

Der Heft 4 22. Juni 2007 Gleich/Klein/Zehetner Controlling- Berater

Informationen
Instrumente
Praxisberichte



Controlling aktuell

- Controlling und IFRS
- Schatten-Controlling
- ControllingWorld 2007
- Vorankündigung 7. Controlling Innovation Berlin

Prozesskostenrechnung in der Praxis

Planung und Budgetierung – wirkungsvolle
Steuerung statt aufwändiger Pflichtübung

Contract Management

Bilanz- und GuV-Kennzahlen im Zusammenspiel

Risikogerechte Beurteilung von Projekten

Controlling in einem Familienunternehmen

Mit erweiterter
CD-ROM

Bilanz- und GuV-Kennzahlen im Zusammenspiel – viele Wege führen zum Renditeziel

- Der Gewinn und dem Gewinn verwandte Größen wie EBIT oder Deckungsbeiträge sind in der Praxis im operativen Tagesgeschäft oft die Hauptkennzahlen zur Messung des Erfolgs eines Unternehmens oder einer operativen Einheit. Die Umsatzrendite spielt in diesem Zusammenhang eine entscheidende Rolle als Rentabilitätskennzahl. Basis für die Erfolgsmessung ist somit in vielen Fällen die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV).
- Aussagekräftigere Rentabilitätskennzahlen wie die Gesamtkapitalrendite (Return on Investment, RoI) oder die Eigenkapitalrendite (Return on Equity, RoE) werden gebildet, indem der Gewinn oder verwandte Größen in Relation zum eingesetzten Kapital gesetzt werden. Auf diese Weise werden GuV-Größen und Bilanzgrößen in Relation zueinander gesetzt.
- Die wertorientierte Unternehmenssteuerung ist in aller Munde – doch wie lässt sich die mit Hilfe von Discounted-Cash-Flow- (DCF-)Größen bestimmte Steigerung des Unternehmenswerts mit Rentabilitäts- und Basiskennzahlen aus GuV und Bilanz, wie RoI und RoE, in Verbindung bringen? Der Beitrag zeigt, wie sich der Brückenschlag zwischen den Konzepten im Alltag umsetzen lässt.

Inhalt	Seite
1 Einleitung	531
2 Klassische Erfolgsgrößen: Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung	531
3 Kombination von Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz zu Rentabilitätskennzahlen: Das Du-Pont-Schema	533
4 Renditetreiber	536
5 Rentabilitätskennzahlen im Kontext des Value Based Management	540
6 Zusammenfassung	547
7 Literaturhinweise	548

■ Der Autor

Dr. Matthias Schmitt ist als Finance Director Deutschland bei der Kodak GmbH für die Geschäftsbereiche Consumer Digital Imaging Group und Film Products Group zuständig. Dort ist er schwerpunktmäßig für Budgetierung und Finanzplanung sowie das monatliche Forecasting und Reporting verantwortlich. Weiterhin betreut er die Geschäftsbereiche in allen Finanz- und Controlling-Themen. Dr. Matthias Schmitt ist erreichbar unter MxSchmitt@aol.com.

1 Einleitung

Die überwältigende Mehrheit der Unternehmen strebt langfristigen und nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg an. Doch wie lässt sich Erfolg definieren und messen? Hier hat sich im unternehmerischen Alltag eine Vielzahl von betriebswirtschaftlichen Kennzahlen etabliert, mit deren Hilfe Erfolg mess- und planbar gemacht wird. Die sinnvolle Auswahl einer überschaubaren Zahl von Schlüsselkennzahlen erweist sich in diesem Zusammenhang als kritischer Erfolgsfaktor. Eine im Alltag oft beobachtete starke Fokussierung auf Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ist als unzureichend zu erachten – erst durch Einbezug von Bilanzgrößen können die aussagekräftigeren Kapitalrenditekennzahlen bestimmt werden. Das Du-Pont-Schema bietet hierfür seit vielen Jahrzehnten eine verlässliche Basis.

Immer stärker in den Blickpunkt gerät die auch als „Value Based Management“ bekannte wertorientierte Unternehmensführung. Das allgegenwärtige Ziel des Unternehmenserfolgs wird im Rahmen dieses Konzeptes als Steigerung des Unternehmenswertes definiert, zu dessen Bestimmung im Allgemeinen die Discounted-Cash-Flow-(DCF-)Methodik herangezogen wird.

Im Rahmen dieses Artikels wird das Zusammenspiel der wichtigsten Kennzahlen aus Erfolgsrechnung und Bilanz, welches im Du-Pont-Schema zusammengefasst wird, anhand eines durchgehenden Praxisbeispiels erläutert. Diese klassischen Finanzkennzahlen werden den DCF-basierten Kennzahlen der wertorientierten Unternehmensführung gegenübergestellt, um Gemeinsamkeiten und Unterschiede dieser oft als wenig kompatibel erachteten Konzepte herauszuarbeiten.

Klassische Kennzahlen aus GuV und Bilanz

Brückenschlag zum Value Based Management

2 Klassische Erfolgsgrößen: Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung

Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung bestimmen den unternehmerischen Alltag vieler Unternehmen und operativer Einheiten, da Planung und Messung des unternehmerischen Erfolgs oftmals auf dieser Ebene durchgeführt werden. Kennzahlen sind dabei zuallererst die Kernbestandteile der Erfolgsrechnung selbst: Umsatz, einzelne Kostenpositionen und Gewinn erlauben fundierte Aussagen über den Unternehmenserfolg in der jeweiligen Berichtsperiode, vor allem wenn die Zahlen mit Planzahlen oder Werten der Vorperioden verglichen werden.

Absolute Kennzahlen

Weiterhin sind Zwischenergebnisse der Erfolgsrechnung von hoher Aussagekraft. Als Beispiel kann die weit verbreitete gestaffelte Deckungsbeitragsrechnung dienen. Deckungsbeiträge zeigen an, in welchem Maß die Umsätze zur Deckung der variablen und fixen Kosten beitragen. Ebenfalls häufig verwendet werden die Kennzahlen EBIT (Earnings before Interest and Taxes) und EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Diese haben das Ziel, das operative Ergebnis des Unternehmens unabhängig von Finanzierungs-, Steuer- und Abschreibungs Gesichtspunkten zu betrachten. Vor allem dem EBIT als „operativem Gewinn“ kommt dabei große praktische Bedeutung zu.

