

35 Jahre Wertorientiertes Management – Stand und Perspektiven

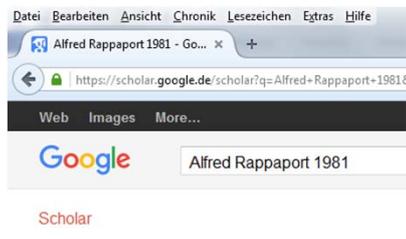
Prof. Dr. Thomas W. Guenther,
TU Dresden

Passau, 16. Februar 2016

Rückblick



Was war vor 35 Jahren?



篇名: Selecting Strategies That Create Shareholder Value

作者: Rappaport, A.

期刊(書名): *Harvard Business Review*

卷期: 59(May-Jun), pp. 139-149

年代: 1981

摘要者: 周秀蓉

中文摘要:

本文作者主要強調策略計劃的正式系統已經成為高階管理用來評估與對抗不確定性的首要工具的其中一種。公司的董事會成員也表現出高度興趣在確保公司擁有適當的策略。但是組織的變動與策略計劃過程的複雜會因為公司的不同而有所差異，而過程幾乎常常反應在所預計的（通常為5年）財務報表。在現今的預計財務報表的運用中，特別是預計的每股盈餘表現，通常用來當作評判策略的或長期的公司計畫吸引力之基礎。作者認為一般常使用來評估策略計劃的會計導向方式無法提供以下三個問題可靠的答案：

1. 公司計畫是否能為股東創造價值？如果可以，會有多少？
2. 哪一個事業單位會創造價值，哪一個不會？
3. 不同的策略計劃如何影響股東價值？

作者主要是希望藉由Econoval公司的案例來提供高階管理者及董事會成員理論上與實務上的建議，用來評估為股東創造經濟價值的策略性事業單位計畫與整體公司策略性計畫之貢獻。



Übersicht

1. Entstehungsursachen des wertorientierten Managements
2. Begriff Wertorientiertes Management
3. Wertorientiertes Management in der Accounting-Forschung
4. Von der Wertsteigerung zur Nachhaltigkeit
5. Ansatzpunkte für zukünftige Forschung
6. Fazit



1. Entstehungsursachen



Intention von Alfred Rappaport (1981/86)

„The growing recognition that traditional accounting **measures** such as earnings per share are not reliably linked to increasing the **value of the company's stock price** has made top management more receptive than ever to considering alternative measures.“

Rappaport (1986: XIII)



„Although **accounting ratios such as earnings per share and return on investment** continue to enjoy great popularity for evaluating company strategy, such **measures** fall short in basic ways, says [Rappaport].“

Rappaport (1981: 139)

„The greatest potential benefit is the **shift of management's focus from short-run reported earnings to longer-term shareholder value.**“

Rappaport (1986: 48)



1. Entstehungsursachen



Intention des Wertorientierten Managements

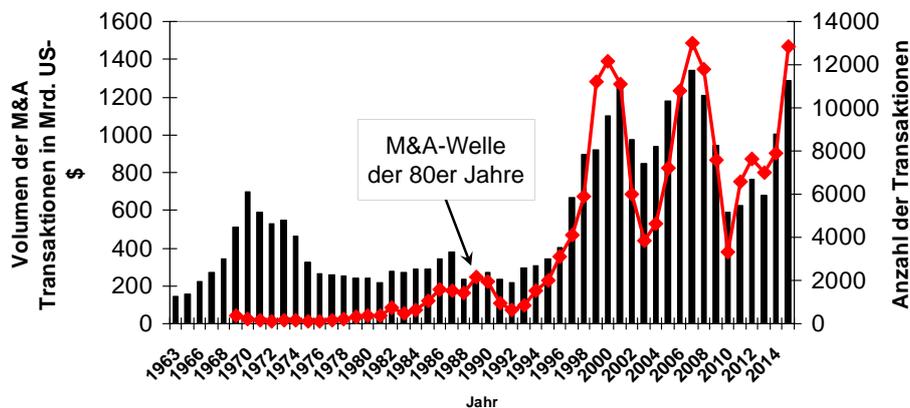
- **Shareholder Value** mit Priorität gegenüber sonstigen Interessen des Managements oder Stakeholder-Interessen
- **Langfristige** Wertschaffung statt kurzfristiger Wertschaffung
- **Strategische** Entscheidungen statt kurzfristiger Entscheidungen

Neben Rappaport auch andere Autoren (z.B. Fruhan, 1979, Copeland/Koller/Murrin, 1991, Stewart 1991)

1. Entstehungsursachen



Entwicklung der Unternehmensübernahmen in den USA



Quelle: 2015 Mergerstat Review (Excerpt): M&A Activity, U.S. and U.S. Cross-Border Transactions, <http://www.bvresources.com/pdfs/2015MergerstatReviewExcerpt.pdf>, download: 13.04.2015

