



Barbara E. Weißenberger

**Shareholder Value und
finanzielle Zielvorgaben im Unternehmen**

Working Paper 2 / 2009

– Working Paper Series Controlling & Business Accounting –

Erscheint in: Controlling zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Neue Anforderungen, Konzepte und Instrumente, hrsg. von F. Wall und R. Schröder, Oldenbourg-Verlag, München, voraussichtlich 2009.

Stichworte: Shareholder Value, Controlling, Zielvorgabe, wertorientierte Führung, Residualgewinn, EVA, CVA, Kapitalkosten

Herausgeber: Professur für BWL IV, insbesondere Controlling und integrierte Rechnungslegung
Univ.-Prof. Dr. Barbara E. Weißenberger
Fachbereich Wirtschaftswissenschaften
Justus-Liebig-Universität Gießen
<http://wiwi.uni-giessen.de/controlling/>

JEL-Klassifikation: M40

Shareholder Value und finanzielle Zielvorgaben im Unternehmen

Gliederung

1	Einleitung	3
2	Finanzielle Zielvorgaben im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung	4
2.1	Management by Objectives als Führungsinstrument in dezentralisierten Unternehmen	4
2.2	Konzeption der wertorientierten Führung	5
2.3	Residualgewinn als periodische wertorientierte Finanzkennzahl	6
3	Ermittlung von wertorientierten Zielvorgaben auf Basis von Residualgewinnen	7
3.1	Buchwertbasierte Ermittlung des Residualgewinn auf Basis des EVA-Konzepts	7
3.2	Cashflow-basierte Messung des Residualgewinns als Alternative? Die Kennzahl CVA	10
3.3	Bildung finanzieller Zielvorgaben im Residualgewinn-Konzept	13
4	Ergänzende Restriktionen für den Einsatz residualgewinnbasierter Zielvorgaben	13
5	Fazit	19
	Literatur	19

Shareholder Value und finanzielle Zielvorgaben im Unternehmen

„A fundamental fiduciary responsibility of corporate managers and boards of directors is to create economic value for their shareholders.“ (Rappaport, 1981, S. 148).

1 Einleitung

Der Begriff des Shareholder Value wurde seit den 1980er-Jahren ausgehend von den Arbeiten *Alfred Rappaports* in die betriebswirtschaftliche Diskussion eingeführt. Zentrales Merkmal ist die Forderung nach der strikten Orientierung sämtlicher unternehmerischer Dispositionen an den Zielsetzungen der Eigenkapitalgeber. Die Formalisierung dieser Forderung erfolgt durch die Kombination finanz- und investitionstheoretischer Konzepte.

Der Shareholder-Value-Ansatz schlägt damit eine Brücke zwischen modernen Ansätzen der Kapitalmarkttheorie und dem traditionellen Verständnis der Unternehmensführung. Das Unternehmen wird nicht mehr in erster Linie als realwirtschaftliche Produktionsfunktion modelliert – dieses Verständnis liegt beispielsweise den klassischen Kostenrechnungs- und Budgetierungsverfahren zugrunde –, sondern vielmehr als Konglomerat von (Real-)Investitionsprojekten, deren erwartete Cashflows unter Berücksichtigung einer kapitalmarktorientiert hergeleiteten Verzinsung bewertet werden. Die Aufgabe der Unternehmensführung besteht darin, die einzelnen Komponenten (Werttreiber) dieser Bewertung möglichst günstig auszugestalten. Das grundsätzliche Erfolgsverständnis im Shareholder-Value-Ansatz liegt damit nahe an dem bereits in der frühen Betriebswirtschaftslehre entwickelten Konstrukt des ökonomischen Gewinns (vgl. zu einem kurzen historischen Abriss *Weißberger*, 2003, S. 117), der allerdings weder kapitalmarkttheoretisch fundiert noch konzeptionell in periodische Erfolgsgrößen überführt wurde und somit in der Unternehmenspraxis kaum Anwendung fand.

Insbesondere auf der Top-Management- bzw. Segment-Ebene bis hin zur Profit-Center-Steuerung werden für Zwecke der wertorientierten Steuerung Finanzkennzahlen genutzt, die auf der Datenbasis der Rechnungslegung aufsetzen. Sie haben den Vorteil, dass sie zu vergleichsweise geringen Kosten zeitnah, präzise sowie hinreichend objektiv und reliabel ermittelt werden können. Konzeptionell lässt sich bei entsprechender Gestaltung der Kennzahlen eine Kongruenz zum Ziel der Wertmaximierung erreichen. In Abhängigkeit von der Struktur der Datenbasis können sie schließlich auch – anders als aus Börsenkursen o.Ä. abgeleitete Finanzkennzahlen, wie z.B. der Total Shareholder Return – für beliebige Entscheidungs- und Steuerungsobjekte auch unterhalb der Unternehmensspitze konzeptionell angepasst und berechnet werden. Aufgrund der hohen Bedeutung rechnungslegungsbasierter Finanzkennzahlen für die wertorientierte Führung behandelt der vorliegende Beitrag im Folgenden ausschließlich diese; eine umfassende Diskussion marktwertbasierter Wertkennzahlen findet sich u.a. bei *Weißberger* (2003, S. 144ff.).

Da im Kontext der Wertorientierung die Kommunikation bzw. die betriebswirtschaftliche Erläuterung der für Führungszwecke verwendeten Finanzkennzahlen an externe Investoren bedeutsam ist bzw. deren Erfolgserwartungen in unternehmensinterne Zielvorgaben übersetzt werden müssen, wird als Datengrundlage für die Ermittlung wertorientierter Kennzahlen im Regelfall die externe Finanzbuchhaltung verwendet und nicht die traditionelle kalkulatorische Kostenrechnung. In diesem Zusammenhang stellt das Streben nach wertorientierter Führung auch einen bedeutsamen Treiber für die Durchsetzung einer integrierten Rechnungslegung dar (vgl. *IGC/Weißberger*, 2006, S. 46f.; *Simons/Weißberger*, 2008, S. 137ff.).

Nach einer intensiven Diskussion über mögliche geeignete Kennzahlen für die laufende Erfolgsmessung („*metric wars*“, vgl. ausführlich *Ewert/Wagenhofer*, 2000, S. 4ff.) sind heute residualgewinnbasierte Kennzahlen, wie z.B. in Form des Economic Value Added (EVA, vgl. grundlegend *Stewart*, 1996 sowie zu empirischen Untersuchungen weltweit z.B. *Haspelagh/Noda/Boulos*, 2002, S. 46ff. sowie auf Deutschland bezogen *Aders/Hebertinger/Schaffer/Wiedemann*, 2003, S. 720ff.), der State-of-the-Art für die wertorientierte Führung und damit auch für die Formulierung entsprechender Zielvorgaben übergeordneter Instanzen (z.B. der Eigenkapitalgeber oder des Top-Managements) an nachgelagerte Entscheidungsträger.

Der vorliegende Beitrag stellt zunächst die grundsätzliche Einordnung residualgewinnbasierter Kennzahlen in das Konzept der wertorientierten Führung (Abschnitt 2) vor und beschreibt dann die Umsetzung zur Herleitung von finanziellen Zielvorgaben sowie die damit verbundenen Schwierigkeiten einer zielkongruenten Führung (Abschnitt 3). Abschnitt 4 diskutiert neben der Formulierung residualgewinnbasierter Zielvorgaben weitere Anforderungen bzw. Restriktionen bezüglich der Effektivität einer wertorientierten Führung. Ein Fazit (Abschnitt 5) schließt den Beitrag ab.

2 Finanzielle Zielvorgaben im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung

2.1 Management by Objectives als Führungsinstrument in dezentralisierten Unternehmen

Von den 1950er-Jahren bis in die 1980er-Jahren war sowohl in den USA, aber auch in Europa ein starkes Wachstum vieler Unternehmen zu beobachten, die sich von einer fokussierten Ausrichtung auf ein Geschäftsfeld hin zu divisionalisierten (*multi-business*) Strukturen entwickelten. Ein Treiber war das starke Wirtschaftswachstum dieser Zeit, das etablierte finanzstarke Firmen häufig dazu nutzten, um sich insbesondere durch Zukäufe neuer Geschäftsfelder weitere Wachstumspotenziale zu erschließen (vgl. ausführlich *Hungenberg*, 2002, S. 23f.).

Diese Entwicklung führte zu einer Durchsetzung dezentraler Führungsstrukturen, in denen Manager umfassende Leitungsrechte über Unternehmensressourcen in einem bestimmten Geschäftsfeld erhielten und diese weitestgehend eigenständig ausüben sollten. Praktisch äußerte sich dies in der aufbauorganisatorischen Bildung von Profit- bzw. Investment-Center-Strukturen bzw. in der zunehmenden Verbreitung von (strategischen) Managementholdings als Grundmuster für die Konzernorganisation (vgl. z.B. *Wurl/Mayer*, 1999, S. 13). Die organisatorischen Ver-

änderungen trugen der Tatsache Rechnung, dass eine zentrale Führung zunehmend mit der Ausübung der Leitungsrechte für eine wachsende Zahl von Geschäftsfeldern überfordert war, sowohl bezogen auf die zeitliche Inanspruchnahme als auch auf fehlende Fähigkeiten der Informationsverarbeitung und parallelen Entscheidungsfindung.

