Rendite des Marktportefeuilles
AB	Auszahlungsbetrag
AK	Anschaffungskosten
$\text{Cov}(r_j, r_M)$	Kovarianz der erwarteten Rendite des Wertpapiers j mit der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles
D	potenzielle Dividende
EK	Eigenkapital
EK_{BW}	Eigenkapital zu Buchwerten
EK_M	Eigenkapital zu Marktwerten
FCF	freier (Netto-) Cash Flow
FK	Fremdkapital
FK_{BW}	Fremdkapital zu Buchwerten
FK_M	Fremdkapital zu Marktwerten
GK_{BW}	Gesamtkapital zu Buchwerten
GK	Gesamtkapital
GK_M	Gesamtkapital zu Marktwerten
GRL	Gewinnrücklage
i	risikoloser (Kapitalmarkt-) Zinssatz
JÜ	Jahresüberschuss
K_{GK}	durchschnittliche Kosten des Gesamtkapitals
L	freie Liquidität
MIN [...]	Minimumoperator
n	Anzahl der Jahre
ND	Nutzungsdauer
q	Auf- / Abzinsungsfaktor
r	Rendite
r_{EK}	Eigenkapitalrendite bzw. erwartete Rendite für ein einzelnes Wertpapier
r_{FK}	Fremdkapitalrendite (Kosten des Fremdkapitals)
r_{GK}	Gesamtkapitalrendite
r_M	Marktpreis des Risikos; erwartete Rendite des sog. Marktportfolios
r_{WACC}	durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital)
s	Steuersatz
s_{GewST}	Gewerbesteuersatz
s_{KSt}	Körperschaftsteuersatz
$s_{\text{Tax Shield}}$	Steuerersparnis durch die Fremdkapitalzinsen
SolZ	Solidaritätszuschlag
t	Zeitpunkt bzw. Periode (Länge des Planungszeitraumes in Jahren)
x	Periodenergebnis bzw. variabler Vergütungsbestandteil

1 Problemstellung und Aufbau der Arbeit

1.1 Darstellung der Thematik und der Ziele

Die Vergütungspolitik in Deutschland befindet sich seit Mitte der 90er-Jahre in einem tiefgreifenden Wandel, wobei insbesondere die Entlohnung von angestellten Managern im Mittelpunkt der Diskussion steht.¹ Diese setzt sich aus der Gesamtvergütung und monetär bewertbaren Zusatzleistungen zusammen. Einen Überblick über die Anreize, welche Managern insgesamt geboten werden können, gibt folgende Abbildung:

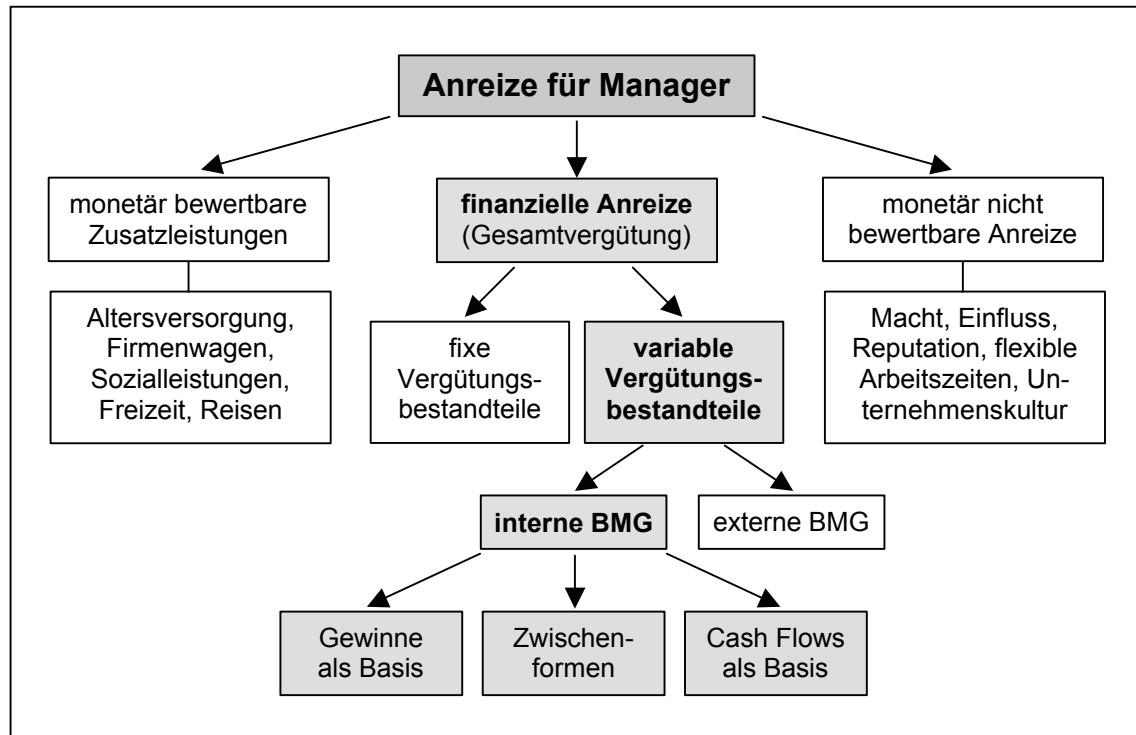


Abb. 1: Klassifikation von Anreizen²

Bei dieser Diskussion kommt immer wieder die Forderung auf, dass die Gesamtvergütung im Rahmen eines Anreizsystems in zunehmendem Maße variabel gestaltet und von der erbrachten Leistung abhängig gemacht werden sollte.³ Denn nur so könne gewährleistet werden, dass die Manager das Unternehmen im Interesse der Eigentümer führen und Strategien optimal umsetzen.⁴ Eine leistungsabhängige Vergütungskomponente kann somit als wesentlicher Bestandteil wertorientierter Unternehmensführung angesehen

¹ Vgl. Aders, C./Hebertinger, M. (2003), S. 33; Aders, C./Afra, S. (2000), S. 31.

² In Anlehnung an: Winter, S. (1996), S. 15.

³ Vgl. Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 21. Mai 2003, Kapitel 4.2.2 und 4.2.3, S. 6; Afra, S./Aders, C. (2001), S. 6; Kramarsch, M.H. (2000), S. 3.

⁴ Vgl. Winter, S. (1997), S. 615; Knecht, R. (2001), S. 22; Olsen, E.E./BCG (2002), S. 9.

hen werden.⁵ Die zentrale Frage bei der Ausgestaltung eines monetären Anreizsystems ist dabei, woran die Leistung bzw. der Erfolg gemessen werden und wie eine entsprechende Bemessungsgrundlage ausgestaltet sein sollte.⁶

Mittlerweile hat sich bei vielen deutschen Unternehmen das Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes bzw. Shareholder Value fest etabliert.⁷ Daher liegt es nahe, die variable Vergütung der verantwortlichen Manager direkt am Aktienkurs, z.B. durch Stock-Option-Pläne, auszurichten, um deren Interessen mit denen der Anteilseigner zu verbinden. Diese Verfahrensweise hatte sich in der Vergangenheit zunehmend durchgesetzt und „alte rechnungswesenbasierte Systeme“ verdrängt.⁸ Aber in den letzten Jahren sind diese kapitalmarktorientierten Anreizsysteme wieder stark in die Kritik geraten. Ihnen wird zum einen mangelnde Beeinflussbarkeit durch die Manager vorgeworfen, denn die Bewertung eines Unternehmens durch die Kapitalmärkte ist in großem Maße von zyklisch wiederkehrenden Marktirrationalismen geprägt.⁹ Daneben wird derartigen Vergütungsmodellen als alleiniger Zweck die Bereicherung des Managements unterstellt sowie deren Anreizwirkung im Sinne einer Unternehmenswertsteigerung angezweifelt.¹⁰ Daher gewinnen Systeme, die sich auf fundamentale Unternehmensdaten aus dem Rechnungswesen stützen, wieder zunehmend an Bedeutung.¹¹ Denn diese besitzen außerdem den Vorteil, dass sie nicht von einer Börsennotierung abhängig sind und damit von allen Unternehmen eingesetzt werden können.