Verhältniskennzahlen

Davon abgeleitet sind prozentuale Verhältniskennzahlen weit verbreitet, die den Vergleich unterschiedlicher Unternehmen oder Unternehmensbereiche erleichtern:

$$\text{Umsatzrendite} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Umsatz}}$$

$$\text{Operative Marge} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Umsatz}}$$

Praxisbeispiel: Unternehmensvergleich

Operative Marge und Umsatzrendite schwanken im Vergleich unterschiedlicher Unternehmen oder Branchen beträchtlich. Zum Beispiel erzielte Pfizer, das größte Pharmaunternehmen der Welt, im Geschäftsjahr 2004 eine Umsatzrendite von immerhin 21,6 %. Im Vergleich dazu erscheint die Umsatzrendite von 3,6 % von Wal-Mart, dem größten Einzelhandelsunternehmen der Welt, im Geschäftsjahr 2004/2005¹ eher niedrig zu sein. Beide Unternehmen erzielten einen absoluten Gewinn in derselben Größenordnung: 11,4 Mrd. USD (Pfizer) bzw. 10,3 Mrd. USD (Wal-Mart).

Es wäre aber ein Trugschluss, allein aus der Umsatzrendite auf die Ertragskraft eines Unternehmens oder einer Branche zu schließen – erst die Relation zum eingesetzten Kapital und dessen Umschlag erlaubt eine umfassende Beurteilung der Rentabilität.

¹ Das Geschäftsjahr endete am 31.1.2005.

3 Kombination von Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz zu Rentabilitätskennzahlen: Das Du-Pont-Schema

Die Bilanz bietet eine Vielzahl von Ansatzpunkten für die Kalkulation aussagekräftiger Kennzahlen. An dieser Stelle sollen vor allem jene Größen besprochen werden, die im Rahmen des Du-Pont-Schemas (s. Abb. 1) zur Kalkulation der Gesamtkapitalrendite (Return on Investment, RoI) herangezogen werden. Neben der ganzheitlichen Betrachtung von GuV und Bilanz zeichnet sich das Du-Pont-Schema durch die quantitative Verknüpfung der relevanten Kennzahlen aus, sodass es Sensitivitätsanalysen und Simulationen ermöglicht. In einem nachgelagerten Schritt kann dann aus dem RoI wiederum die Eigenkapitalrendite (Return on Equity, RoE) berechnet werden.

RoI und RoE

Als Schlüsselkennzahl auf der GuV-Seite fungiert im Rahmen des Du-Pont-Schemas die bereits erwähnte Umsatzrendite. Doch statt an dieser Stelle stehen zu bleiben, wird der RoI als Produkt aus Umsatzrendite und Kapitalumschlag errechnet (s. Abb. 1).

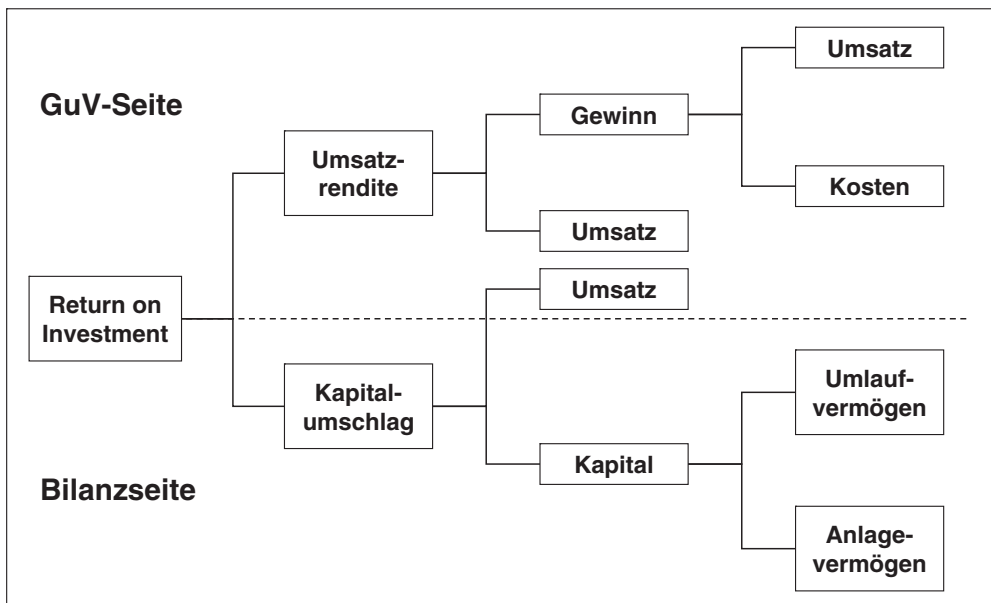


Abb. 1: Das Du-Pont-Schema

$$\text{RoI} = \text{Umsatzrendite} \times \text{Kapitalumschlag}$$

Der Kapitalumschlag als gemischte Bilanz-/GuV-Kennzahl wiederum berechnet sich als Quotient aus Umsatz und eingesetztem Kapital (Bilanzsumme):

$$\text{Kapitalumschlag} = \frac{\text{Umsatz}}{\text{Gesamtkapital}}$$

Die Eigenkapitalrendite errechnet sich als Quotient aus Gesamtkapitalrendite und Eigenkapitalquote:

$$\text{RoE} = \frac{\text{RoI}}{\text{Eigenkapitalquote}}$$

Die Eigenkapitalquote wiederum berechnet sich als Quotient aus Eigenkapital und eingesetztem Kapital (Bilanzsumme):

$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}}$$

Alternativ errechnen sich RoI und RoE auch direkt als Quotient aus Gewinn und Gesamtkapital bzw. Eigenkapital:

$$\text{RoI} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$\text{RoE} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Eigenkapital}}$$

Vergleich von RoI und RoE

Anhand des Praxisbeispiels der oben bereits erwähnten Unternehmen Pfizer und Wal-Mart soll nun aufgezeigt werden, wie Unternehmen unterschiedlicher Branchen mit deutlich unterschiedlichen Umsatzrenditen vergleichbare Kapitalverzinsungen erreichen:

Pfizer steht beispielhaft für Unternehmen, die aufgrund des branchenbedingten langsamen Kapitalumschlags (hoher Anteil an Anlagevermögen und immateriellen Anlagegütern am Gesamtkapital: 89,7 % für Pfizer im Geschäftsjahr 2004) hohe Umsatzrenditen erzielen müssen, um eine zufrieden stellende Kapitalverzinsung zu erzielen. Der Umsatz betrug im betrachteten Geschäftsjahr weniger als die Hälfte der Bilanzsumme. Dieses führt im Ergebnis zu einem Kapitalumschlag von weniger als 0,5. Dadurch ergab sich trotz einer stolzen Umsatzrendite von 21,6 % ein weit weniger beeindruckender RoI von 9,2 % (s. Abb. 2). Weiterhin ist aufgrund des niedrigen Kapitalumschlags und des hohen Anteils an langfristigen Ver-

mögensgegenständen (s. oben) eine recht hohe Eigenkapitalquote notwendig. Unter Einbezug der Eigenkapitalquote von 55,5 % errechnet sich ein RoE von 16,6 %.