Als dominantes Führungsinstrument setzte sich in dezentralisierten Unternehmen Management by Objectives (MBO), d.h. die Koordination durch Pläne, durch (vgl. *Weber/Schäffer*, 2008, S. 61f.). Pläne sind dabei als formales Instrument zur Formulierung bzw. Vorgabe von Zielen zu verstehen, die über verschiedene Hierarchieebenen auf einzelne Organisationsbereiche heruntergebrochen werden. Im Gegensatz zu anderen Koordinationsmechanismen wie z.B. Programmen als weiterem technokratischen Koordinationsinstrument (vgl. *Kieser/Walgenbach*, 2003, S. 106ff.) erlauben Pläne dem dezentralen Management hinreichend Handlungsspielraum zur Nutzung von Wissensvorsprüngen aufgrund von Spezialisierungsvorteilen. Durch die Abstimmung der Ziele und der darin in Form von Vorgaben enthaltenen Restriktionen wie z.B. Umsatz-, Erfolgs-, Kosten- oder Mengenbudgets wird gleichzeitig ein abgestimmtes Verhalten der dezentralen Einheiten sichergestellt. So wird beispielsweise über das jährliche Investitionsbudget festgelegt, in welchem Umfang die Zentrale finanzielle Mittel beschaffen muss, um bestehende Investitionsbedarfe abzudecken; gleichzeitig besteht aber in den einzelnen Investment-Centern Spielraum, für welche konkreten Investitionsprojekte diese Mittel eingesetzt werden können.

Kritisch ist in diesem Zusammenhang der Konflikt zwischen Koordinations- und Motivationsfunktion von Vorgaben zu sehen: Während für Koordinationszwecke Vorgaben möglichst realistisch geplant werden sollten, um die Zielerreichung und damit ein abgestimmtes Verhalten der dezentralen Einheiten sicherzustellen (Prognoseplanung), sollten die Vorgaben für Motivationszwecke verhaltenstheoretische Überlegungen mitberücksichtigen (vgl. *Weber/Schäffer*, 2008, S. 68f.), was ggf. in einer Formulierung ambitionierter Ziele (Optimalplanung) resultiert.

2.2 Konzeption der wertorientierten Führung

Die wertorientierte Führung greift den der Organisationsstruktur divisionalisierter Unternehmen inhärenten Portfolio-Gedanken auf: Das Unternehmen wird als Portfolio von Realinvestitionsprojekten modelliert und dementsprechend gesteuert. Im Mittelpunkt der Überlegungen stehen dabei Fragen der Investitionssteuerung. Eine wertorientierte Führung fokussiert sich darauf sicherzustellen, dass die von den Eigenkapitalgebern bereitgestellten finanziellen Mittel in möglichst erfolgreiche Projekte investiert werden. Insoweit beziehen sich die folgenden Ausführungen auf Investment-Center, d.h. Unternehmenseinheiten mit eigenständigen Entscheidungskompetenzen bezüglich der Beschaffung von Potenzialfaktoren.

Die Zielgröße der Eigenkapitalgeber wird im Grundkonzept der wertorientierten Führung als finanztheoretischer Unternehmenswert modelliert, d.h. sämtliche nichtmonetären Ziele wie z.B. Prestige-, Umwelt-, Human-, Sozial- oder gar ethisch-religiöse Ziele werden ausgeblendet. Der Unternehmenswert setzt sich aus den Gegenwartswerten (*present values*) der erwarteten Zahlungsströme der einzelnen Geschäftsbereiche zusammen. Dabei wird der Grundsatz der Wertadditivität unterstellt, d.h. Synergieeffekte oder andere Interdependenzen zwischen den Geschäftsbereichen werden nicht explizit modelliert.

Der Unternehmenswert kann sowohl nach dem Brutto-Prinzip ermittelt werden (*entity approach*), d.h. Ansprüche der Fremdkapitalgeber auf Kapitalrückzahlung werden in der Ermittlung

der Gegenwartswerte nicht abgezogen, oder aber nach dem Netto-Prinzip (*flow to equity approach*), das lediglich auf die Bewertung der Anteile der Eigenkapitalgeber abstellt. Um von Veränderungen der Kapitalstruktur zu abstrahieren, die insbesondere auf nachgelagerten Hierarchieebenen nur schwer zu berücksichtigen sind, wird in industriellen Unternehmen meist das Brutto-Prinzip in Form der Discounted Cashflow-Methode angewendet.

Gebräuchlich ist hierbei der so genannte WACC-Ansatz (vgl. ausführlich *Baetge/Niemeyer/Kümmel*, 2005, S. 283ff.). Formal ergibt sich der (Brutto-)Unternehmenswert dabei als Barwert der mit risikoadjustierten gewichteten *Gesamtkapitalkosten* (*weighted average cost of capital*, WACC) diskontierten künftigen Free Cashflows. Dies sind die vom Unternehmen erwirtschafteten Zahlungsströme, die unter Berücksichtigung von Auszahlungen für Investitionen und Steuern ‚frei‘ für Transfers an Eigen- und Fremdkapitalgeber in Form von Dividenden bzw. anderen Ausschüttungsformen oder Zinszahlungen sind. Die Free Cashflows lassen sich näherungsweise als Summe aus operativem Cashflow und Cashflow aus Investitionstätigkeit schätzen. Zieht man von dem so ermittelten Brutto-Unternehmenswert den Marktwert des Fremdkapitals ab, ergibt sich der den Eigenkapitalgebern zustehende (Netto-)Unternehmenswert.

Unter der Annahme, dass die Free Cashflows in jeder Periode vollständig ausgeschüttet werden bzw. dass die Struktur der Gewinnausschüttungen irrelevant für die Marktbewertung des Eigenkapitals ist (Dividenden-Irrelevanz-Theorem nach *Modigliani/Miller*, 1961), entspricht der Netto-Unternehmenswert nach der Discounted Cashflow-Methode dem Barwert der Gewinnausschüttungen an die Eigenkapitalgeber. Auf diese Weise verbindet die Discounted Cashflow-Methode die Modellierung des Unternehmens innerhalb der Rechnungslegung und die sich daraus ergebenden Free Cashflows mit der für die wertorientierte Steuerung maßgeblichen Zielsetzung der Eigenkapitalgeber, ihr bestehendes Kapital möglichst erfolgreich (d.h. verbunden mit einem möglichst breiten Strom an Rückflüssen) einzusetzen (Dividenden-Diskont-Modell).

2.3 Residualgewinn als periodische wertorientierte Finanzkennzahl

Frühe Konzeptionen wertorientierter Finanzkennzahlen setzten unmittelbar an dem über die Discounted Cashflow-Methode ermittelten Unternehmenswert an, so z.B. die von *Rappaport* (1986, S. 49ff.) vorgeschlagene Kennzahl Shareholder Value Added als Differenz der Brutto-Unternehmenswerte zweier aufeinander folgender Perioden. Für die periodisch, d.h. jahres- oder sogar quartalsbezogen ausgelegte wertorientierte Steuerung erwiesen sich diese Kennzahlen jedoch aus mehreren Gründen wenig geeignet. Zum einen ist die erforderliche Unternehmensbewertung äußerst zeit- und ressourcenaufwändig; zum anderen lassen sich Unternehmenswerte aufgrund der darin enthaltenen Zukunftsprognosen kaum reliabel bzw. objektiviert ermitteln.

Einen Lösungsansatz für die Bedarfe nach einer periodischen Erfolgsermittlung auch innerhalb der wertorientierten Führung stellen Residualgewinne dar, die sich nach dem *Preinreich-Lücke-Theorem* (vgl. *Preinreich*, 1938, S. 234ff.; *Lücke*, 1955, S. 323) in den o.a. (Brutto- oder Netto-)Unternehmenswert überführen lassen. Ganz allgemein ermittelt sich im Rahmen einer Brutto-Betrachtung der Residualgewinn (RG_t) am Ende einer Periode t als Periodenüberschuss G_t (z.B. als operatives Betriebsergebnis berechnet) abzüglich von mittels eines Zinssatzes i Kapitalkosten auf die Buchwerte des Periodenbeginn eingesetzten Vermögens ($V_{t-1}^{\text{Buchwert}}$).

$$RG_t = G_t - i \times V_{t-1}^{\text{Buchwert}}$$

Unter den Annahmen, dass das Kongruenzprinzip gilt, d.h. sämtliche Ausgaben und Einnahmen aus Güterbeschaffung und Leistungserstellung erfolgswirksam verrechnet werden, und dass der zur Ermittlung der Kapitalkosten angesetzte Zinssatz i auch zur Diskontierung verwendet wird, entspricht die Summe der erwarteten diskontierten Residualgewinne zuzüglich dem Buchwert des eingesetzten Vermögens dem Unternehmenswert. Diese Eigenschaft des Residualgewinns wird auch als Barwertkompatibilität bezeichnet. Dabei ist es unerheblich, wie z.B. Abschreibungen genau verrechnet werden. Erfolgsneutrale Vorgänge allerdings – wie z.B. unter IFRS bei bestimmten Bewertungsvorgängen (*revaluation* gem. IAS 16, *available-for-sale*-Finanzinstrumente gem. IAS 39) – führen dazu, dass das Kongruenzprinzip durchbrochen wird und keine Barwertkompatibilität mehr besteht.

Eine besondere Eigenschaft weist der Gegenwartswert der Residualgewinne auf, der sich bei börsennotierten Unternehmen bzw. Geschäftsbereichen in Bezug zum Market Value Added (MVA) setzen lässt. In einer marktbezogenen Sichtweise ist der MVA die Differenz zwischen dem Brutto-Buchwert des Unternehmens und dem korrespondierenden Marktpreis von Eigen- und Fremdkapital. Als so genannter ‚blinder Fleck‘ der externen Rechnungslegung beinhaltet er solche Informationen, die zwar offensichtlich wert- und damit börsenkursbestimmend sind, im Vermögen des Unternehmens aber nicht abgebildet werden. Dies können z.B. erwartete Projekterfolge sein, die aufgrund des Anschaffungskostenprinzips, des Prinzips der Einzelbewertung oder anderer Bewertungsvorschriften nicht in der Finanzberichterstattung ausgewiesen werden dürfen. Unter der Annahme, dass der Marktpreis den – faktisch unbekannt – fundamentalen Unternehmenswert hinreichend gut abbildet, ist der MVA mit dem Barwert der künftigen Residualgewinne identisch. Diese Überlegung ist allerdings dann bedeutsam, wenn der MVA im Sinne von Erwartungen der Eigenkapitalgeber als informativ für die Formulierung von Zielvorgaben im Rahmen der wertorientierten Führung angesehen wird (vgl. ausführlicher Abschnitt 3.3).