In der vorliegenden Arbeit soll nun der Frage nachgegangen werden, wie eine solche rechnungswesenbasierende Bemessungsgrundlage eines Management-Anreizsystems konzipiert werden sollte. Dabei wird insbesondere darauf eingegangen, ob eher periodisierte Gewinn- oder zahlungsorientierte Cash Flow-Größen als Ausgangsbasis zweck-

⁵ Vgl. Rappaport, A. (1999), S.133; Black, A./Wright, P./Bachman, J.E. (1998), S.129f.; Pape, U.(1997), S. 165; Coenenberg, A.G./Salfeld, R. (2003), S. 233; Eckardstein, D.v. (2001), S. 3; Kramarsch, M.H. (2000), S. 1 f.; Aders, C./Hebertinger, M. (2003), S. 4,38 f.; Afra, S./Aders, C. (2001), S. 2; Bötzel, S./Schwilling, A. (1998), S. 154; Imberger, K. (2003), S.222; Aders, C./Hebertinger, M./ Wiedemann, F. (2003), S. 359; Olsen, E.E./BCG (2002), S. 7.

⁶ Vgl. Laux, H. (1999), S. 11; Winter, S. (1996), S. 108; Glaum, M./C&L (1998), S. 61; Bötzel, S./ Schwilling, A. (1998), S. 168.

⁷ Vgl. Hansmann, K.-W./Kehl, M. (2000), S. 2; Aders, C./Hebertinger, M. (2003), S. 6, 44; KPMG (1999), S. 10.

⁸ Vgl. u.a. Aders, C./Hebertinger, M. (2003), S. 34 ff.

⁹ Euphorie- und Depressions-Faktoren bestimmen entscheidend die Börsenkurse und damit die Unternehmensbewertung durch den Markt. vgl. Coenenberg, A.G./Salfeld, R. (2003), S. 53 f., 283; Gruber, M./Tausend, C./Katzauer, A. (2002), S. 8, 12; Reymond, A. (2002), S. 31 ff.; Stelter, D/BCG (2001), S. 17.

¹⁰ Vgl. u.a. Adams, M. (2002), S.3,63; Aders, C./Hebertinger, M. (2003), S.33; Reymond, A. (2002), S.1.

¹¹ Vgl. u.a. Coenenberg, A.G./Salfeld, R. (2003), S. 234 ff.; Pfeiffer, T. (2003), S. 53; Aders, C./Hebertinger, M. (2003), S. 33, 44.

dienlich sind. Denn nur eine anreizkompatible Bemessungsgrundlage kann die Manager eines Unternehmens dazu motivieren, das gesetzte Unternehmensziel zu verfolgen und damit gleichzeitig ihre Entlohnung zu erhöhen.¹² Dabei soll die Steigerung des Unternehmenswertes bzw. Shareholder Value als oberstes Ziel angesehen werden (unternehmenswertorientiertes Anreizsystem). Da dieses lediglich von der ersten und zum Teil zweiten Führungsebene¹³ vollständig beeinflusst werden kann, sind die folgenden Ausführungen hauptsächlich auf diesen Personenkreis ausgerichtet.¹⁴ Hierbei wird allumfassende Handlungs- und Entscheidungskompetenz der Manager angenommen.

1.2 Aufbau und Abgrenzung der Arbeit

Im Anschluss an die Ausführungen zum Aufbau der Arbeit werden im zweiten Kapitel zunächst einige grundlegende Betrachtungen angestellt. Als erstes wird hier die Steigerung des Unternehmenswertes bzw. Shareholder Value als Zielgröße definiert. Des Weiteren soll kurz auf theoretische Modelle eingegangen werden, die zum einen die Notwendigkeit von Anreizsystemen begründen und zum anderen die Grundlage für die Konzeption von Anreizsystemen bilden. Hiervon ausgehend werden dann die Funktionen und Ziele von variablen Vergütungsmodellen dargestellt. Abschließend erfolgt eine Definition der aus den vorhergehenden Betrachtungen abgeleiteten Anforderungen und Gestaltungsmerkmale, denen Anreizsysteme genügen sollen.