Geschäftsjahr	Pfizer 2004	Wal-Mart 2004/2005
Umsatz	52.516	285.222
Gewinn	11.361	10.267
Umsatzrendite	21,6%	3,6%
Bilanzsumme	123.078	120.154
Kapitalumschlag	0,43	2,37
RoI	9,2%	8,5%
Eigenkapital	68.278	49.396
Eigenkapitalquote	55,5%	41,1%
RoE	16,6%	20,8%

Abb. 2: Vergleich von Pfizer und Wal-Mart (alle Zahlen in Mio. USD; Quelle: Geschäftsberichte)

Wal-Mart dagegen steht beispielhaft für Unternehmen, die sich aufgrund des zumindest teilweise branchenbedingten hohen Kapitalumschlags (höherer Anteil Umlaufvermögen am Gesamtkapital: 43,3 % für Wal-Mart im Geschäftsjahr 2004/2005) niedrige Umsatzrenditen leisten können, da dennoch eine zufrieden stellende Kapitalverzinsung erzielt werden kann. Der Umsatz von Wal-Mart betrug im betrachteten Geschäftsjahr mehr als das Doppelte der Bilanzsumme, was zu einem Kapitalumschlag von mehr als 2 führt. Dadurch ergab sich trotz einer mageren Umsatzrendite von 3,6 % ein bereits sehr ordentlicher RoI von 8,5 % (s. Abb. 2). Weiterhin ist aufgrund des hohen Kapitalumschlags und des geringeren Anteils an langfristigen Vermögensgegenständen (s. unten) eine vergleichsweise niedrige Eigenkapitalquote ausreichend. Unter Einbezug der Eigenkapitalquote von 41,1 % errechnet sich ein RoE von 20,8 %.

Einfluss des Kapitalumschlags

Im Vergleich der beiden Unternehmen lässt sich feststellen, dass Wal-Mart eine deutlich höhere Eigenkapitalverzinsung aufwies, obwohl Pfizer eine sechsmal höhere Umsatzrendite erzielen konnte. Dies erklärt auch die Bereitschaft vieler Einzelhandelsketten, Preiskämpfe auf Kosten extrem niedriger Umsatzrenditen durchzuführen. Solange das Kapital entsprechend schnell umgeschlagen wird (wird durch niedrige Preise gefördert), lässt sich dies ohne allzu große Renditeeinbußen verkraften. Eines ist allerdings klar: Eine positive Kapitalverzinsung wird nur bei einer positiven Umsatzrendite oder zumindest einem positiven Deckungsbeitrag erreicht! Sonderaktionen mit Dumpingpreisen dienen daher aus finanzieller Sicht nur der Reduktion der Vorräte. Das eingesetzte Kapital wird reduziert und Cashflow generiert.

Der Unternehmensvergleich verdeutlicht anschaulich die große Bedeutung der Bilanzgrößen für die Bestimmung des Unternehmenserfolgs. Im nächsten Kapitel soll nun beschrieben werden, welche Stellhebel eine Optimierung der Kapitalverzinsung ermöglichen.

4 Renditetreiber

Ansatzpunkte zur Renditesteigerung auf Ebene der GuV

Auf der GuV-Seite leitet sich aus dem Du-Pont-Schema ein direkter Ansatzpunkt für eine Steigerung der Gesamtkapitalrendite oder der Eigenkapitalrendite ab: Während eine reine Umsatzsteigerung sich vordergründig neutral auswirkt (Steigerung des Kapitalumschlags wird ausgeglichen durch sinkende Umsatzrendite), pflanzt sich eine Steigerung des Gewinns direkt in einer höheren Kapitalrendite fort. Doch wie kann der Gewinn gesteigert werden? Hier bestehen zwei Möglichkeiten, die einander nicht ausschließen:

- ▷ **Kostensenkung:** Bei konstantem Umsatz führt eine Senkung der Kosten zu einem erhöhten Gewinn und somit zu einer erhöhten Umsatzrendite. RoI und RoE steigen ebenfalls an. Allerdings sind Kostensenkungen im Regelfall operative Grenzen gesetzt, sodass dieser Stellhebel nicht dauerhaft eingesetzt werden kann.
- ▷ **Umsatzsteigerung:** Wie bereits oben angemerkt, wirken sich reine Umsatzsteigerungen bei konstantem Gewinn neutral auf RoI und RoE aus. Daraus folgt, dass durch inkrementelle Umsatzsteigerungen auch ein inkrementeller Gewinn erzielt werden muss, um die Kapitalrentabilität zu erhöhen. Dies wird in vielen Fällen der Fall sein, z. B. wenn das Umsatzwachstum nur mit einem Wachstum der variablen Kosten einhergeht, während die Fixkosten konstant bleiben. Dennoch lässt sich zusammenfassend feststellen: Umsatzwachstum ist nicht per se anzustreben – nur profitables Umsatzwachstum erhöht die

Rentabilität! In diesem Zusammenhang lässt sich im Rahmen des Du-Pont-Schemas die so genannte „Schwellenmenge“ bestimmen. Dieses ist die Mindestumsatzrendite, die inkrementeller Umsatz generieren muss, um RoI bzw. RoE zu steigern.

Auf der Bilanzseite ist die Aussage des Du-Pont-Schemas eindeutig. Eine Senkung des eingesetzten Kapitals führt zu einer erhöhten Gesamtkapitalrendite, eine Senkung des eingesetzten Eigenkapitals führt zu einer erhöhten Eigenkapitalrendite. Hierbei muss natürlich die Beibehaltung einer angemessenen Eigenkapitalquote im Auge behalten werden. Doch wie kann das eingesetzte Gesamtkapital gesenkt werden?