Zu beachten ist schließlich, dass der Residualgewinn einer einzelnen Periode nicht – anders als teilweise plakativ formuliert – ‚Wertgenerierung‘ bzw. ‚Wertvernichtung‘ ausdrückt (vgl. ausführlich *Ewert/Wagenhofer*, 2000, S. 15ff.), sondern vielmehr nur einen Teil der Wertveränderung beinhaltet. Auch Projekte, die einen negativen Netto-Kapitalwert aufweisen, deren Realisierung also Wert vernichtet, können in einzelnen Perioden positive Residualgewinne besitzen und umgekehrt. Erst in Verbindung mit der Veränderung eines MVA, der inhaltlich auch künftige Residualgewinne berücksichtigt, lässt sich eine Gesamtaussage über die Wertsteigerung treffen (vgl. *Richter/Honold*, 2000, S. 269ff.)

3 Ermittlung von wertorientierten Zielvorgaben auf Basis von Residualgewinnen

3.1 Buchwertbasierte Ermittlung des Residualgewinn auf Basis des EVA-Konzepts

Die wohl bekannteste wertorientierte Finanzkennzahl in Form des Residualgewinns ist der von der Unternehmensberatung *Stern/Stewart* propagierte Economic Value Added (EVA). Dabei wird der Residualgewinn buchwertbasiert, d.h. auf Basis der im Einzelfall angepassten Buch-

werte des Erfolgs bzw. Vermögens der externen Finanzberichterstattung hergeleitet. Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf die IFRS als Rechnungslegungsstandard, wie er für kapitalmarktorientierte Konzerne in der Europäischen Union seit 2005 bzw. 2007 ohnehin verpflichtend anzuwenden ist.

Der EVA wird nach dem Brutto-Ansatz als periodenbezogene Differenz zwischen dem betrieblichen Ergebnis (*net operating profit after taxes*, NOPAT) und den aus dem investierten Vermögen (*invested capital*, IC) resultierenden Kapitalkosten definiert (vgl. hierzu auch die allgemeine Definition in Abschnitt 2.3, auf die Notation von Periodenbezug usw. wird dabei verzichtet):

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{IC}$$

Beim NOPAT handelt es sich um das Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit des Unternehmens nach Abzug von Ertragsteuern, jedoch vor Zahlungen an Eigen- und Fremdkapitalgeber (Dividenden bzw. sonstige Ausschüttungen, Zinsen). Das investierte Vermögen umfasst korrespondierend das im betrieblichen Vermögen des Unternehmens gebundene Kapital zu laufenden Buchwerten und zu Beginn der Betrachtungsperiode.

Der Kapitalkostensatz WACC reflektiert die durchschnittlichen Verzinsungsansprüche von Eigen- und Fremdkapitalgebern. Er wird daher als mit den jeweiligen Kapitalanteilen des Eigen- und Fremdkapitals gewichteter Mittelwert der Verzinsungsansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber bestimmt. Dabei beinhaltet der Eigenkapitalkostensatz auch das unternehmensspezifische Risiko der Investoren; der Fremdkapitalkostensatz wird bei der im Folgenden unterstellten Nach-Steuer-Betrachtung um den *tax shield*, d.h. den Steuervorteil der Fremdfinanzierung, reduziert (vgl. *Steinle/Krummacker/Lehmann*, 2007, S. 204ff.).

Neben der o.a. Formel, die auch als *capital charge formula* des EVA bezeichnet werden kann, lässt sich der EVA als Produkt aus dem investierten Vermögen und der Differenz zwischen dem Kapitalkostensatz und dem prozentalen Verhältnis von NOPAT und IC, vielfach auch als ROCE (*return on capital employed*) bezeichnet, berechnen (*spread formula*):

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT}/\text{IC} - \text{WACC}) \times \text{IC} \Leftrightarrow \text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \times \text{IC}$$

Das zentrale konzeptionelle Merkmal des EVA-Konzepts besteht darin, dass die IFRS-Datenbasis durch Anpassungen (*conversions*) vom so genannten „*accounting model*“ in ein „*economic model*“ (*Stewart*, 1986, S. 24) überführt werden soll. Diese Anpassungen sollen solche Rechnungslegungsvorschriften, die einer ökonomisch ausgerichteten Erfolgsmessung widersprechen, wie beispielsweise das Aktivierungsverbot für Marketingausgaben gemäß IAS 38, für Zwecke der wertorientierten Führung korrigieren.

Gemeinhin werden nach *Hostettler* (2002, S. 97ff.) vier verschiedene Gruppen von Überleitungspositionen unterschieden, die in den zusammengehörigen Bestands- und Erfolgsgrößen in konsistenter Weise umgesetzt werden müssen:

1. *Operating conversions* umfassen zum einen die Eliminierung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen sowie von Finanzvermögen, das zu Marktpreisen bewertet ist und keine Synergien zum operativen Geschäft aufweist, sodass es keine positiven Residualgewinne erwirtschaften kann. Dazu gehören auch Renditeimmobilien bei Anwendung des *fair value model*. Zum anderen werden im Rahmen der *operating conversions* insbesondere Zins- und Beteiligungsergebnis aus dem Jahresergebnis eliminiert.

2. Innerhalb der *funding conversions* werden zum einen unverzinsliche Verbindlichkeiten eliminiert, zum anderen *off-balance-sheet*-Finanzierungen, z.B. über Leasing oder *asset backed securities*, offengelegt und als wirtschaftliches Eigentum in NOPAT bzw. gebundenem Kapital berücksichtigt.
3. Die *shareholder conversions* zielen insbesondere auf die Abgrenzung von Aufwendungen mit Investitionscharakter, wie z.B. Forschungs- oder Marketingaufwand, ab. Aber auch Verzerrungen durch erfolgsneutrale Vermögensbewertungen werden innerhalb der *shareholder conversions* korrigiert, da diese Verletzung des Kongruenzprinzips aus Sicht der Eigenkapitalgeber eine zu hohe (erfolgsneutrale Wertsteigerung) bzw. zu niedrige (erfolgsneutrale Wertminderung) Kapitalkostenbelastung innerhalb des EVA impliziert (vgl. *Weißberger*, 2005, S. 202f.).
4. *Tax conversions* transformieren schließlich den im IFRS-Abschluss ausgewiesenen Steuer- aufwand in eine Steuerbelastung unter Berücksichtigung sämtlicher Anpassungen, d.h. insbesondere unter der Fiktion einer vollständigen Eigenkapitalfinanzierung des Unternehmens. Der dadurch vernachlässigte Steuervorteil der Fremdfinanzierung wird über den *tax shield* innerhalb des WACC und die daraus resultierende geringere Kapitalkostenbelastung berücksichtigt.

In der Praxis sind zwei Vorgehensweisen gebräuchlich:

- Wird konzeptionell auf die tatsächlichen Steuerzahlungen der Betrachtungsperiode abgestellt, so kann es im *economic model* keine Steuerlatenzen geben. In diesem Fall wird zur Ermittlung des NOPAT die Konzernsteuerquote auf das Vorsteuerergebnis unter Berücksichtigung der übrigen Anpassungen angewendet. Bilanziell ausgewiesene Steuerlatenzen gelten ebenfalls als nicht entstanden, sodass das Vermögen zur Ermittlung des investierten Vermögens um aktive latente Steuern in der Eröffnungsbilanz gekürzt wird. Während sich dies günstig auf die EVA-Ermittlung auswirkt, dürfen andererseits passive latente Steuern nicht als Abzugskapital interpretiert werden, sondern stellen für Zwecke der Kennzahlenbildung ein Eigenkapitaläquivalent dar.
- Sollen dagegen erwartete Steuervor- oder -nachteile aus den Anpassungen im Sinne von temporären Differenzen berücksichtigt werden, wird die Steuerbelastung im IFRS-Abschluss für Zwecke der Ermittlung des NOPAT durch die Bildung von latenten Steuern auf alle vorgenommenen Anpassungen korrigiert. Aktive latente Steuern in der IFRS-Bilanz sind demnach im IC enthalten, passive latente Steuern dürfen jedoch als unverzinsliches Abzugskapital berücksichtigt werden.

Da sich die erste der beiden Methoden als einfacher erweist, hat sich diese in der Praxis weitgehend durchgesetzt. Insbesondere bei hohen passiven und gleichzeitig niedrigen aktiven Steuerabgrenzungsposten in der IFRS-Eröffnungsbilanz wirkt sich jedoch die zweite Methode günstiger auf die Höhe der Kapitalkosten und damit auch des EVA aus.

Abbildung 1 fasst die Herleitung von Überschuss- (NOPAT) und Vermögensgröße (IC) für die Ermittlung des EVA aus dem IFRS-Abschluss heraus zusammen. Bezüglich der *tax conversions* wird dabei auf die erste der beiden genannten Möglichkeiten, d.h. die Nichtberücksichtigung von Steuerlatenzen, abgestellt.