1. Entstehungsursachen

Performance aus Anlegersicht

Nur 62 % mit positivem Spread über Vierjahres-Zeitraum

Unternehmen	kumulierter CFROI (%)	Gesamtkapitalkosten (%)	kumulierter Spread (%)
RWE	39,32	4,09	+35,23
VIAG	29,83	5,00	+24,83
Massa	22,13	6,94	+15,19
Schering	16,53	6,51	+10,02
Veba	8,94	4,69	+4,25
MAN	4,68	4,41	+0,27
Volkswagen	4,63	5,01	-0,38
Siemens	1,84	2,37	-0,53
Mannesmann	3,54	5,45	-1,91
Dt. Lufthansa	2,56	5,11	-2,55
Daimler-Benz	3,21	5,93	-2,72
Bilfinger&Berger	-9,84	5,49	-15,33

Erzeugung von zusätzlichem Unternehmenswert

Vernichtung von Unternehmenswert

Quelle: BÜHNER, R. (1993): Shareholder Value, in: Die Betriebswirtschaft, 53. Jg., Heft 6, 1993, S. 749ff. (Jahre 1987-90).

16. Februar 2016

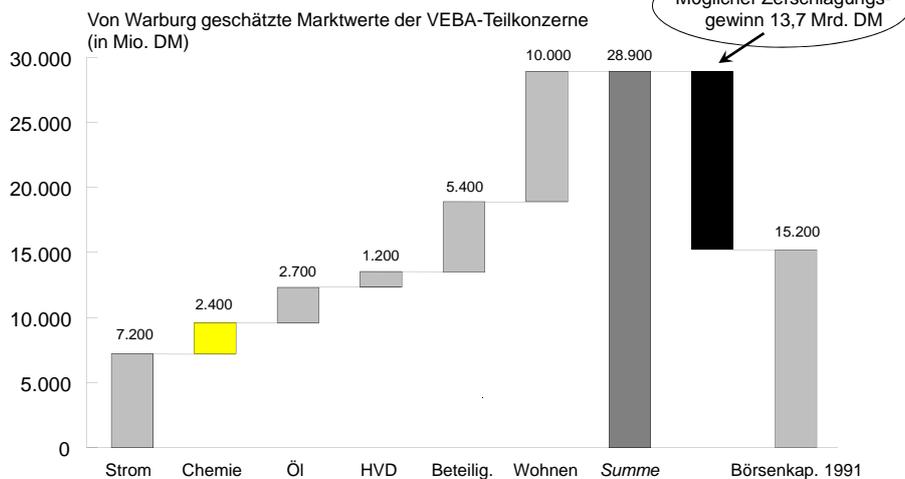


Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

7

1. Entstehungsursachen

Wertlücke bei Veba (jetzt Eon)



16. Februar 2016



Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

8

1. Entstehungsursachen

M&A-Wellen: Film „Wall Street“ (1987)



16. Febru

ren/Controlling

9

1. Entstehungsursachen

Informationsasymmetrien zwischen Management und Anteilseigner (Jensen/Meckling, 1976)

	Grundtypen asymmetrischer Informationsverteilung			
Verhaltensunsicherheit	Fähigkeiten und Qualifikation des Managements	Fairness, Entgegenkommen des Managements	Situationsadäquanz der Managemententscheidungen	Fleiß, Anstrengung und Sorgfalt des Managements
Eigenschaften des Managements sind ...	gegeben	willensabhängig	willensabhängig	willensabhängig
Umfeldzustände sind dem Eigentümer ex post bekannt	ja	ja	nein	nein
Verhalten des Managements ist dem Eigentümer ex post bekannt	ja	ja	ja	nein
Theoretischer Ansatz	Qualitätsunsicherheit	Holdup	Hidden Information	Hidden Action
Lösungsvorschlag	Screening / Signalling	Vertical Integration	Informations- und Kontrollsystem	Incentive System
	Adverse Selection	Principal-Agent-Problem (moral hazard)		

Quelle: Günther (1997), S. 45 in Erweiterung von Spremann, K. (1991): Investition und Finanzierung, Oldenbourg; München/Wien, S. 623

16. Februar 2016



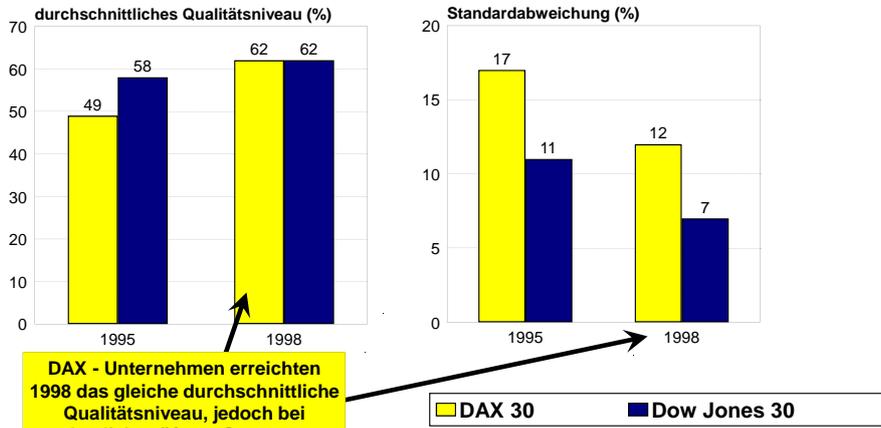
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

11

1. Entstehungsursachen



„Value Reporting“: Veränderung Qualitätsniveau von Geschäftsberichten 1995 und 1998



DAX - Unternehmen erreichten 1998 das gleiche durchschnittliche Qualitätsniveau, jedoch bei deutlich größerer Streuung

Quelle: Günther, T. / Beyer, D. (2001): Value based Reporting - Entwicklungspotenziale der externen Unternehmensberichterstattung, in: Der Betriebsberater, 56. Jg., Heft 32, S. 1623 - 1630.