Ansatzpunkte zur Renditesteigerung auf Ebene der Bilanz

Auf der Aktivseite der Bilanz bieten sowohl Anlagevermögen als auch Umlaufvermögen Ansatzpunkte für eine Reduktion des eingesetzten Kapitals. Auf Seiten des Anlagevermögens ist eine Überprüfung der Betriebsnotwendigkeit der Anlagegüter angebracht. So haben sich z. B. viele Unternehmen in den letzten Jahren von nicht betriebsnotwendigen Immobilien und Liegenschaften getrennt. Eine Senkung des langfristigen Vermögens kann gemäß der Goldenen Bilanzregel zu einer Absenkung des langfristigen Fremd- und Eigenkapitals genutzt werden (s. auch Abb. 3). Neben der Bilanzverkürzung bringt dies auch positive Liquiditätseffekte mit sich.

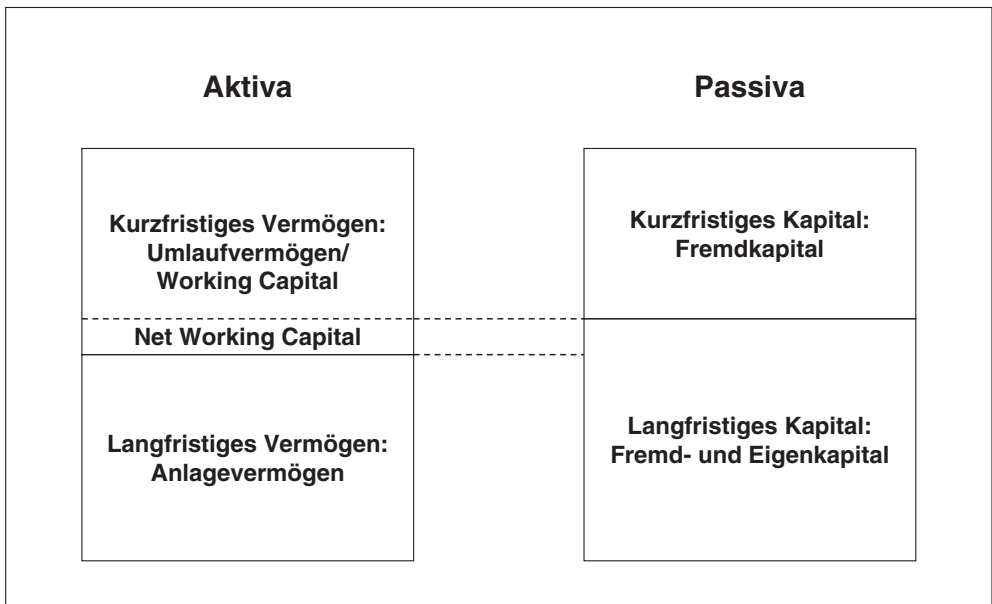


Abb. 3: Net Working Capital (Nettoumlaufvermögen)

Stellhebel Net Working Capital

Einen größeren Stellhebel bietet in vielen Fällen das Umlaufvermögen (Working Capital), welches unter Einhaltung gewisser Rahmenbedingungen minimiert werden kann. Das Umlaufvermögen sollte aus Liquiditätsgründen immer größer sein als die kurzfristigen Verbindlichkeiten. Die Differenz zwischen Umlaufvermögen und kurzfristigen Verbindlichkeiten wird Net Working Capital oder Netto-Umlaufvermögen genannt (s. Abb. 3):

Net Working Capital = Umlaufvermögen – Kurzfristige Verbindlichkeiten

oder auch

Net Working Capital = Liquide Mittel + Forderungen + Vorräte – Kurzfristige Verbindlichkeiten

Ein hohes Net Working Capital signalisiert unnötig gebundenes Kapital auf der Aktivseite der Bilanz. Dieses muss auf der Passivseite finanziert werden und beeinflusst die Kapitalrentabilitätszahlen negativ. Während kurzfristige Verbindlichkeiten unter Einhaltung der vereinbarten Zahlungsziele maximiert werden sollten (Lieferantenkredit), bieten Forderungen und Vorräte in vielen Fällen Ansatzpunkte zur Bilanzverkürzung. Eine Verbesserung des Lagerumschlags oder des Forderungsmanagements kann hier in vielen Fällen zu einer erheblichen Reduktion des Net Working Capital führen. Auch hier ist neben der Bilanzverkürzung der positive Liquiditätseffekt der Maßnahmen zu beachten.

Umschlagskennzahlen

Eine andere, sehr anschauliche Darstellungsweise des Sachverhalts bieten die Umschlagskennzahlen, gemessen in Tagen:

$$\text{Debitorenumschlag} = \frac{\text{Forderungen} \times 365}{\text{Umsatz}}$$

$$\text{Lagerumschlag} = \frac{\text{Vorräte} \times 365}{\text{Umsatz}}$$

$$\text{Kreditorenumschlag} = \frac{\text{Kurzfr. Verbindlichkeiten} \times 365}{\text{Umsatz}}$$

Während für Debitorenumschlag und Lagerumschlag möglichst kurze Zeiten angestrebt werden, sollte der Kreditorenumschlag (unter Einhaltung der vereinbarten Zahlungsziele) möglichst lange dauern. Zusammengefasst werden die Kennzahlen im Cash Conversion Cycle (CCC):

Cash Conversion Cycle = Debitorenumschlag + Lagerumschlag – Kreditorenumschlag

Der CCC setzt sich aus dem Debitorenumschlag, dem Lagerumschlag und dem Kreditorenumschlag zusammen und gibt an, wie viele Tage das Kapital zwischen Kauf der Rohstoffe und Verkauf der Fertigprodukte gebunden ist. Für den CCC sind möglichst niedrige Werte anzustreben. Auch hier zeigen sich die branchenbedingten Unterschiede zwischen Pfizer und Wal-Mart. Wal-Mart als marktbeherrschender Einzelhändler hat einen sehr niedrigen Debitorenumschlag (Endkundengeschäft) und einen recht hohen Kreditorenumschlag (s. Abb. 4). Pfizer als Lieferant von Großhändlern, Krankenhäusern und Apotheken muss dagegen aufgrund von vertraglich festgelegten Zahlungszielen mit einem sehr viel längeren Debitorenumschlag leben, sodass ein signifikanter Anteil des Umlaufvermögens lange finanziert werden muss.

Eine effiziente Supply Chain sowie vorteilhafte Zahlungsbedingungen können sogar zu einem negativen CCC führen. So berichtete der Computerhersteller Dell im Geschäftsjahr 2005 einen CCC von -37 Tagen² – der Kunde bezahlt die Fertigprodukte, bevor die Lieferanten der Rohstoffe bezahlt werden! Auf diese Weise kann natürlich ein hoher Kapitalumschlag erzielt werden.