Jahresergebnis lt. IFRS-GuV			Vermögen lt. IFRS-Eröffnungsbilanz	
+/-	Unregelmäßige Aufwendungen/Erträge gem. IAS 1.97	Operating Conversions	-	Zur Veräußerung stehende Vermögenswerte bzw. aufgebene Geschäftsbereiche gem. IFRS 5
+/-	Verlust/Gewinn aus zur Veräußerung stehendem Vermögen bzw. aufgegebenen Geschäftsbereichen gem. IFRS 5		-	Nicht betriebsnotwendige Beteiligungen
+/-	Zinsaufwendungen/-erträge		-	Zum fair value erfolgswirksam bewertete Finanzinstrumente
+/-	Aufwendungen/Erträge aus nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen		-	Sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen, z.B. Renditeimmobilien gem. IAS 40
+/-	Aufwand/Ertrag aus zum fair value erfolgswirksam bewerteten Finanzinstrumenten			
+	Zinsaufwand in der Zuführung zu den Pensionsrückstellungen bzw. zu anderen abgezinnten Rückstellungen			
+	Abschreibungen der Periode auf nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte			
=	Ergebnis nach Operating Conversions		=	Vermögen nach Operating Conversions
+	Miet- und Leasingaufwendungen aus verdeckten Finanzierungen	Funding Conversions	+	Buchwert von verdeckt finanzierten Miet-/Leasingobjekten unter Berücksichtigung kumulierter Abschreibungen aus Funding Conversions früherer Perioden
+	Abschreibungen der Periode auf verdeckt finanzierte Miet-/Leasingobjekte		-	Unverzinsliche Schulden (z.B. aus Lieferungen und Leistungen, Anzahlungen, kurzfristige Rückstellungen)
=	Ergebnis nach Funding Conversions		=	Vermögen nach Funding Conversions
+	Aufwendungen der Periode mit Investitionscharakter (z.B. Marketing-, Forschungsaufwand)	Shareholder Conversions	+	Aktivierung von Aufwendungen früherer Perioden mit Investitionscharakter (z.B. Marketing-, Forschungsaufwand) unter Berücksichtigung kumulierter Abschreibungen
-	Abschreibungen der Periode auf in Vorperioden im Rahmen der Shareholder Conversions aktivierte Aufwendungen mit Investitionscharakter		+/-	Nicht erfolgswirksam, sondern im Other Comprehensive Income verrechnete Wertänderungen von Vermögen (z.B. Fehlerkorrekturen gem. IAS 8, revaluation gem. IAS 16/38 oder Währungsumrechnungsdifferenzen gem. IAS 21)
=	Ergebnis nach Shareholder Conversions		=	Ergebnis nach Shareholder Conversions
-/+	Eliminierung der Bildung aktiver bzw. passiver latenter Steuern der Periode	Tax Conversions	-	Aktive latente Steuern
-/+	Steueraufwand bzw. Steuerertrag aus den bisher vorgenommenen conversions			
=	NOPAT (net operating profit after taxes)		=	IC (invested capital)

Abb. 1: IFRS-basierte Herleitung von Überschuss-(NOPAT) und Vermögensgröße (IC) zur Ermittlung des EVA (Quelle: Weißenberger, 2009, Rz. 75).

Die Umsetzung der verschiedenen Anpassungsvorschläge wird in der Unternehmenspraxis sehr viel einfacher gehandhabt, als in der Literatur vorgeschlagen, da die Transformation der Finanzberichterstattung in eine wertorientierte Kennzahl umso aufwändiger und externen Investoren schwieriger kommunizierbar ist, je stärker das *economic model* vom *accounting model* abweicht. Während bezüglich der Empfehlungen des Beratungshauses *Stern/Stewart* die Zahl von 164 Anpassungsvorschlägen kolportiert wird (vgl. *Schneider*, 2001, S. 2509), zeigt die Studie von *Weaver* (2001, S. 58), dass US-amerikanische EVA-Anwender bei einer Spannweite von zwischen 7 und 34 Anpassungen durchschnittlich nur 19 Anpassungen vornehmen. Vergleichbare Ergebnisse finden sich auch bei *Ballwieser/Wesner/KPMG* (2003, S. 19) bezüglich der DAX 100-Unternehmen.

3.2 Cashflow-basierte Messung des Residualgewinns als Alternative? Die Kennzahl CVA

Ein Kernkritikpunkt am EVA-Konzept ist der so genannte Buchwerteffekt. Allein durch die Abschreibung des Buchwerts des Betriebsvermögens sinkt im Zeitablauf nämlich die Kapitalkostenbelastung, was sich positiv auf die Ermittlung des EVAs auswirkt. Zwar werden niedrige bzw. möglicherweise sogar negative EVAs in frühen Phasen eines Investitionsprojekts in der Gesamtbetrachtung aller diskontierten Residualgewinne aus einem Projekt durch spätere positive Residualgewinne kompensiert. Gleichsam wird jedoch die periodenbezogene Aussagekraft des EVAs durch den Buchwerteffekt geschmälert. Dies ist insbesondere in solchen Industrien

bedeutsam, deren Investitionsvolumen stark schwankt, so z.B. in der Luftverkehrsindustrie (vgl. hierzu auch *Beißel/Steinke*, 2004, S. 119) oder im Anlagenbau. Zudem streben Unternehmen in der Praxis teilweise auch an, interne Finanzkennzahlen u.a. aus Objektivierungsgründen cash-flow-basiert zu ermitteln.

Alternativ zum EVA wird für Zwecke der wertorientierten Residualgewinnermittlung deshalb der Cash Value Added (CVA) vorgeschlagen (vgl. *Stelter*, 1999; *Crasselt/Schremper*, 2001). Er wird – wiederum nach dem Brutto-Prinzip – ermittelt, indem der Brutto-Cashflow (BCF) abzüglich so genannter ökonomischer Abschreibungen (ökABB) um Kapitalkosten auf die Brutto-Investitionsbasis (BIB) gemindert wird. Letztere wird dabei aus den – ggf. inflationierten – ursprünglichen Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten des Betriebsvermögens hergeleitet. Als Kapitalkostensatz wird dabei wiederum der gewichtete Gesamtkapitalkostensatz (WACC) verwendet.

$$\text{CVA} = \text{BCF} - \text{ökABB} - \text{WACC} \times \text{BIB}$$

Beim Brutto-Cashflow handelt es sich um den Zahlungsmittelrückfluss des in die Brutto-Investitionsbasis investierten Kapitals, der als operativer Cashflow der laufenden Geschäftstätigkeit vor Zinsen ermittelt wird. Er steht allerdings nicht vollständig für Zahlungen an Eigen- und Fremdkapitalgeber zur Verfügung, sondern es müssen noch ökonomische Abschreibungen abgezogen werden, um zukünftig erforderliche Ersatzbeschaffungen der Brutto-Investitionsbasis zu finanzieren. Brutto-Cashflow und ökonomische Abschreibungen bilden gemeinsam die Hürde, an der eine Wertschaffung zu messen ist.

Im Unterschied zu traditionellen buchhalterischen Abschreibungen drücken die ökonomischen Abschreibungen keine Approximation des realwirtschaftlichen Werteverzehrs eines Potenzialfaktors aus, sondern sind vielmehr als ‚Anspar‘-Abschreibung zum Zweck der Substanzerhaltung zu verstehen. Sie werden finanzmathematisch mithilfe des Rückwärtsverteilungsfaktors aus der BIB, der durchschnittlichen Nutzungsdauer der darin enthaltenen Vermögenswerte (T) und dem Kapitalkostensatz (WACC) berechnet, d.h.

$$\text{ökABB} = \text{BIB} \times \text{WACC} / ((1 + \text{WACC})^T - 1)$$

Die prozentuale Relation des um die ökonomischen Abschreibungen reduzierten Brutto-Cashflow und der Brutto-Investitionsbasis wird auch als Cashflow Return on Investment (CFROI) bezeichnet (vgl. *Hachmeister*, 1997, S. 556ff.).

Konzeptionell basiert der CVA auf dem investitionstheoretischen Konzept der ‚ewigen Rente‘, das hier folgende Fiktion beinhaltet: Die Kapitalgeber stellen zu Periodenbeginn Kapital zur Finanzierung der Brutto-Investitionsbasis bereit; aus diesem Grund ist das Vermögen zu – ggf. inflationierten – Anschaffungs- und Herstellungskosten zu bewerten. Diese Realinvestition generiert weiterhin annahmegemäß eine dauerhaft konstante Zahlung, die über den Brutto-Cashflow der Betrachtungsperiode approximiert wird. Da aber die Brutto-Investitionsbasis zumindest teilweise abgenutzt wird, muss ein Teil dieses Brutto-Cashflow angespart werden, damit nach Ablauf der Nutzungsdauer hinreichend Kapital zur Reinvestition der Brutto-Investitionsbasis bereitsteht. Obwohl dieses Konzept inhaltlich mehrperiodisch ausgelegt ist, ist der CVA immer noch als einperiodige Steuerungskennzahl zu verstehen, da lediglich Informationen der laufenden Betrachtungsperiode berücksichtigt werden.

Wie sich einfach zeigen lässt, ist der CVA analog zum EVA barwertkompatibel, da der faktische Vorteil der im Vergleich zu buchhalterischen Abschreibungen niedrigeren ökonomischen

Abschreibungen durch den Nachteil der höheren Kapitalkosten, die sich aufgrund des fehlenden Buchwerteffekts im Zeitablauf nicht reduzieren, gerade ausgeglichen wird (vgl. *Pellens/Crasselt/Schremper*, 2000, S. 207). Damit dürfen die Kapitalkosten aber konzeptionell nicht vollständig als Opportunitätskosten der Kapitalgeber verstanden werden, da sie auch einen Teil des Reinvestitions- bzw. Rückzahlungsbetrags enthalten, der durch die ökonomischen Abschreibungen ja nur teilweise angespart wird.

Zudem ergibt sich bei der periodenbezogenen Beurteilung des CVA eine zum Buchwerteffekt gerade umgekehrte Problematik, die hier als Kapitalkosteneffekt bezeichnet wird: Der Vorteil aus den niedrigeren ökonomischen Abschreibungen ist entweder konstant (im Vergleich zu linearen buchhalterischen Abschreibungen) oder abnehmend (im Vergleich zu geometrisch-degressiven Abschreibungen). Der Nachteil aus den höheren Kapitalkosten nimmt dagegen im Zeitablauf zu. Insgesamt werden deshalb in frühen Perioden tendenziell höhere, in späteren Perioden dagegen im Vergleich zum EVA niedrigere CVA-Werte ausgewiesen.