1. Entstehungsursachen



Durchschnittliche Vergütung für US-CEOs der Top500

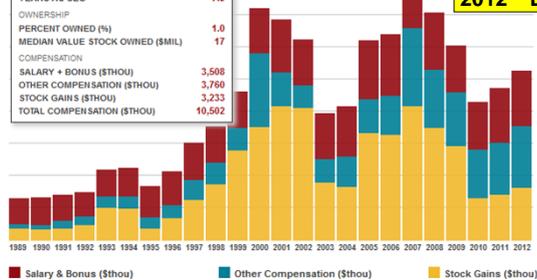
Two Decades of CEO Pay

« CEO Compensation Home | View complete list | Methodology

2012 Chief Executive Data (Average)	
AGE	57.0
TENURE	
YEARS WITH COMPANY	19.5
YEARS AS CEO	7.9
OWNERSHIP	
PERCENT OWNED (%)	1.0
MEDIAN VALUE STOCK OWNED (\$MIL)	17
COMPENSATION	
SALARY + BONUS (\$THOU)	3,508
OTHER COMPENSATION (\$THOU)	3,760
STOCK GAINS (\$THOU)	3,233
TOTAL COMPENSATION (\$THOU)	10,502

Höchstbezahlter CEO:

2014	Nadella, Microsoft	84,3 Mio. \$
2013	Souki, Cheniere Energy	141,9 Mio. \$
2012	Ellison, Oracle	96,2 Mio. \$



Market value of stock owned and compensation figures are in 2012 dollars. The dates above represent the issue years for the Forbes Executive Compensation reports. For years 1989 through 1999, our universe was the 800 biggest companies in the U.S. For years 2000 through the present, our universe was the 500 biggest companies in the U.S.

Quelle: Two decades of CEO Pay, <http://www.forbes.com/lists/2012/12/ceo-compensation-12-historical-pay-chart.html>, last download 03.11.2013

1. Entstehungsursachen



Kritik traditioneller Performance-Maße und Lösungsansätze

Kritik an traditionellen Performance-Maßen	Lösungsansatz
Mangelnde Korrelation von RoS, RoI, RoA mit Renditen am externen Kapitalmarkt	Neue Performance-Maße: EVA (= GWB), CVA, RoCE, DCF
Mangelnde Berücksichtigung von Risiken	Vergleich der Renditen mit risikoangepaßten Kapitalkostensätzen
Mangelnde Berücksichtigung der Inflation	Orientierung an Zeitwerten statt Buchwerten; Diskontierung von Rückflüssen mit nominalen Kapitalkostensätzen
Vernachlässigung langfristiger ökonomischer Wirkungen	Orientierung an DCF als langfristigem Wertbeitrag
Vergangenheitsorientierung	Betrachtung zukünftiger Rückflüsse (z.B. DCF-Verfahren)
Keine Berücksichtigung der Finanzierung (des Wachstums)	Orientierung an entnehmbaren Freien Cash Flows; Vergleich mit Kapitalkosten

16. Februar 2016



Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

14

1. Entstehungsursachen



Zunehmender Anteil institutioneller und ausländischer Anteilseigner

Unternehmen	Anteil institutioneller Anteilseigner		Trend	Anteil ausländischer Anteilseigner		Trend
	2001: %	2012: %		2001: %	2012: %	
Adidas AG	69 %	89 %	↑	53 %	79 %	↑
BASF AG	40 %	59 %	↑	28 %	48 %	↑
Bayer AG	39 %	86 %	↑	39 %	69 %	↑
Commerzbank AG	42 %	75 %	↑	34 %	58 %	↑
Siemens AG	24 %	73 %	↑	44 %	59 %	↑
Veba AG / Eon SE	31 %	79 %	↑	22 %	65 %	↑

Quelle: Dürr, M. (1994): Investor Relations, München 1994, S. 3f. ergänzt um eigene Analysen aufgrund von Auswertungen von Aktionärsbefragungen

