

**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](http://www.GRIN.com) hochladen  
und kostenlos publizieren



## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2004 Examicus Verlag  
ISBN: 9783867469678

**Andreas Meyer**

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

Examicus - Verlag für akademische Texte

Der Examicus Verlag mit Sitz in München hat sich auf die Veröffentlichung akademischer Texte spezialisiert.

Die Verlagswebseite [www.examicus.de](http://www.examicus.de) ist für Studenten, Hochschullehrer und andere Akademiker die ideale Plattform, ihre Fachtexte, Studienarbeiten, Abschlussarbeiten oder Dissertationen einem breiten Publikum zu präsentieren.



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
<b>1 Problemstellung und Aufbau der Arbeit .....</b>	<b>1</b>
1.1 Darstellung der Thematik und der Ziele .....	1
1.2 Aufbau und Abgrenzung der Arbeit.....	3
<b>2 Grundlegende Betrachtungen .....</b>	<b>6</b>
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
<b>3 Gewinne oder Cash Flows als Basis von Anreizsystemen .....</b>	<b>17</b>
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
<b>4</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick.....</b>	<b>98</b>
	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

$\beta_j$	Beta-Faktor, der das systematische Risiko des Wertpapiers $j$ im Verhältnis zum Marktportfolio angibt
$\emptyset$	Durchschnitt
§	Paragraph
$\sigma_M$	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
$\text{EK}_{\text{BW}}$	Eigenkapital zu Buchwerten
$\text{EK}_M$	Eigenkapital zu Marktwerten
FCF	freier (Netto-) Cash Flow
FK	Fremdkapital
$\text{FK}_{\text{BW}}$	Fremdkapital zu Buchwerten
$\text{FK}_M$	Fremdkapital zu Marktwerten
$\text{GK}_{\text{BW}}$	Gesamtkapital zu Buchwerten
GK	Gesamtkapital
$\text{GK}_M$	Gesamtkapital zu Marktwerten
GRL	Gewinnrücklage
$i$	risikoloser (Kapitalmarkt-) Zinssatz
JÜ	Jahresüberschuss
$K_{\text{GK}}$	durchschnittliche Kosten des Gesamtkapitals
L	freie Liquidität
MIN [...]	Minimumoperator
$n$	Anzahl der Jahre
ND	Nutzungsdauer
$q$	Auf- / Abzinsungsfaktor
$r$	Rendite
$r_{\text{EK}}$	Eigenkapitalrendite bzw. erwartete Rendite für ein einzelnes Wertpapier
$r_{\text{FK}}$	Fremdkapitalrendite (Kosten des Fremdkapitals)
$r_{\text{GK}}$	Gesamtkapitalrendite
$r_M$	Marktpreis des Risikos; erwartete Rendite des sog. Marktportfolios
$r_{\text{WACC}}$	durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital)
$s$	Steuersatz
$s_{\text{GewST}}$	Gewerbesteuersatz
$s_{\text{KSt}}$	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.<sup>1</sup> 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:

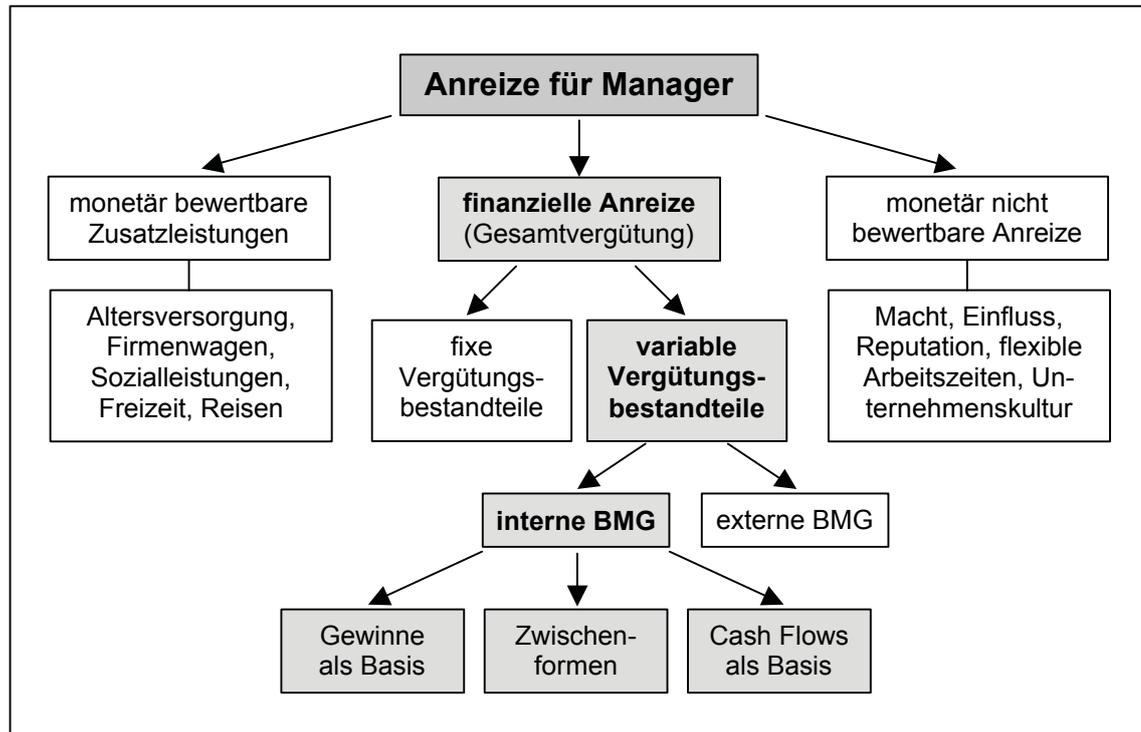


Abb. 1: Klassifikation von Anreizen<sup>2</sup>

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.<sup>3</sup> Denn nur so könne gewährleistet werden, dass die Manager das Unternehmen im Interesse der Eigentümer führen und Strategien optimal umsetzen.<sup>4</sup> Eine leistungsabhängige Vergütungskomponente kann somit als wesentlicher Bestandteil wertorientierter Unternehmensführung angesehen

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

<sup>2</sup> In Anlehnung an: Winter, S. (1996), S. 15.

<sup>3</sup> 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.

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