Für die Herleitung des CVA aus dem IFRS-Abschluss können vergleichbare Anpassungen wie im EVA-Konzept vorgenommen werden. Damit ergibt sich die in Abbildung 2 dargestellte Ermittlungslogik.

Jahresergebnis lt. IFRS-GuV		Vermögen lt. IFRS-Eröffnungsbilanz	
+/-	Unregelmäßige Aufwendungen/Erträge gem. IAS 1.97	-	Zur Veräußerung stehende Vermögenswerte bzw. aufgebene Geschäftsbereiche gem. IFRS 5
+/-	Verluste/Gewinn aus zur Veräußerung stehendem Vermögen bzw. aufgegebenen Geschäftsbereichen gem. IFRS 5	-	Nicht betriebsnotwendige Beteiligungen
+/-	Zinsaufwendungen/-erträge	-	Zum <i>fair value</i> erfolgswirksam bewertete Finanzinstrumente
+/-	Aufwendungen/Erträge aus nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen	-	Sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen, z.B. Renditeimmobilien gem. IAS 40
+/-	Aufwand/Ertrag aus zum <i>fair value</i> erfolgswirksam bewerteten Finanzinstrumenten	-	Unverzinsliche Schulden (z.B. aus Lieferungen und Leistungen, Anzahlungen, kurzfristige Rückstellungen)
+	Zinsaufwand in der Zuführung zu den Pensionsrückstellungen bzw. zu anderen abgezinsten Rückstellungen		
+	Abschreibungen der Periode auf nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte		
+/	Ertragsteueraufwendungen/-erträge lt. GuV		
=	Bereinigtes operatives Ergebnis vor Ertragsteuern und Zinsen	=	Operatives Netto-Vermögen zu Buchwerten
+	Abschreibungen	+	Kumulierte Abschreibungen vergangener Perioden auf das betriebsnotwendige Vermögen
+/-	Zuführung zu /Auflösung von Rückstellungen (ohne Zinsanteile bei abgezinsten Rückstellungen)	+	Inflationsanpassung, sofern erforderlich
+	Miet-/Leasingaufwand bei verdeckter Finanzierung	+	Anschaffungskosten von Miet-/Leasingobjekten bei verdeckter Finanzierung (ggf. inflationiert)
+	Aufwendungen der Periode mit Investitionscharakter (z.B. Marketing-, Forschungsaufwand)	+	Aktivierete Aufwendungen vergangener Perioden mit Investitionscharakter (ggf. inflationiert)
-	Ertragsteuerzahlungen auf das bereinigte operative Ergebnis vor Ertragsteuern und Zinsen		Aktive latente Steuern
=	BCF (Brutto-Cashflow)	=	BIB (Brutto-Investitionsbasis)

Abb. 2: IFRS-basierte Herleitung von Brutto-Cashflow und Brutto-Investitionsbasis zur Ermittlung des CVA (Quelle: *Weißberger*, 2009, Rz. 80).

Dabei sind allerdings folgende Besonderheiten zu beachten:

1. Bei der indirekten Herleitung des Brutto-Cashflows aus dem Jahresergebnis sind auch nicht zahlungswirksame Zinsanteile in den Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen oder anderen abgezinsten Rückstellungen zu berücksichtigen, da aufgrund der Perspektive des CVA als Übergewinngröße die gesamte Kapitalkostenbelastung über WACC und Brutto-Investitionsbasis abgebildet werden soll. Wird ausnahmsweise auf die Eliminierung nicht zahlungswirksamer Zinsanteile im Brutto-Cashflow verzichtet, so müssen die entsprechenden Rückstellungen als Abzugskapital von der Brutto-Investitionsbasis abgezogen werden.

2. Die Inflationierung der Brutto-Investitionsbasis ist praktisch nur bei Vermögenswerten erforderlich, bei denen die aktuellen Anschaffungs- und Herstellungskosten deutlich unter dem ursprünglichen Preisniveau liegen. Bei niedrigen Inflationsraten und geringem Anlagenabnutzungsgrad kann darauf verzichtet werden. Hilfestellung für eine Inflationierung können im Einzelfall in der Anlagenbuchhaltung vorgehaltene kalkulatorische Wiederbeschaffungskosten sein.
3. Als zahlungsstromorientiertes Konzept stellt der CVA lediglich auf die relevanten Ertragssteuerzahlungen der Periode ab. Dementsprechend werden aktive Steuerabgrenzungsposten in der Brutto-Investitionsbasis nicht berücksichtigt, passive Steuerabgrenzungsposten aber auch nicht als Abzugskapital angesetzt. Die Steuerbelastung im Brutto-Cashflow wird unter Anwendung der durchschnittlichen Steuerquote des Unternehmens auf das bereinigte operative Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern ermittelt (vgl. *Weißberger/Blome*, 2005, S. 11ff.).

3.3 Bildung finanzieller Zielvorgaben im Residualgewinn-Konzept

Mit der Bildung finanzieller Zielvorgaben mittels Residualgewinnen im Kontext einer wertorientierten Führung soll sichergestellt werden, dass ein Manager, in dessen Leitungskompetenz die Identifikation und Umsetzung von Investitionsprojekten fällt, eigenständig und ohne direkte Weisung einer übergeordneten Instanz das kapitalwertmaximale Investitionsprogramm umsetzt. Dies betrifft sowohl das Verhältnis von Eigenkapitalgebern vs. Top-Management als auch das von Top-Management und dezentralen Entscheidungsträgern, z.B. Leiter von Geschäftsbereichen oder anderer Investment-Center.

Damit sich Residualgewinne zur Bildung finanzieller Zielvorgaben eignen, müssen sie das Kriterium der Zielkongruenz erfüllen. Dies bedeutet, dass ein Projekt, das zu einem absoluten bzw. relativen Vorteil für die Instanz führt (ausgedrückt als Netto-Kapitalwert), auch aus Sicht des Managers vorteilhaft sein muss. Das Merkmal der Zielkongruenz ist schwächer als die vielfach im Kontext von Steuerungsproblemen geforderte Anreizkompatibilität, da es hierbei nicht um zusätzliche Faktoren, wie z.B. die Berücksichtigung von Arbeitsleid o.Ä. aus der Umsetzung von Projekten geht (vgl. *Weißberger*, 2003, S. 59ff.).

Grundsätzlich erfordert die Bedingung der Zielkongruenz zunächst die Barwertkompatibilität der verwendeten Zielvorgaben. Dies ist für die beiden oben dargestellten Residualgewinnkonzepte des EVA bzw. CVA grundsätzlich erfüllt; im letzteren Fall allerdings nur, wenn im Zeitablauf auf die vorgeschlagene Inflationierung von Teilen oder gar der gesamten Bruttoinvestitionsbasis verzichtet wird. Sind nämlich die Inflationserwartungen bereits in Zinssatz und Cashflow-Prognosen erhalten, entspricht der Barwert der CVA aufgrund der nach der Inflationsanpassung höheren Kapitalkosten nicht mehr dem Gegenwartswert des Projekts. Die folgenden Darstellungen orientieren sich schwerpunktmäßig am Konzept des EVA, lassen sich aber analog auch auf einen barwertkompatiblen CVA übertragen.

Im einfachsten Fall wird für die Formulierung von Zielvorgaben unterstellt, dass Manager und übergeordnete Instanz einen identischen Zeithorizont zur Berücksichtigung von Cashflows besitzen sowie künftige Cashflows mit einem identischen Zinssatz diskontieren, d.h. unter Berücksichtigung gleicher Zeit- und Risikopräferenzen bewerten. Weiterhin wird angenommen, dass unbegrenzte Finanzmittel zur Verfügung stehen, sodass jedes Investitionsprojekt mit einem

positiven Netto-Kapitalwert auch realisiert werden kann. In diesem Fall stellt ein barwertkompatibler Residualgewinn bei linearem und konstanten Prämiensatz sicher, dass der Manager einen positiven Netto-Kapitalwert seiner durch ein Projekt induzierten Prämienzahlungen nur dann realisiert, wenn auch das Projekt selbst einen positiven Netto-Kapitalwert besitzt. Ein solches Szenario wird auch als schwache Zielkongruenz bezeichnet (vgl. *Ewert*, 2006, S. 202ff.). Für die Formulierung von Zielvorgaben bedeutet dies, dass für jede Periode ein Soll-EVA von null vorgegeben wird. Abweichungen nach oben werden belohnt, Abweichungen nach unten mit entsprechend gleichem Prämiensatz bestraft.

In der Praxis treffen eine Vielzahl der geschilderten Ausgangsbedingungen nicht ohne weiteres zu. Dies soll im Folgenden an einigen ausgewählten Szenarien diskutiert werden. So ist z.B. möglicherweise starke Zielkongruenz erforderlich, weil der Manager einen kürzeren Zeithorizont besitzt und deshalb Residualgewinne in späten Projektphasen bzw. die damit verbundenen Prämienzahlungen nicht in seinem Kalkül berücksichtigt. Dies wird auch als „Problem des ungeduldigen Managers“ (*Pfaff/Kunz/Pfeiffer*, 2000, S. 562) bezeichnet und kann sowohl zur Ablehnung von Projekten mit positivem Netto-Kapitalwert (Unterinvestition) als auch zur Durchführung von Projekten mit negativem Netto-Kapitalwert (Überinvestition) führen, wenn der vom Manager berücksichtigte Ausschnitt des Cashflow-Profiles einen entsprechenden negativen bzw. positiven Gegenwartswert besitzt. Bei Anwendung des CVA-Konzepts wird das Problem der Unterinvestition zwar tendenziell vermieden, durch den „Kapitalkosteneffekt“ (vgl. Abschnitt 3.2) wird allerdings das Überinvestitionsrisiko noch verstärkt.