16. Februar 2016



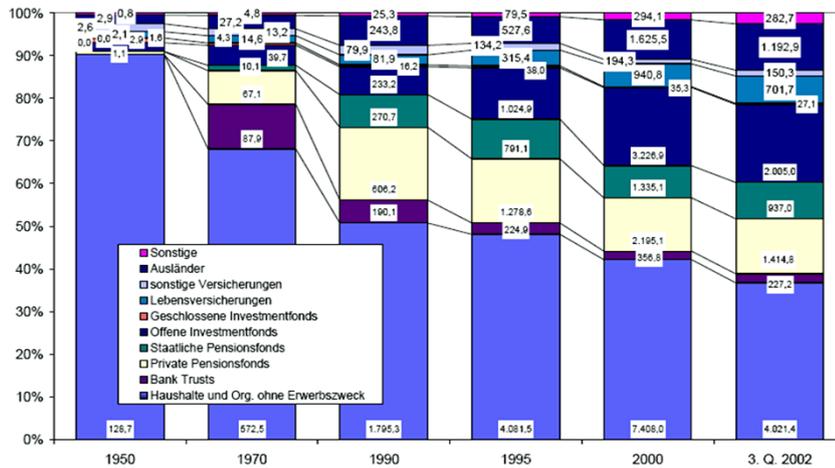
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

15

1. Entstehungsursachen



Entwicklung der Struktur der Anteilseigner in den USA

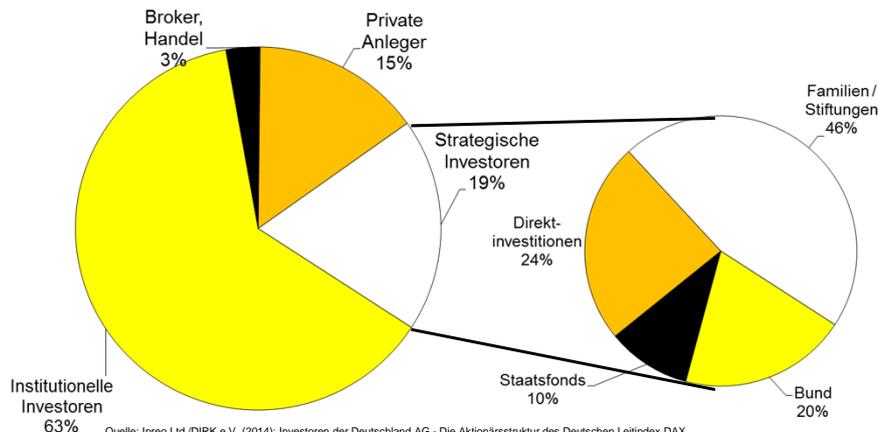


Quelle: Deutsches Aktieninstitut (2007): Factbook, Stand 22.03.2007.

1. Entstehungsursachen



Struktur des Aktienbesitzes in Deutschland nach Wertpapierdepotstatistik der Deutschen Bundesbank



Quelle: Ipreo Ltd./DIRK e.V. (2014): Investoren der Deutschland AG - Die Aktionärsstruktur des Deutschen Leitindex DAX. https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/Ipreo%20DIRK%20-%20DAX-Studie%20Juni%202014%20-%20final%29.pdf, last download 13.04.2015.

1. Entstehungsursachen



Vielfältige Entstehungsursachen

1. Aufdeckung von Wertlücken
2. Entwicklung eines Marktes für Unternehmenskontrolle
3. Informationsasymmetrien zwischen Management und Anteilseigner
4. Grundlagen für Managementvergütungssysteme
5. Kritik an „traditionellen“ Steuerungsgrößen
6. Zunehmende Bedeutung institutioneller und ausländischer Investoren
7. Weiterentwicklung des strategischen Managements

16. Februar 2016



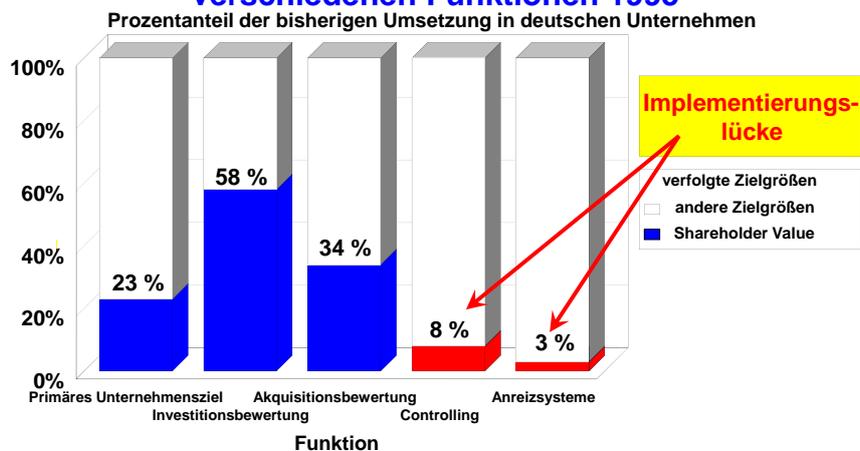
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

18

2. Begriff Wertorientiertes Management



Stand der Umsetzung des Shareholder Value-Ansatzes in verschiedenen Funktionen 1995