Geschäftsjahr	Pfizer 2004	Wal-Mart 2004/2005
Umsatz	52.516	285.222
Forderungen	9.367	1.715
Vorräte	6.660	29.762
Kurzfr. Verbindlichkeiten	2.672	21.987
Debitorenumschlag	65,10	2,19
Lagerumschlag	46,29	38,09
Kreditorenumschlag	18,57	28,14
CCC	92,82	12,14

Abb. 4: Vergleich von Pfizer und Wal-Mart (alle Zahlen in Mio., USD; Quelle: Geschäftsberichte)

² Quelle: Geschäftsbericht.

Interaktionen zwischen GuV und Bilanz

Natürlich verhalten sich die Größen der Bilanz und Erfolgsrechnung nicht unabhängig voneinander. Ein Umsatzwachstum geht im Normalfall mit höheren Vorräten und Forderungen einher, sodass das Umlaufvermögen ansteigt. Auch das Anlagevermögen kann ansteigen, wenn z. B. zur Steigerung des Umsatzes Produktionskapazitäten erweitert werden müssen. Diese Faktoren müssen bei der Bewertung der Rentabilität des Umsatzwachstums ebenfalls berücksichtigt werden – selbst der positive Effekt einer gesteigerten Umsatzrendite kann durch den negativen Effekt eines gesunkenen Kapitalumschlags auf Ebene der Kapitalrendite wieder zunichte gemacht werden. Auch diese Komponenten sollten in der oben erwähnten Schwellenmarge Berücksichtigung finden.

5 Rentabilitätskennzahlen im Kontext des Value Based Management

Value Based Management als konkurrierendes Konzept

Die wertorientierte Unternehmenssteuerung (Value Based Management) mit dem Ziel der Steigerung des Unternehmenswerts gewinnt im Unternehmensalltag immer mehr an Bedeutung – wie steht dieses Konzept mit dem oben beschriebenen Kennzahlengerüst in Verbindung?

Bei den beschriebenen prozentualen Rentabilitätskennzahlen sowie den zugrunde liegenden Bilanz- und GuV-Kennzahlen handelt es sich um vergangenheitsbezogene Perioden- oder Stichtagskennzahlen (welche im Rahmen der Planung allerdings in die Zukunft extrapolierbar sind). Dagegen ist der Unternehmenswert eine zukunftsorientierte, absolute Größe in der entsprechenden Berichtswährung. Er berechnet sich als Net Present Value (NPV) über die Diskontierung der zukünftigen Cashflows des Unternehmens (Discounted Cash Flow, DCF-Methodik).

Die „klassischen“ Rentabilitätskennzahlen bieten den großen Vorteil, dass sie aus dem verfügbaren Zahlenwerk der Bilanz und GuV bestimmt werden können. Somit können die Kennzahlen jederzeit mit allgegenwärtigen Größen wie Umsatz, Gewinn oder Bilanzsumme in Verbindung gebracht werden, ohne dass ein zusätzliches aufwändiges Rechenwerk erforderlich ist. Die zukünftige Rentabilität lässt sich über die Instrumente der Planbilanz und Plan-GuV planen.

Die DCF-Methodik verfolgt einen grundlegend anderen Ansatz: Die Vergangenheit zählt nichts mehr, der Unternehmenswert liegt in der Zukunft. In diesem Kontext ist ein zusätzliches Rechenwerk in Form einer Cashflow-Planung erforderlich. Diese sollte aber im Rahmen einer umfassenden strategischen Planung des Unterneh-

mens in jedem Falle erstellt werden. Die DCF-Methodik bietet eine Reihe von Vorteilen: So sind die erstellten Kennzahlen unabhängig von der gewählten Bilanzierungsmethodik (HGB, IFRS), welche in der Regel wertneutral ist, die Rentabilitätskennzahlen aber z. B. in Form der Höhe von Abschreibungen signifikant beeinflussen kann. Hinzu kommt die Einbeziehung des unternehmerischen Risikos in Form des Diskontierungszinssatzes, der Kapitalkosten – der Zeitwert des Geldes wird berücksichtigt.

In der Praxis fällt es oft schwer, Bilanz- und GuV-basierte Renditekonzepte und DCF-basierte Wertsteigerungskonzepte miteinander in Einklang zu bringen, obwohl beide Konzepte vorgeben, ähnliche Zielsetzungen zu verfolgen. An dieser Stelle soll ein Vergleich der Kennzahlen des Du-Pont-Schemas mit den strategischen Werttreibern des ursprünglichen Value-Based-Management-Konzepts (Rappaports Shareholder-Value-Management-Konzept) durchgeführt werden. Anhand dieses Vergleichs werden Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen den Konzepten herausgearbeitet.

Zur Steigerung des Unternehmenswertes wurden von Rappaport sieben strategische Werttreiber definiert (s. auch Abb. 5):

- ▷ Dauer der Wertsteigerung
- ▷ Kapitalkosten
- ▷ Umsatzwachstumsrate
- ▷ Operative Marge
- ▷ Steuersatz
- ▷ Investitionen in das Umlaufvermögen
- ▷ Investitionen in das Anlagevermögen.

Diese sieben generischen Werttreiber sind universell für Unternehmen aller Größen, Branchen oder Rechtsformen einsetzbar – eine Parallele zum ebenfalls universell einsetzbaren Du-Pont-Schema. Allerdings gibt es dort nicht für alle sieben Werttreiber äquivalente Größen (zusammengefasst in Abb. 6).