Auch im Kontext des EVA lässt sich Unterinvestition teilweise vermeiden, wenn die Entlohnung auf die Veränderung des Residualgewinns zweier Perioden abgestellt wird, z.B. über die Kennzahl Delta-EVA. Damit können negative Prämien in frühen Projektphasen vermieden werden, da Residualgewinne von Projekten mit positivem Netto-Kapitalwert in vielen Fällen eine im Zeitablauf steigende Tendenz aufweisen. Zudem ist der Gegenwartswert der diskontierten Residualgewinnveränderungen strikt proportional zum Gegenwartswert der diskontierten Residualgewinne selbst (vgl. *Baldenius/Fuhrmann/Reichelstein*, 1999, S. 56f.). Allerdings weisen auch Projekte mit negativem Netto-Kapitalwert aufgrund des Buchwerteffekts steigende Delta-EVAs auf, so dass sich das Überinvestitionsproblem verstärkt.

Eine vollständige Lösung des angesprochenen Zeitpräferenzproblems ergibt sich erst dann, wenn die Residualgewinne eines Investitionsprojekts über spezifische Abschreibungsverfahren, d.h. konkret das von *Rogerson* (1997) entwickelte relative Beitragsverfahren, ermittelt werden. Dieses periodisiert Abschreibungen und Kapitalkosten dergestalt um, dass bei Projekten mit positivem (nichtpositivem) Netto-Kapitalwert in jeder Periode auch ein positiver (nichtpositiver) Residualgewinn ausgewiesen wird. *Reichelstein* (1997, S. 168f.) zeigt, dass dies im Falle sich überlappender Projekte in Verbindung mit linearen Prämien die einzige Möglichkeit darstellt, Zielkongruenz herzustellen. In der Praxis scheitern solche Verfahren jedoch an ihrer Komplexität sowie an den vergleichsweise hohen Anforderungen an den ex ante-Informationsstand der übergeordneten Instanz zur zielkongruenten Berechnung der erforderlichen Abschreibungsbeträge.

Eine andere Problemstellung sind Verbundeffekte zwischen einzelnen Investment-Centern. Sie treten bereits dann auf, wenn Synergiepotenziale bestehen, z.B. bei vertikaler Integration oder aber bei der Bedienung eines Marktes durch mehrere Geschäftseinheiten mit komplementären Leistungen (z.B. Produkt- und Serviceleistungen). Hebt ein Investment-Center diese Synergiepotenziale durch eine spezifische Investition, fließen die damit verbundenen zusätzlichen Resi-

dualgewinne in aller Regel auch anderen Investment-Centern zu. Diese ‚Sozialisierung‘ der Erfolge mindert jedoch den Anreiz für die Investition in Synergien (vgl. grundlegend *Hart*, 1995, S. 41). Eine Lösung besteht darin, die Synergieerfolge z.B. über Verrechnungspreise vollständig der investierenden Einheit zufließen zu lassen. Dies setzt allerdings sowohl die Messbarkeit der Synergieeffekte als auch die zentrale Lösung dieses Koordinationsproblems voraus, was letztlich der Idee einer Dezentralisierung von Entscheidungskompetenzen widerspricht.

Andere Verbundeffekte entstehen, wenn Finanzmittel nicht in unbegrenzter Höhe verfügbar, sondern beschränkt sind (sog. Ressourcen-Verbund). In diesem Fall versagen individuelle Vorgaben, da nicht mehr jedes Projekt mit positivem Netto-Kapitalwert realisiert werden kann. An ihre Stelle treten beispielsweise Vorgaben, die nicht nur den eigenen Residualgewinn betreffen, sondern auch die Residualgewinne anderer Bereiche. Das damit verbundene Gewinnbeteiligungssystem kann z.B. ein *Groves*-Schema darstellen (vgl. hierzu ausführlich *Ewert/Wagenhofer*, 2008, S. 486ff.). In jedem Fall resultiert aber eine Zielvorgabe mit einem positiven Soll-Residualgewinn, sofern der Kapitalkostensatz in Höhe des WACC angesetzt wird, bzw. eine Zielvorgabe mit einem Soll-Residualgewinn von null, wenn der Kapitalkostensatz den Grenzerfolg des optimalen Investitionsprogramms repräsentiert.

Eine andere Einschränkung der o.a. Überlegungen ist das Vorhandensein von Ressourcen-Präferenzen, d.h. der Manager zieht zusätzlichen Nutzen wie z.B. Ansehen, Karrieremöglichkeiten o.ä. aus der Umsetzung von Investitionsprojekten. In diesem Fall greift selbst bei Gültigkeit aller anderen Annahmen aus dem Ausgangsmodell der schwachen Zielkongruenz eine residualgewinnbasierte Zielvorgabe nicht mehr, weil ein negativer Prämienbarwert durch den Nutzen aus der Verfügungsmacht über zusätzliche Ressourcen kompensiert werden kann. In diesem Fall muss, z.B. über eine Anhebung des Kapitalkostensatzes, praktisch eine Verschärfung der Residualgewinnvorgabe erfolgen, um den Nutzenzuwachs des Managers aus den bestehenden Ressourcenpräferenzen wieder abzuschmelzen (vgl. hierzu umfassend das Modell von *Ewert*, 1992).

Kritisch zu hinterfragen sind auch andere Parameter der Modellierung, so z.B. die Vernachlässigung von Arbeitsleid des Managers aus der Umsetzung von Investitionsprojekten – dies wird in der Literatur aufgrund der Fokussierung auf Zielkongruenz statt Anreizkompatibilität vielfach ignoriert – sowie die Möglichkeit eines durchgängigen linearen Prämienatzes. Dieser impliziert, dass im Falle hoher negativer Residualgewinne beispielsweise auch hohe Strafzahlungen des Managers (negative Prämie) angesetzt werden müssen. Dies kann teilweise durch Bonusbanksysteme aufgefangen werden, in denen positive und negative Prämienzahlungen im Zeitablauf miteinander verrechnet werden. Weiterhin arbeiten viele Unternehmen aus Motivationsgründen mit variablen, z.B. intervallweise steigenden Prämienatzes mit oberer und/oder unterer Beschränkung; allerdings kann auch dies die Zielkongruenz der Residualgewinnvorgaben ungünstig beeinflussen.

Abschließend sei auf zwei in der Praxis durchaus gebräuchliche, aus theoretischer Sicht allerdings nicht unproblematische Verfahren zur Herleitung von Zielvorgaben mittels Residualgewinnen im Rahmen einer wertorientierten Führung verwiesen.

Zum einen wird teilweise der Kapitalkostensatz als Renditevorgabe z.B. für einen Mindest-ROCE im Gesamtunternehmen bzw. Investment-Center angesetzt (vgl. die Übersicht bei *Weißberger* 2003, S. 172, über bestehende empirische Studien). Ohne Verbindung mit der Vorgabe eines absoluten Residualgewinns führt dies zum Problem der Unterinvestition: Der Mana-

ger hat nun nur noch einen Vorteil davon, das Projekt mit dem höchsten ROCE umzusetzen. Alle weiteren Projekte mit einem niedrigeren ROCE mindern die Ist-Rendite und damit die Prämienzahlung, selbst wenn diese Projekte per se einen positiven Netto-Kapitalwert besitzen und damit aus Sicht einer übergeordneten Instanz umgesetzt werden sollten.

Ebenso kritisch ist der Versuch zu würdigen, aus dem beobachteten MVA eines börsennotierten Unternehmens retrograd die erwarteten Residualgewinne künftiger Perioden („Future Growth Value“, vgl. *Nenning/Kuiper*, 2006, S. 4f.) in Form von Zielvorgaben herzuleiten. Im einfachsten Fall unterstellter konstanter künftiger Residualgewinne entspricht der marktbasierend hergeleitete Soll-Residualgewinn der Verzinsung des MVA zum Kapitalkostensatz WACC, denn nach der investitionstheoretischen Formel der nachschüssigen ‚ewigen Rente‘ gilt:

$$MVA = EVA^{\text{Soll}} / WACC$$

Auf den ersten Blick erscheint die augenscheinlich ambitionierte Zielvorgabe unter Berücksichtigung der Erwartungen gut informierter Kapitalmarktteilnehmer zwar sinnvoll, sie kann aber mehrere dysfunktionale Verhaltenseffekte bei den betroffenen Managern induzieren (vgl. *Dobbs/Koller*, 1998, S. 17ff.).

Dies ist bereits dann der Fall, wenn der MVA überhöht ist, weil er auf überschießenden Kapitalmarkterwartungen beruht. In diesem Fall wird die Zielvorgabe zu hoch gesetzt werden, was nicht nur zu Demotivation führt, sondern möglicherweise auch zu Datenmanipulationen und Sachverhaltsgestaltung, um die als ‚unfair‘ empfundenen Ziele auf diesem Wege zu realisieren. Im Fall einer Baisse, wie z.B. nach der in 2008 aufgetretenen Finanzmarktkrise, sind korrespondierend die Zielvorgaben deutlich zu niedrig. Ohnehin lässt sich der MVA kaum objektiviert ermitteln, da aufgrund der täglichen Kursschwankungen eine Vielzahl von Stellhebeln z.B. bei der genauen Ermittlung des Durchschnitts bestehen.