16. Februar 2016



Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

19

2. Begriff Wertorientiertes Management



Unternehmenswertbezogene Performance-Maße

M/B-Ratio	=	$\frac{\text{Shareholder Value (= Barwert Free Cash Flows)}}{\text{Investment}}$	>1,0	Investitions- entscheidungen
Tobin's Q	=	$\frac{\text{Shareholder Value (= Barwert Free Cash Flows)}}{\text{Inflationsbereinigtes Investment}}$	>1,0	
Cash Flow ROI	=	$\frac{\text{Brutto-Cash Flow - Ökon. Abschreibungen}}{\text{Bruttoinvestitionsbasis}}$	>WACC	Erfolgsmessung
Cash Value Added	=	$(\text{CFROI} - \text{reale Kapitalkosten}) * \text{Investment (BIB)}$	> 0	
Economic Value Added™	=	$(\text{Stewart's R} - \text{WACC}) * \text{Investment}_{\text{Buchwert}}$	> 0	
		$\frac{\text{NOPAT}}{\text{Investment}_{\text{Buchwert}}} = \frac{\text{EBIT} \times (1-s)}{\text{Investment}_{\text{Buchwert}}}$		
ERIC™	=	$\text{EBIT}(1-s) - \text{risikofr. Kapitalkosten} * \text{Investment}_{\text{Buchwert}}$	> 0	
Equity Spread	=	$\text{Eigenkapitalrendite} - \text{Eigenkapitalkosten}$	> 0	
Rol Spread	=	$\text{Gesamtkapitalrendite} - \text{Gesamtkapitalkosten}$	> 0	

Quelle: Eigene Darstellung

16. Februar 2016



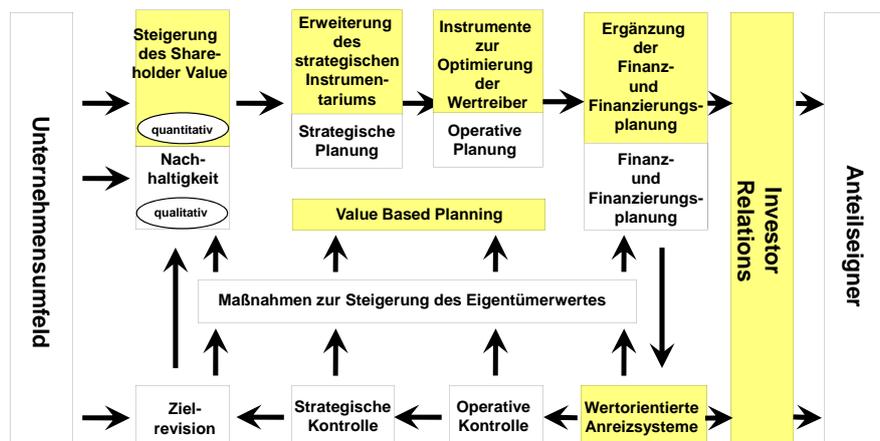
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

20

2. Begriff Wertorientiertes Management



Unternehmenswertbezogenes Controlling



Quelle: Günther, T. (1997): Unternehmenswertorientiertes Controlling, München 1997, S. 72.

16. Februar 2016



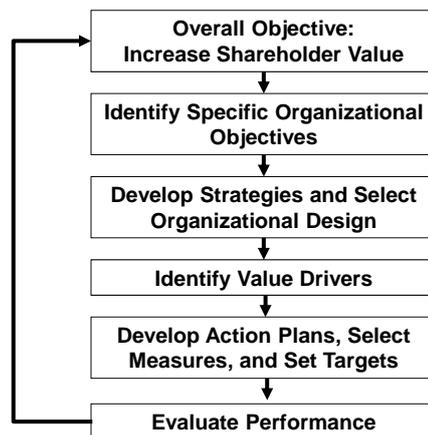
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

21

2. Begriff Wertorientiertes Management



Value-based Management Accounting Framework von Ittner/Larcker (2001)



Quelle: Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (2001). Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. *Journal of accounting and economics*, 32(1), 353.

3. Wertorientiertes Management und Accounting-Forschung



Mess-Ansätze für VBM in der Forschung

Wallace (1997, JAE):	EVA based compensation plans
Biddle et al. (1997, JAE):	EVA and residual income metrics
O'Byrne (1997):	EVA as a performance measure
Wallace (1998):	Use of EVA for Management control and compensation
Hogan/Lewis (2005, JFQA):	Use of EVA based compensation plans
Kleiman (1999, JACF):	Use of EVA metrics
Griffith (2004, JApplFin):	EVA based compensation plans
Ryan/Trahan (2007, JBFA):	Value based measurement metrics (DCF, CFROI, ROIC, RI and other methods)
Athanassakos (2007, MD):	Value based measurement metrics (DCF, CFROI, ROIC, EVA and other methods)

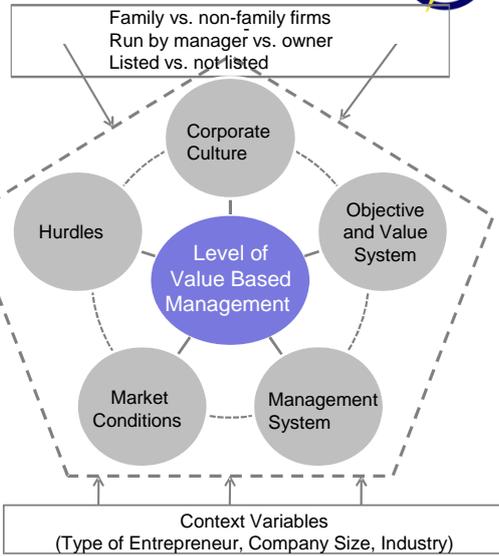
- VBM gemessen über Nutzung wertorientierter, meist einperiodiger Erfolgsgrößen
- Quelle: Surveys oder Reporting der Unternehmen