**Schlechte
Vergleichbarkeit
der Konzepte**

**Strategische
Werttreiber**

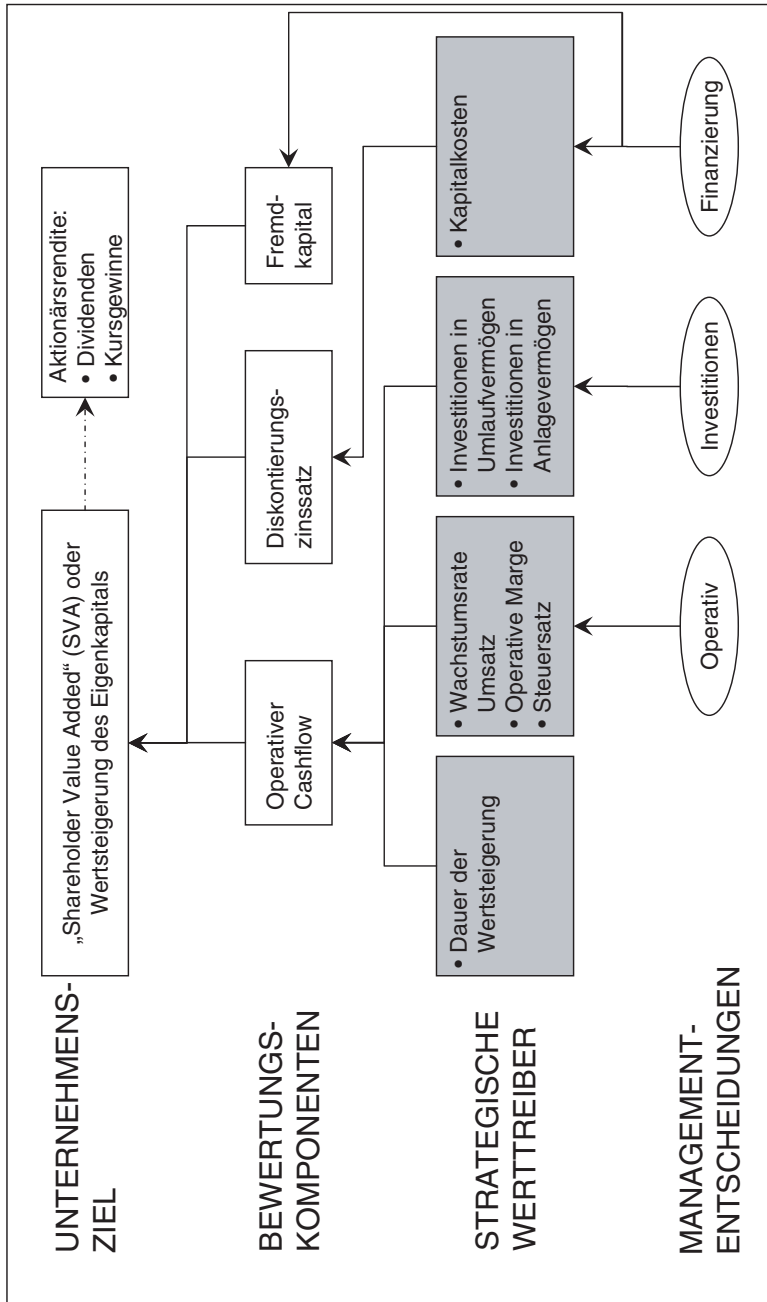


Abb. 5: Rappaports Werttreibermodell (Quelle: Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value)

Bei der Dauer der Wertsteigerung handelt es sich um eine Größe, welche aus der DCF-Methodik heraus notwendig ist. Es existiert kein Äquivalent im Du-Pont-Schema. Die Dauer der Wertsteigerung bezeichnet im Shareholder-Value-Management-Konzept die Zeitspanne, für welche eine explizite Cashflow-Planung erstellt wird. Für die nachfolgende Zeitdauer wird mit Hilfe einer vereinfachten Formel ein Restwert bestimmt. Auch die Notwendigkeit der Verwendung eines Diskontierungszinssatzes, der Kapitalkosten, ergibt sich aus der Systematik der DCF-Methodik. Im Du-Pont-Kontext der Bilanz und GuV werden allerdings oftmals den Kapitalkosten entsprechende Renditeschwellen („Hurdle Rates“) definiert, welche die Mindestverzinsung des eingesetzten Gesamt- oder Eigenkapitals festlegen. Dies manifestiert sich z. B. auch im Rahmen des Economic-Value-Added- (EVATM-)Konzeptes.

Unterschiede und Gemeinsamkeiten

Eindeutigere Parallelen bestehen bezüglich der übrigen Werttreiber. Auf der GuV-Seite beeinflussen Umsatzwachstumsrate und operative Marge die Rentabilitätskennzahlen in ähnlicher Weise wie den Unternehmenswert. Umsatzwachstum steigert Rentabilität und Unternehmenswert, wenn es sich um profitables Wachstum oberhalb der so genannten Schwellenmarge handelt, andernfalls wirkt es sich neutral oder negativ auf Rentabilität und Unternehmenswert aus. Der durchschnittliche Steuersatz, ein strategischer Werttreiber in Rappaports Konzept, wird als Rendite- und Werttreiber oft vernachlässigt. Aufgrund seines direkten Einflusses auf Gewinn und Rendite bzw. Cashflow und Unternehmenswert ist diese Kennzahl allerdings nicht zu vernachlässigen und innerhalb beider Konzepte gleichermaßen von Bedeutung.

Auf der Aktivseite der Bilanz definiert Rappaport die Investitionen in Umlauf- und Anlagevermögen als strategische Werttreiber – in dem Sinne, dass mit Umsatzwachstum einhergehende Investitionen als negative Cashflows den Unternehmenswert schmälern. Ganz ähnlich verhält es sich mit dem Einfluss der Investitionen in Umlauf- und Anlagevermögen auf die Rentabilitätskennzahlen (s. oben). Durch eine Erhöhung des eingesetzten Kapitals wird zumindest der RoI negativ beeinflusst, je nach Art der Finanzierung der Investitionen auch der RoE.

<u>SVM</u>	<u>Du-Pont</u>
Dauer der Wertsteigerung	
Kapitalkosten	
Umsatzwachstumsrate	Umsatzwachstumsrate
Operative Marge	Operative Marge
Steuersatz	Steuersatz
Investitionen in das Umlaufvermögen	Erhöhung des Umlaufvermögens
Investitionen in das Anlagevermögen	Erhöhung des Anlagevermögens
Unternehmenswert	Bilanzsumme
Internal Rate of Return (IRR)	Return on Investment (RoI)

Abb. 6: Vergleich zwischen Kennzahlen aus Shareholder Value Management (SVM) und Du-Pont-Schema

Der Schlüsselkennzahl im Rahmen des Shareholder Value Management, dem Unternehmenswert, steht im Rahmen des Du-Pont-Schemas kein direktes Äquivalent gegenüber. Beim Unternehmenswert handelt es sich um den Gegenwartswert sämtlicher zukünftiger Cashflows des Unternehmens, während z. B. die Bilanzsumme (Gesamtkapital) den Buchwert des aktuellen Vermögens des Unternehmens darstellt. Eine Vergleichbarkeit der Größen ist damit kaum gegeben. Dies ist allerdings auch nicht angestrebt – während es sich bei Bilanz- und GuV-Größen und daraus abgeleiteten Kennzahlen um buchhalterische Größen handelt, ist der Unternehmenswert eine betriebswirtschaftliche Größe zur Unterstützung von Managemententscheidungen.