Ein weiteres Problem wird durch die formale Verbindung zum Refined Economic Value Added-Konzept (REVA, vgl. *Bacidore et al.*, 1997) deutlich. Dieses entspricht formal der Vorgabe eines Residualgewinns, bei dem die Kapitalkosten auf Basis von Marktwerten statt Buchwerten des gebundenen Vermögens ermittelt werden. Die Überlegung kann folgendermaßen illustriert werden (vgl. zu den Notationen Abschnitt 3.3.1):

$$MVA = EVA^{\text{Soll}} / WACC \Leftrightarrow$$

$$WACC \times MVA = NOPAT - WACC \times IC^{\text{Buchwertbasis}} \Leftrightarrow$$

$$0 = NOPAT - WACC \times (IC + MVA) \Leftrightarrow$$

$$WACC \times MVA = NOPAT - WACC \times IC^{\text{Marktwertbasis}} \Leftrightarrow$$

$$0 = REVA^{\text{Soll}}$$

Das REVA-Konzept zeichnet sich im Gegensatz zum EVA-Konzept nicht durch Barwertkompatibilität aus, da der NOPAT nicht sämtliche Wertänderungen im Gesamtvermögen zu Marktwerten erfasst, sondern lediglich Veränderungen der Buchwerte (vgl. auch *Ewert/Wagenhofer*, 2000, S. 18). Reichen die Überschüsse eines Projekts zwar aus, um die Kapitalkosten auf Buchwertbasis zu decken (dies führt zu einem positiven Netto-Kapitalwert und damit zu einer unbedingten Vorziehenswürdigkeit des Projekts zumindest bei unbegrenzten Finanzmitteln), nicht aber auf Marktwertbasis, dann wird dieses Projekt nicht umgesetzt (vgl. hierzu das Rechenbeispiel bei *Weißberger*, 2005, S. 203). Das REVA-Konzept – und damit auch die Herleitung von Soll-Residualgewinnen aus dem MVA – enthält damit sogar den Anreiz, z.B. durch

die Implementierung von Projekten mit negativem Netto-Kapitalwert, den MVA und damit die EVA- bzw. REVA-Vorgaben künftiger Perioden zu reduzieren. Um das Problem der „*expectation treadmill*“ (Dobbs/Koller, 1998, 17) (in der *agency*-Literatur werden die damit verbundenen Steuerungsprobleme auch als *ratchet*- oder Sperrklinken-Phänomen bezeichnet) zu mildern, schlagen Dobbs/Koller eine Reduktion (Erhöhung) der Vorgaben bei hohem (niedrigen) Total Shareholder Return vor.

4 Ergänzende Restriktionen für den Einsatz residualgewinnbasierter Zielvorgaben

In Abschnitt 3.3 wurde argumentiert, dass absolute residualgewinnbasierte Zielvorgaben, sofern das dahinter stehende Modell Barwertkompatibilität besitzt, für Zwecke einer wertorientierten Führung grundsätzlich geeignet sind. Trotz der unterschiedlichsten Problembereiche bereits bei einer kritischen Würdigung des Modellkerns zeigen empirische Ergebnisse, dass durchaus positive Effekte einer residualgewinnbasierten wertorientierten Führung zu verzeichnen sind (z.B. Wallace, 1998; Mohnen, 2008).

Allerdings stellen Zielvorgaben nur einen Teilaspekt der Führung dar. In diesem Abschnitt soll das Konzept residualgewinnbasierter Zielvorgaben über die engen, im wesentlich finanz- bzw. investitionstheoretisch formal fundierten Überlegungen hinaus hinterfragt werden.

So ist beispielsweise die Formulierung von Zielvorgaben nur ein Element des Controllingsystems, das mit weiteren Komponenten für eine wertorientierte Führung ergänzt werden muss (vgl. hierzu ausführlich den Sammelband von Weber *et al.*, 2004). Orientiert man sich an der Struktur des ‚House of Controlling‘ (vgl. IGC/Weißberger, 2006, S. 21), dann sind wertorientierte Anpassungsmaßnahmen auch bezüglich der Bereitstellung wertorientierter Berichtssysteme, der Optimierung der Incentivierung im Rahmen der Performance-Messung sowie der Schaffung entsprechender organisatorischer bzw. IT-technischer Strukturen im Controllerebereich vorzunehmen. Werden diese Aspekte vernachlässigt, tragen wertorientierte Zielvorgaben nicht zur gewünschten Umsetzung einer Wertsteigerung bei.

In einer hierarchischen Perspektive ist zudem zu berücksichtigen, dass die Impulse wertorientierter Zielvorgaben auch auf den operativen Hierarchieebenen unterhalb der Investment-Center-Ebene umgesetzt werden. Dies kann formal beispielsweise über Kennzahlensysteme wie z.B. Werttreiberbäume geschehen, die mindestens einen sachlogischen Zusammenhang zwischen den finanziellen Zielvorgaben und den auf der operativen Ebene eingesetzten finanziellen oder nichtfinanziellen Kennzahlen herstellen.

Finanzkennzahlen, die sich auf das Ergebnis von Managementaktivitäten beziehen, müssen in aller Regel durch nichtfinanzielle Kennzahlen ergänzt werden, die z.B. im Rahmen einer Balanced Scorecard solche Einflussgrößen auf den Unternehmenserfolg abbilden, die sich in der Datenbasis der Rechnungslegung nicht wiederfinden. Dies sind beispielsweise immaterielle Faktoren wie der Aufbau von technologischem, Prozess-, Produkt- oder Markt-Know-how, die Stärkung der Marktposition durch Verbesserung der Kundenbindung oder die Schaffung von Synergien. Daneben werden in der internationalen Management-Control-Literatur neben ergebnisbezogenen Kennzahlen („*result controls*“) auch „*action controls*“ bzw. „*personnel and cultural controls*“ (vgl. Merchant/Van der Stede, 2007, S. 76) gefordert, d.h. Controllingaktivitäten, die

sich unmittelbar auf die Überprüfung der Managementaktivitäten selbst, z.B. durch die inhaltliche Überprüfung von Investitionsprogrammen, sowie auf die Optimierung von Personalauswahl und -einsatz sowie die Unternehmenskultur beziehen. Sie stehen nicht im Kern des Verständnisses von Controllerarbeit in deutschen Unternehmen, stellen aber wichtige flankierende Maßnahmen für eine effektive wertorientierte Führung dar.

Ein dritter Aspekt betrifft die Frage der Bedeutung anderer Stakeholder neben den (Eigen-)Kapitalgebern (vgl. hierzu auch die Kapitel 4 sowie 18 und 19 dieses Sammelbands). Die Bedeutung der wertorientierten Führung in der aktuellen Diskussion wird insbesondere dadurch getrieben, dass moderne Kapitalmärkte nicht zuletzt auch aufgrund der vorhandenen Informationstechnologien sehr viel stärker dem Idealbild vollkommener Märkte ähneln als andere Faktormärkte, z.B. für Humanressourcen, da in Letzteren u.a. sehr viel höhere Transaktionskosten zu verzeichnen sind. Da Kapitalanleger ihre Investitionsstrategien damit leichter revidieren und unter Risiko-Rendite-Gesichtspunkten z.B. durch Diversifikation optimieren können, haben sie eine bessere Möglichkeit zur Abschöpfung von bestehenden Übergewinnen als die Teilnehmer unvollkommenerer Faktormärkte. Insoweit ist es aus Sicht der Verfasserin durchaus kritisch zu hinterfragen, ob die Interessen anderer Stakeholder, wie z.B. von Mitarbeitern, Lieferanten, Kunden, der an einer sauberen Umwelt interessierten Öffentlichkeit o.Ä., im Zuge einer auf die Shareholder ausgerichteten wertorientierten Führung hinreichend berücksichtigt werden, wie dies teilweise unterstellt wird (vgl. z.B. *Albach*, 2001, S. 645ff.). Vielmehr ist zu vermuten, dass dies nur dann der Fall ist, wenn die Austauschbeziehungen zwischen diesen Stakeholdern und dem Unternehmen auf vergleichbar vollkommenen Marktbeziehungen basieren wie die Austauschbeziehungen zwischen dem Unternehmen und den Kapitalgebern.

Ein letzter Aspekt betrifft die Frage verhaltenstheoretischer Überlegungen, die im Rahmen der wertorientierten Führung erst in jüngsten Forschungsansätzen berücksichtigt werden (vgl. z.B. *Hirsch*, 2007). So kann eine für den *homo oeconomicus* modelltheoretisch einwandfrei ausgestaltete Residualgewinnvorgabe in der Praxis an kognitiven Defiziten der entsprechenden Entscheidungsträger durchaus scheitern. Teilweise wird in diesem Zusammenhang angeführt, dass residualgewinnbasierte Zielvorgaben Manager primär dazu motivieren, wenig effektive Projekte zur Reduktion des gebundenen Vermögens anzustoßen, anstatt sich auf die Verbesserung der Überschussgröße (z.B. NOPAT) zu konzentrieren (vgl. *Gleißner*, 2005, S. 229). Vor dem Hintergrund verhaltenstheoretischer Überlegungen lässt sich möglicherweise auch begründen, warum sich das ERIC-Konzept (vgl. *Hebertinger/Schabel/Velthuis*, 2005, S. 159ff.), das für die Ermittlung von Residualgewinnen lediglich eine risikolose Verzinsung ansetzt, um die mehrfache Berücksichtigung von Risiken zu vermeiden, bisher kaum durchsetzen konnte. Neben der Komplexität dieses Ansatzes könnte dies die Befürchtung einer abschwächenden Motivationswirkung auf die Manager durch faktische Reduzierung der Vorgaben bezüglich der Mindestüberschussgröße (z.B. NOPAT) sein, die durch die Verminderung des Kapitalkostensatzes aufgrund der Elimination des Risikozuschlags entsteht (zu einer umfassenden Analyse des ERIC-Konzepts in Relation zum traditionellen EVA-Ansatz vgl. auch *Kunz/Pfeiffer/Schneider*, 2007, S. 259ff.).