3. Wertorientiertes Management und Accounting-Forschung



Treiber für VBM in KMUs (Gonschorek 2009)

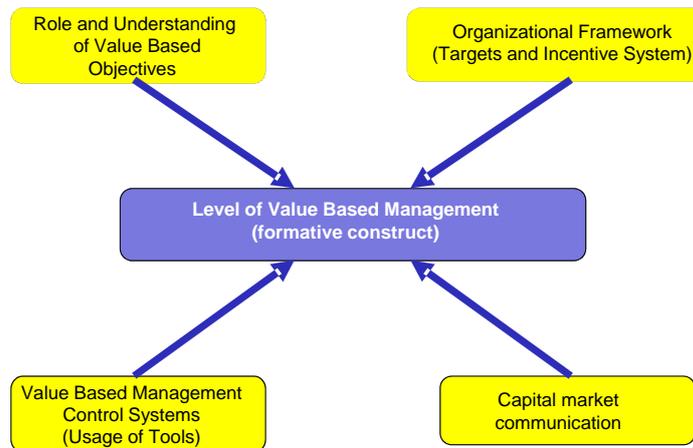
- Daten aus geschichteter Zufallsstichprobe von KMUs (N=2000 von 20 bis 1000 Mill. €)
- n = 307 (Response rate 15,35 %)
- SEM mit PLS-Ansatz



3. Wertorientiertes Management und Accounting-Forschung



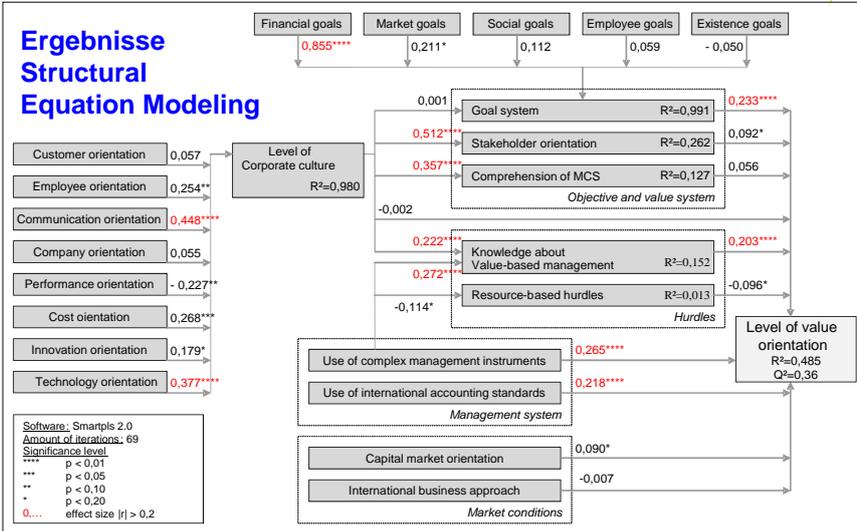
Level of VBM als Second-Order Latent Construct



3. Wertorientiertes Management und Accounting-Forschung



Ergebnisse Structural Equation Modeling



16. Februar 2016



Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

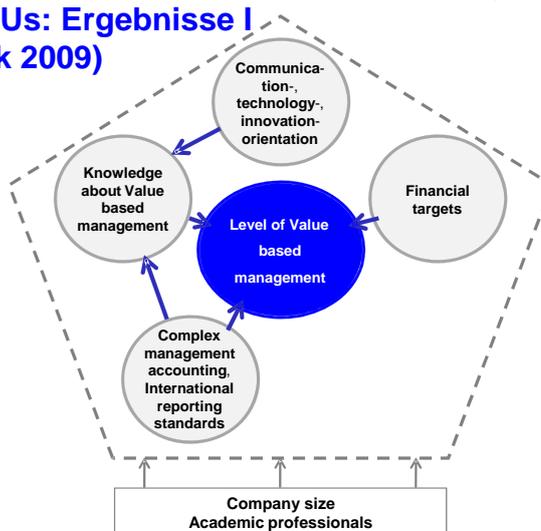
26

3. Wertorientiertes Management und Accounting-Forschung



Treiber für VBM in KMUs: Ergebnisse I (Gonschorek 2009)

- Kein Einfluss der Kapitalmarktorientierung
- Kein negativer Einfluss einer Stakeholder-Orientierung
- Kein Einfluss beschränkter Ressourcen
- Kein Einfluss der Controllingkonzeption