Wie steht es nun im Gegenzug um Kennzahlen, welche sich im Du-Pont-Schema an prominenter Stelle wiederfinden? Die prozentualen Rentabilitätskennzahlen spielen im Value Based Management eher eine Nebenrolle, mit dem Internen Zinsfuß (Internal Rate of Return, IRR) existiert allerdings ein direktes, weit ver-

breitetes Äquivalent. Der IRR beschreibt die prozentuale Rendite der zukünftigen Cashflows – wenn der IRR größer als die Kapitalkosten ist, wird Wert geschaffen, wenn der IRR kleiner als die Kapitalkosten ist, wird Wert vernichtet.

Der Kapitalumschlag, eine zentrale und sehr anschauliche Kennzahl des Du-Pont-Schemas, findet dagegen kein direktes Äquivalent im Shareholder-Value-Management-Konzept. Ein hoher Kapitalumschlag schlägt sich dort in der Regel in niedrigen Werten für die Investitionen in das Umlaufvermögen nieder, welche wiederum die Schwellenmenge senken.

TEUR	Start	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Restwert
Umsatz	100,00	100,00	100,00	100,00	
Operativer Gewinn	15,00	15,00	15,00	15,00	
Gewinn	9,75	9,75	9,75	9,75	
Free Cash Flow	9,75	9,75	9,75	9,75	
Umsatzwachstumsrate		0%	0%	0%	
Operative Marge	15%	15%	15%	15%	
Steuersatz	35%	35%	35%	35%	
Investitionen in UV		0%	0%	0%	
Investitionen in AV		0%	0%	0%	
Kapitalkosten	12%	12%	12%	12%	
Present Value		8,71	7,77	6,94	57,83
Net Present Value	81,25				
Umlaufvermögen (UV)	50,00	50,00	50,00	50,00	
Anlagevermögen (AV)	50,00	50,00	50,00	50,00	
Fremdkapital	50,00	50,00	50,00	50,00	
Eigenkapital	50,00	50,00	50,00	50,00	
Gesamtkapital	100,00	100,00	100,00	100,00	
Umsatzrendite	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%	
Kapitalumschlag	1,00	1,00	1,00	1,00	
RoI	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%	
RoE	19,50%	19,50%	19,50%	19,50%	

Abb. 7: Fallbeispiel (Basisszenario)

Die beiden Konzepte werden nun anhand des Rechenbeispiels für ein fiktives Unternehmen verglichen. Das Unternehmen erwirtschaftet bei einem Jahresumsatz von 100 Mio. EUR und einer Bilanzsumme von 100 Mio. EUR einen operativen Gewinn von 15 Mio. EUR und einen Gewinn nach Steuern von 9,75 Mio. EUR. Daraus ergibt sich eine Umsatzrendite von 9,75 % und, bei einem Kapitalumschlag von 1, ein RoI von ebenfalls 9,75 %. Unter der Annahme einer Eigenkapitalquote von 50 % ergibt sich ein RoE von 19,5 %. Bei einem Planungshorizont von 3 Jahren und Kapitalkosten von 12 % ergibt sich unter Annahme eines Nullwachstums

Fallbeispiel

ein Unternehmenswert (NPV) von 81 Mio. EUR (s. Abb. 7). Anders ausgedrückt: Eine Weiterführung des Unternehmens ohne Umsatzwachstum und Investitionen unter Beibehaltung der operativen Marge von 15 % steigert den Unternehmenswert. Die Renditekennzahlen RoI und RoE bleiben im Rahmen dieses Szenarios über die Jahre konstant.

Wie verhalten sich die Kennzahlen nun, wenn die Wert-/Renditetreiber variiert werden? Als Vergleichsszenario wird ein Umsatzwachstum von jeweils 10 % in den drei Jahren des Planungshorizonts bei konstanter prozentualer operativer Marge angestrebt (s. Abb. 8). Zur Unterstützung des Wachstums wird von jährlichen Investitionen in das Umlaufvermögen (Vorräte, Forderungen) und das Anlagevermögen von jeweils 5 % des Ausgangswertes ausgegangen.

TEUR	Start	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Restwert
Umsatz	100,00	110,00	121,00	133,10	
Operativer Gewinn	15,00	16,50	18,15	19,97	
Gewinn	9,75	10,73	11,80	12,98	
Free Cash Flow	9,75	5,72	6,55	7,46	
Umsatzwachstumsrate		10%	10%	10%	
Operative Marge	15%	15%	15%	15%	
Steuersatz	35%	35%	35%	35%	
Investitionen in UV		5%	5%	5%	
Investitionen in AV		5%	5%	5%	
Kapitalkosten	12%	12%	12%	12%	
Present Value		5,11	5,22	5,31	44,28
Net Present Value	59,92				
Umlaufvermögen (UV)	50,00	52,50	55,13	57,88	
Anlagevermögen (AV)	50,00	52,50	55,13	57,88	
Fremdkapital	50,00	52,50	55,13	57,88	
Eigenkapital	50,00	52,50	55,13	57,88	
Gesamtkapital	100,00	105,00	110,25	115,76	
Umsatzrendite	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%	
Kapitalumschlag	1,00	1,05	1,10	1,15	
RoI	9,75%	10,21%	10,70%	11,21%	
RoE	19,50%	20,43%	21,40%	22,42%	

Abb. 8: Fallbeispiel (Wachstumsszenario)

Im Rahmen des Du-Pont-Schemas scheint dieses Wachstumsszenario Erfolg zu versprechen: Umsatz und Gewinn steigen prozentual stärker als die Bilanzsumme, sodass bei konstanter Umsatzrendite der Kapitalumschlag und somit der RoI kontinuierlich ansteigt. Doch der Unternehmenswert ist im Rahmen des Wachstumsszenarios niedriger als im Rahmen des Basisszenarios. Dies liegt am gesunkenen Free Cash Flow – die notwendigen

Investitionen sind höher als der inkrementelle operative Cashflow, sodass das Umsatzwachstum mit einer Wertvernichtung einhergeht. Das Wachstumsszenario wäre erst wertsteigernd, wenn die Investitionen in Umlauf- und Anlagevermögen auf jeweils 2,5 % reduziert werden könnten, sodass auch der Free Cash Flow ansteigt. Es zeigt sich also, dass selbst unter Steigerung von RoI und RoE Unternehmenswert vernichtet werden kann – das Zusammenwirken der Wert- bzw. Renditetreiber wirkt sich in den unterschiedlichen Steuerungskonzepten mathematisch nicht auf die gleiche Art und Weise aus. Ein alleiniges Steuern des Unternehmens nach RoI und RoE kann also möglicherweise Fehlentscheidungen unterstützen.