5 Fazit

Der vorliegende Beitrag zeigt, dass im Rahmen einer wertorientierten Führung konzeptionell solche Zielvorgaben, die als absolute, barwertkompatible Residualgewinne formuliert sind, grundsätzlich geeignet sind, um Zielkongruenz herzustellen, d.h. um in einer idealisierten Modellwelt dezentrale Manager zur Umsetzung von Investitionsprojekten, die zu einer Steigerung des Unternehmenswerts beitragen, zu motivieren. Die Überlegungen machen aber auch deutlich, dass eine ganzheitliche wertorientierte Führung in der Unternehmenspraxis nicht in den Strukturen dieser idealisierten Modellwelt verharren darf, sondern dass die Formulierung residualgewinnbasierter Zielvorgaben nur in einer ganzheitlichen Sicht zu der gewünschten wertorientierten Ausrichtung der Unternehmensführung beiträgt.

Literatur

- Aders, Christian; Hebertinger, Martin; Schaffer, Christian; Wiedemann, Florian: Shareholder Value-Konzepte – Umsetzung bei DAX 100-Unternehmen, in: FB, 5. Jg. (2003), S. 719-725.
- Albach, Horst: Shareholder Value und Unternehmenswert, in: ZfB, 71. Jg. (2001), S. 643-674.
- Bacidore, Jeffrey M.; Bequist, John A.; Milbourn, Todd T.; Thakor, Anjan V.: The Search for the Best Financial Performance Measure, in: Financial Analysts Journal, 53. Jg. (1997), S. 13-19.
- Baetge, Jörg; Niemeyer, Kai; Kümmel, Jens: Darstellung der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren), in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne 2005, 3. Auflage, S. 265-362.
- Baldenius, Tim; Fuhrmann, Gregor; Reichelstein, Stefan: Zurück zu EVA, in: BFuP, 51. Jg. (1999), S. 48-52.
- Ballwieser, Wolfgang; Wesner, Peter; KPMG (Hrsg.): Value Based Management – Shareholder Value-Konzepte. Eine Untersuchung der DAX 100-Unternehmen, Frankfurt/Main 2003.
- Beißel, Jörg; Steinke, Karl-Heinz: Der CVA als wertorientierte Spitzenkennzahl, in: Weber, Jürgen; Bramseman, Urs; Heineke, Carsten; Hirsch, Bernhard (Hrsg.): Wertorientierte Unternehmenssteuerung, Wiesbaden 2004, S. 117-124.
- Crasselt, Nils; Pellens, Bernhard; Schremper, Ralf: Konvergenz wertorientierter Erfolgskennzahlen (Teil 2), in: wisu, 29. Jg. (2000), S. 205-208.
- Crasselt, Nils; Schremper, Ralf: Cash Flow Return on Investment und Cash Value Added, in: DBW, 61. Jg. (2001), S. 271-274.
- Dobbs, Richard; Koller, Timothy: How to work the expectations treadmill, in: Corporate Finance, 1998, December, S. 17-20.
- Ewert, Ralf: Controlling, Interessenkonflikte und asymmetrische Information, in: BFuP, 44. Jg. (1992), S. 277-303.
- Ewert, Ralf: Fair Value-Bewertung und Performancemessung, in: Börsig, Clemens; Wagenhofer, Alfred (Hrsg.): IFRS in Rechnungswesen und Controlling, Stuttgart 2006, S. 197-207.
- Ewert, Ralf; Wagenhofer, Alfred: Rechnungslegung und Kennzahlen für das wertorientierte Management, in: Wagenhofer, Alfred; Hrebicek, Gerhard (Hrsg.): Wertorientiertes Management, Stuttgart 2000, S. 4-64.
- Ewert, Ralf; Wagenhofer, Alfred: Interne Unternehmensrechnung, Berlin 2008, 7. Auflage.
- Gleißner, Werner: Kapitalkosten: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: FB, 7. Jg. (2005), S. 217-228.
- Hachmeister, Dirk: Der Cash Flow Return on Investment als Erfolgsgröße einer wertorientierten Unternehmensführung, in: zfbf, 49. Jg. (1997), S. 556-579.
- Hart, Oliver D.: Firms, Contracts, and Financial Structure, Oxford 1995.
- Haspelagh, Philippe; Noda, Tomos; Boulos, Fares: Wertmanagement – über die Zahlen hinaus, in: Harvard Business Manager, 24. Jg. (2002), Heft: Januar, S. 46-59.

- Hebertinger, Martin; Schabel, Matthias M.; Velthuis, Louis John: Risikoangepasste oder risikofreie Kapitalkosten in Wertbeitragskonzepten, in: FB, 7. Jg. (2005), S. 159-166.
- Hostettler, Stephan: Economic Value Added (EVA), Bern 2002, 5. Auflage.
- Hungenberg, Harald: Fokussierung versus Diversifizierung, in: Glaum, Martin; Hommel, Ulrich; Thomaschewski, Dieter (Hrsg.): Wachstumsstrategien internationaler Unternehmungen, Stuttgart 2002, S. 21-40.
- IGC; Weißenberger, Barbara E: Controller und IFRS, Freiburg i.Br. 2006.
- Kieser, Alfred; Walgenbach, Peter: Organisation, Stuttgart 2003, 4. Auflage.
- Kunz, Alexis H.; Pfeiffer, Thomas; Schneider, Georg: ERIC vs. EVA. Eine theoretische Analyse in der Praxis diskutierter Wertmetriken, in: DBW, 67. Jg. (2007), S. 259-277.
- Lücke, Wolfgang: Investitionsrechnung auf der Basis von Ausgaben oder Kosten?, in: zfhf - Neue Folge, 7. Jg. (1955), S. 310-324.
- Merchant, Kenneth; Van der Stede, Wim: Management Control Systems. Performance Measurement, Evaluation and Incentives, Harlow/UK 2007, 2. Auflage.
- Modigliani, Franco; Miller, Merton H.: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, in: Journal of Business, 34. Jg. (1961), S. 411-433.
- Mohnen, Alwine: Empirical Evidence on the Incentive Impact of EVA, Working Paper, Universität Köln, 2008.
- Nenning, Gerhard; Kuiper, Nils: Wie zukunftsfähig sind die Strategien deutscher Unternehmen. Stern Stewart Research / Volume 35, Veröffentlichung im Handelsblatt vom 17.10.2006.
- Pfaff, Dieter; Kunz, Alexis H.; Pfeiffer, Thomas: Wertorientierte Unternehmenssteuerung und das Problem des ungedulden Managers, in: WiSt, 29. Jg. (2000), S. 562-567.
- Preinreich, Gabriel: Annual Survey of Economic Theory: The Theory of Depreciation, in: Econometrica, 6. Jg. (1938), S. 219-231.
- Rappaport, Alfred: Selecting Strategies that Create Shareholder Value, in: hbr, 59. Jg. (1981), S. 139-149.
- Rappaport, Alfred: Creating Shareholder Value, New York 1986.
- Reichelstein, Stefan: Investment Decisions and Managerial Performance Evaluation, in: RAST, 2. Jg. (1997), S. 157-180.
- Richter, Frank; Honold, Dirk: Das Schöne, das Unattraktive und das Hässliche an EVA & Co, in: FB, 2. Jg. (2000), S. 265-274.
- Rogerson, William P.: Intertemporal Cost Allocation and Managerial Investment Incentives, in: Journal of Political Economy, 105. Jg. (1997), S. 770-796.
- Simons, Dirk; Weißenberger, Barbara E.: Die Konvergenz von externem und internem Rechnungswesen, in: BFuP, 60. Jg. (2008), S. 137-162.
- Schneider, Dieter: Oh EVA, EVA, schlimmes Weib: Zur Fragwürdigkeit einer Zielvorgabe-Kennzahl nach Steuern im Konzerncontrolling, in: DB, 54. Jg. (2001), S. 2509-2514.
- Steinle, Claus; Krummacker, Stefan; Lehmann, Gunnar: Bestimmung von Kapitalkosten in diversifizierten Unternehmungen: Verfahrensvergleiche und Anwendungsempfehlungen, in: ZfCM, 51. Jg. (2007), S. 204-218.

- Stelter, Daniel: Wertorientierte Anreizsysteme für Führungskräfte und Mitarbeiter, in: Bühler, Wolfgang; Siegert, Theo (Hrsg.): Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme, Stuttgart 1999, S. 207-242.
- Wallace, James S.: Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for?, in: Journal of Accounting and Economics, 24. Jg. (1998), S. 275-300.
- Weaver, Samuel C.: Measuring Economic Value Added: A Survey of the Practices of EVA Proponents, in: Journal of Applied Corporate Finance, 14. Jg. (2001), S. 50-60.
- Weber, Jürgen; Bramsemann, Urs; Heineke, Carsten; Hirsch, Bernhard (Hrsg.): Wertorientierte Unternehmenssteuerung, Wiesbaden 2004.
- Weber, Jürgen; Schäffer, Utz: Einführung in das Controlling, Stuttgart 2008, 12. Auflage.
- Weißberger, Barbara E.: Anreizkompatible Erfolgsrechnung im Konzern, Wiesbaden 2003.
- Weißberger, Barbara E.: Controlling unter IFRS – Möglichkeiten und Grenzen einer integrierten Unternehmensrechnung, in: Weber, Jürgen; Meyer, Matthias (Hrsg.): Internationalisierung des Controllings, Wiesbaden 2005, S. 185-212.
- Weißberger, Barbara E.: IFRS-Rechnungslegung und Controlling, in: Lüdenbach, Norbert; Hoffmann, Wolf-Dieter: Haufe IFRS-Kommentar, Freiburg i.Br. 2009, 7. Auflage, § 52.
- Weißberger, Barbara E.; Blome, Marcus: Wertorientierte Kennzahlen unter IFRS: CVA als finanzwirtschaftlich fundierte Wertsteigerungskennzahl, in: Accounting, 5. Jg. (2005), Heft 3, S. 9-13.
- Wurl, Hans-Jürgen; Mayer, Jörg H.: Ansätze zur Gestaltung effizienter Führungsinformationssysteme für die internationale Management-Holding. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Controlling, 11. Jg. (1999), S. 13-21.