16. Februar 2016



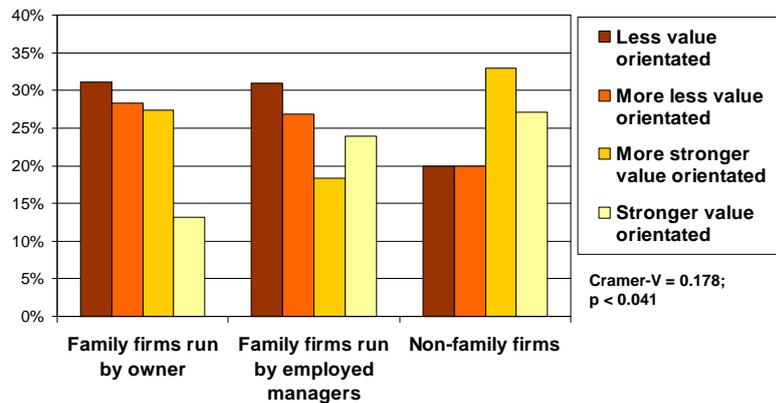
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

27

3. Wertorientiertes Management und Accounting-Forschung



Treiber für VBM in KMUs: Ergebnisse II (Gonschorek 2009)



Beziehung zwischen Level of VBM und Unternehmensgröße: Cramer-V = 0.165; p < 0.011



3. Wertorientiertes Management und Accounting-Forschung



Literature review von Lueg/Schäffer (2010): Messung VBM I

120 empirische
Paper aus 84
Quellen

ORGANIZING CATEGORY Classifier variable	Frequency of use (%)
0. Shareholder value objective	31 (26)
1. Choice of key financial ratio	107 (89)
Check existence of key financial ratio	75 (63)
Calculate assumed key financial ratio	38 (32)
Economic value added	24 (20)
Cash Flow Return on Investment	17 (14)
Return on investment / on assets / on capital employed	10 (8)
Return on equity	9 (8)
Cash flow from operations	5 (4)
Residual income	5 (4)
Other (Return on sales; cash flow return; earnings before extraordinary items; earnings per share; accruals; economic profit; increase in sales; operating income; value spread / capital charge; after tax interest expense; bond rating score; change in assets; change in dividends; discounted cash flows; earnings; management wealth return / wealth leverage; research & development spending; market value added; Stewart's R; market-to-book-ratio & Tobin's Q)	each < 5
2. Selection of strategy and organizational design	49 (41)
Investigation of corporate strategy	44 (37)
Investigation of organizational design	22 (18)
3. Identification of value drivers	77 (64)
Financial value drivers	75 (63)
Non-financial value drivers	42 (36)

Quelle: Lueg, R./Schäffer, U. (2010): Assessing empirical research on value-based management: Guidelines for improved hypothesis testing, Journal für Betriebswirtschaft, 60, S. 12



3. Wertorientiertes Management und Accounting-Forschung



Literature review von Lueg/Schäffer (2010): Messung VBM II

4.a) Development of action plans	34 (28)
4.b) Definition of KPIs	43 (36)
Definition of KPIs	31 (26)
Adjustments made to KPIs	19 (16)
4.c) Setting of targets	28 (23)
4.d) System quality	34 (28)
Integration / consistency / formalization	30 (25)
Flexibility	9 (8)
Reliability / unambiguousness	8 (7)
Response time	4 (3)
Accessibility	3 (3)
4.e) Information quality	29 (24)
Format / understandability / simplicity	17 (14)
Currency / timeliness	11 (9)
Accuracy	9 (8)
Completeness / scope	8 (7)
4.f) Design of value oriented culture	22 (18)
5.a) Information use stakeholders	80 (67)
Information use management	61 (51)
Information use investor relations	39 (33)
Value-based reporting	31 (26)
Feedback from shareholders	10 (8)
Information use supervisory board	8 (7)
Information use corporate partners	4 (3)
Information use remaining stakeholders	3 (3)
Information use debt-holders	3 (3)
5.b) Incentive systems	56 (47)

Quelle: Lueg, R./Schäffer, U. (2010): Assessing empirical research on value-based management: Guidelines for improved hypothesis testing, Journal für Betriebswirtschaft, 60, S. 12

4. Von der Wertsteigerung zur Nachhaltigkeit



Implementierung des VBM in deutschen KMUs

Anwendung weit verbreitet (Häufigkeit der Nennung zwischen über 75 bis 100 %)	Bilanz- und GuV-Planung	97,1 %
	Betriebswirtschaftliche Auswertung	95,1 %
	Kostenarten-/Kostenstellenrechnung	91,9 %
	Strategische Planung/Geschäftsplan	90,2 %
	Plankalkulation	87,6 %
	Liquiditätsplanung	87,3 %
	Cash-Flow-/Kapitalflussrechnung	80,1 %
	Deckungsbeitragsrechnung	80,1 %
	Nachkalkulation	76,5 %
Anwendung eher weit verbreitet (Häufigkeit der Nennung zwischen über 50 bis 75 %)	Kundenanalysen	74,9 %
	Qualitätsmanagement	72,0 %
	Return-on-Investment/-on-Equity	66,4 %
	Profit-Center-Rechnung	59,6 %
	Mittelfristige Finanzplanung	59,0 %
	Risikomanagement	58,7 %
	Statische Investitionsrechnung	56,7 %
	Prozessanalysen	54,7 %
Anwendung eher wenig verbreitet (Häufigkeit der Nennung zwischen über 25 bis 50 %)	Dynamische Investitionsrechnung	38,8 %
	Umweltmanagement	35,8 %
	Discounted Cash Flow	35,5 %
	Return-on-Capital-Employed	30,0 %
Anwendung wenig verbreitet (Häufigkeit der Nennung bis 25 %)	Economic Value Added	21,8 %
	Balanced Scorecard	15,6 %
	Werttreiber-Analyse	13,4 %