Das dritte Kapitel bildet den Hauptteil der vorliegenden Arbeit. Hier wird zunächst auf die unterschiedliche Ermittlung und den Informationsgehalt von Gewinnen und Cash Flows eingegangen. Die weitere Herangehensweise an die Problematik der Entwicklung einer geeigneten Bemessungsgrundlage für ein Management-Anreizsystem veranschaulicht die folgende Abbildung:

¹² Vgl. Hebertinger, M. (2002), S. 24, 26; Petersen, T. (1989), S. 6; Evers, H. (1998), S. 55.

¹³ Unter der ersten Führungsebene wird hier die Geschäftsführung bzw. der Vorstand verstanden, während die zweite Ebene aus allen Personen besteht, die hierarchisch diesen direkt unterstellt sind.

¹⁴ Vgl. Plaschke, F.J. (2003), S.21; Bötzel, S./Schwilling, A. (1998), S.154; Hachmeister, D. (2001), S.48.

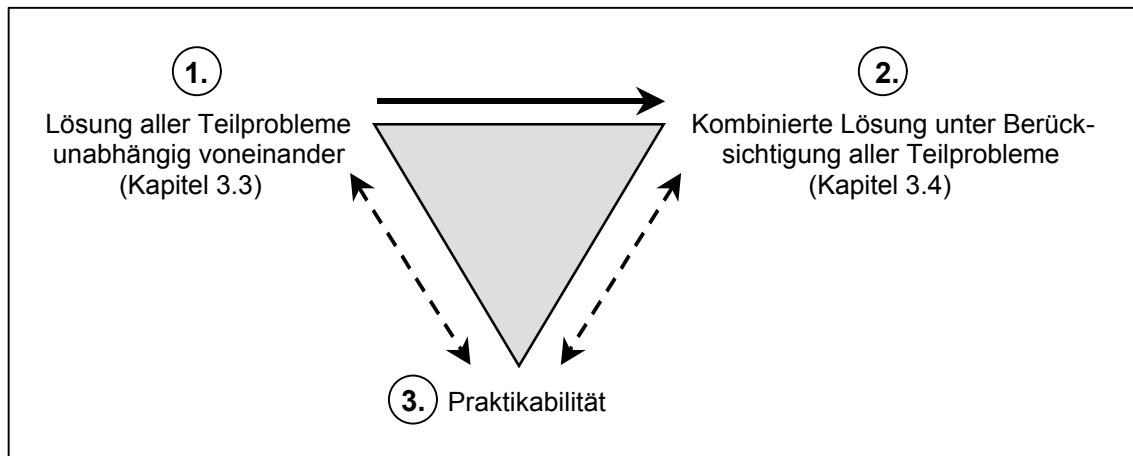


Abb. 2: Herangehensweise bei der Gestaltung einer Bemessungsgrundlage¹⁵

In Kapitel 3.3 werden zunächst einzelne Kritikpunkten an „traditionellen“ Kennzahlen separat untersucht und überprüft, ob

- die einzelnen Punkte gerechtfertigt sind,
- dabei jeweils Unterschiede zwischen Gewinnen und Cash Flows bestehen,
- diese Einfluss auf die Vorteilhaftigkeit bei der Verwendung als Basis der Bemessungsgrundlage eines Management-Anreizsystems ausüben und
- bestehende Unzulänglichkeiten beseitigt werden können.

Nach dieser getrennten Betrachtung fließen in Kapitel 3.4 alle Erkenntnisse in die Gestaltung einer unternehmenswertorientierten Bemessungsgrundlage für ein Management-Anreizsystem ein. In Kapitel 3.5 erfolgt dann eine abschließende Beurteilung der gewonnenen Ergebnisse. Dabei ist sowohl bei den einzelnen Lösungsvorschlägen für die Teilprobleme als auch bei der Gesamtkonzeption immer der Aspekt der Praktikabilität zu berücksichtigen. Denn es erscheint wenig sinnvoll zu sein, eine theoretisch perfekte Bemessungsgrundlage zu entwickeln, deren praktische Verwendbarkeit allerdings nicht oder nur bedingt gegeben ist.

Abschließend werden im vierten Kapitel die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit noch einmal zusammengefasst sowie ein Ausblick gegeben.

¹⁵ Eigene Darstellung.