Quelle: Günther/Conzshorst (2011): Wertorientierte Unternehmensführung in deutschen Mittelstand - Ergebnisse einer empirischen Studie, in: Controlling, 23(1): 25, nr. 307 mittelständische Unternehmen

4. Von der Wertsteigerung zur Nachhaltigkeit



Wall Street (II): Money never sleeps (2010)



16. Februar 2016



Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

32

4. Von der Wertsteigerung zur Nachhaltigkeit



Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex

DCGK vom 07.11.2002

4. Vorstand

4.1 Aufgaben und Zuständigkeiten

4.1.1 Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung. Er ist dabei an das **Unternehmensinteresse gebunden** und der **Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes** verpflichtet.

DCGK vom 05.05.2015

4 Vorstand

4.1 Aufgaben und Zuständigkeiten

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

16. Februar 2016

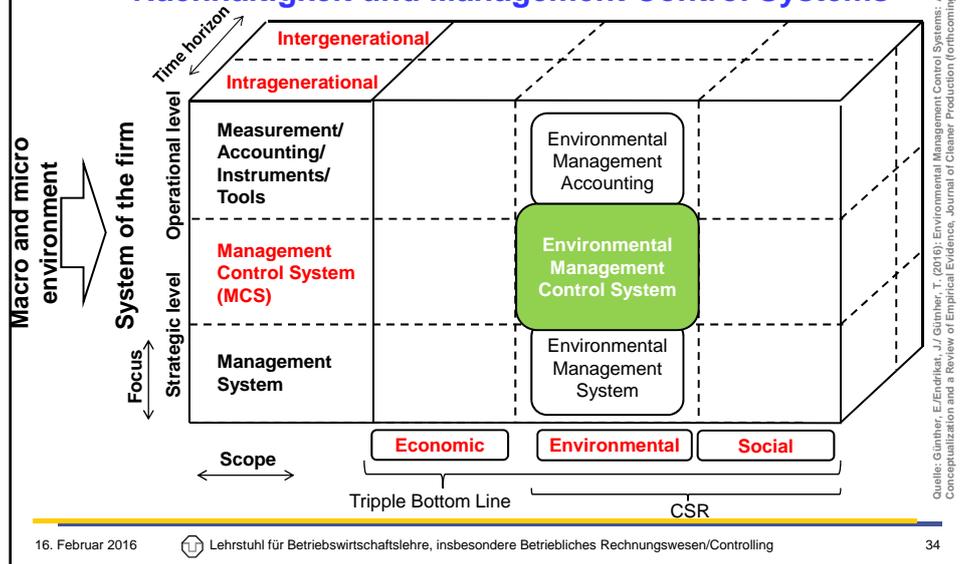


Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

33

4. Von der Wertsteigerung zur Nachhaltigkeit

Nachhaltigkeit und Management Control Systems



5. Ansatzpunkte zukünftiger Forschung

Ideen für zukünftige Forschung zum VBM

- Verhalten des Top Managements bei **multi-kriteriellen Zielsetzungen** wie Nachhaltigkeit
- **Nutzung vs. Entwicklungsstand** des wertorientierten Managements
- **Personalorientierte vs. kapitalorientierte Wertschaffungsmaße**
- **Hürden** einer freiwilliger Berichterstattung (insb. Surveys)
- Auswirkung der **Nachhaltigkeit** auf Unternehmenssteuerung
- **Langzeitstudien** zur Wirkung von VBM
- Ermittlung von Kapitalkosten bei **nicht-börsennotierten Unternehmen bzw. ineffizienten Märkten**
- Koppelung von **VBM mit Risikomanagement**
- **Umgang von Management** mit wertorientierten Informationen
- **Intergenerationale Nachhaltigkeit** und Wertschaffung etc.

Quelle : eigene Darstellung

5. Management Summary



Fazit und Zusammenfassung

- 1) Auseinanderfallen der Intention Rappaports und des generellen Mainstreams in der Praxis
- 2) VBM ist auch Ergebnis volkswirtschaftlicher und gesellschaftlicher Entwicklungen
- 3) VBM ist mehr als „neue“ Kennzahlen
- 4) Trend zur Nachhaltigkeit statt „Shareholder Value“
- 5) Bereits umfangreicher Stand an Forschung ...
- 6) ... jedoch auch noch vielfältiger Forschungsbedarf

Quelle : eigene Darstellung

16. Februar 2016



Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebliches Rechnungswesen/Controlling

36