Bei den beiden betrachteten Steuerungskonzepten handelt es sich um zwei unterschiedliche Betrachtungsweisen (buchhalterisch bzw. betriebswirtschaftlich) desselben Sachverhalts – der finanziellen Situation eines Unternehmens. Daher ist es nicht überraschend, dass trotz der systematischen Verschiedenheit der Grundprinzipien der Konzepte eine Reihe von Parallelen im Detail existieren. Wie das Rechenbeispiel deutlich macht, können die beiden Steuerungskonzepte trotz der aufgezeigten Parallelen zu entgegengesetzten Aussagen führen – ein tief gehendes Verständnis der Aussagekraft der jeweiligen Kennzahlen ist unter diesen Umständen unabdingbar. Bei der Auswahl des für das Unternehmen passenden Steuerungskonzepts müssen die signifikanten Unterschiede der Konzepte natürlich in Betracht gezogen werden.³

Unterschiede im Grundprinzip, Gemeinsamkeiten im Detail

6 Zusammenfassung

Der Vergleich der Weltmarktführer Pfizer und Wal-Mart verdeutlicht anschaulich, wie unterschiedlich sich das Zusammenspiel von GuV- und Bilanzkennzahlen in der Praxis gestalten kann. Neben den Schlüsselkennzahlen der GuV wie Gewinn oder Umsatzrendite sind Schlüsselkennzahlen der Bilanz erforderlich, um im Rahmen einer ganzheitlichen Vorgehensweise die Rentabilität des Unternehmens zu steuern. Diese kann auch bei niedrigen Umsatzrenditen zufrieden stellend ausfallen, wenn das eingesetzte Kapital minimiert und schnell umgeschlagen wird. Das Du-Pont-Schema bietet hier eine ideale Ausgangsbasis zur Identifizierung von Renditetreibern, welche Ansatzpunkte zur Renditesteigerung bieten.

Viele Wege führen zum Erfolg

Die GuV- und bilanzbasierten Rentabilitätskennzahlen des Du-Pont-Schemas weisen im Detail einige Parallelen zu den Werttreibern des DCF-basierten Shareholder-Value-Management-Kon-

³ Zusammengefasst z. B. durch Rappaport (1986), S. 21 – 31.

zeptes auf. Allerdings dürfen sowohl die konzeptionell bedingten Unterschiede der Konzepte als auch die verschiedenartigen mathematischen Zusammenhänge nicht vernachlässigt werden. Anhand eines Rechenbeispiels wurde gezeigt, dass die beiden Konzepte nicht immer zu denselben Ergebnissen führen. Schlussendlich zeigt sich jedoch, dass ein vergleichender Brückenschlag zwischen den sehr unterschiedlichen Konzepten durchaus möglich ist. Unabhängig von der Wahl des Steuerungskonzepts führen also viele Wege zu einer angemessenen Rendite – ein tief gehendes Verständnis der zugrunde liegenden Kennzahlen ist der erste Schritt auf dem Weg zum unternehmerischen Erfolg!

7 Literaturhinweise

Brigham, E. F.; Gapenski, L. C.; Ehrhardt, M. C. (1999): Financial Management – Theory and Practice, Harcourt College Publishers.

Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value – A Guide for Managers and Investors, The Free Press.

Schmitt, M. (2006): Shareholder-Value-Konzept: Werttreiber als Bindeglied zwischen strategischer und operativer Planung, in: Der Controlling-Berater, Heft 2/2006, S. 251 – 272.

Weston, J. F.; Copeland, T. E. (1992): Managerial Finance, Fort Worth.

Das Power-Paket für Ihr Controlling



Haufe Controlling Office
 CD-ROM, inkl. Zugang zur
 stets aktuellen Online-Version
 Bestell-Nr. A01422
 € 128,-
 Updates nach Bedarf à € 57,-

auch als Online-Version erhältlich:

Haufe Controlling Office Online
 Bestell-Nr.: A01426VJ01
 monatlich € 18,50
 Jahresbezugspreis inkl. MwSt.
 € 222,-

Ob Planung, Budgetierung, Kalkulation oder Liquiditätssteuerung – mit diesem umfassenden Controlling-Know-how halten Sie Ihr Unternehmen zuverlässig auf Kurs. Sichern Sie sich jetzt wertvolle Best-Practice-Lösungen für Ihr Controlling.

- **Verrechnungspreise:** Analyse und Dokumentation von Verrechnungspreisen
- **Umsatzsteuer-Erhöhung 2007:** Preiskalkulation im Rahmen der Mehrwertsteuererhöhung
- **Kapitalflussrechnung:** Fallstudie und Praxistipps zur Optimierung
- **Planung & Budgetierung:** Neue Trends und Ansätze
- **Controlling & IFRS:** Leitlinien der IGC zur Controlling & IFRS
- **Lexikon Controlling:** Fachinformationen zu Themen wie operatives und strategisches Controlling, Kostenrechnung und Kalkulation, Planung, Beyond and Better Budgeting, IFRS für Controller, Chancen- und Risikomanagement und Balanced Scorecard
- **Anwendungsberichte:** Experten aus der Praxis unterstützen Sie mit ausführlichen Erfahrungsberichten und Fallbeispielen
- **Top-Arbeitshilfen:** Praktische Excel-Anwendungen, Ablaufpläne, Checklisten und Präsentationsvorlagen, z.B. zur Anlage von Kostenstellen und zur Preiskalkulation im Rahmen der Mehrwertsteuererhöhung

Der Controlling-Berater ist die einmalige Kombination aus Fachzeitschrift und Software. Alles, was Sie für ein modernes Controlling wissen müssen, wird praxisnah beschrieben und unterstützt Sie bei der sicheren Umsetzung.

- **Fachzeitschrift „Der Controlling-Berater“:** Im „Controlling-Berater“ lesen Sie Fachbeiträge und Stichworte bequem auf Papier. Zudem bringt Sie die Fachzeitschrift alle zwei Monate auf den aktuellen Stand der Entwicklungen.
- **Software „Haufe Controlling Office“:** Die elektronische Wissensdatenbank rund um das operative und strategische Controlling. Hier recherchieren Sie in Beiträgen, Anwendungsberichten und Stichworten. Wertvolle Arbeitshilfen unterstützen Sie zusätzlich in der Praxis.



Der Controlling-Berater
 2 Ordner mit CD-ROM, inkl. Zugang
 zur stets aktuellen Online-Version
 Bestell-Nr.: A01401
 € 139,-
 Aktualisierung 7 Hefte pro Jahr
 (inkl. 4 CD-ROM Updates) zu je € 36,90

Ja, ich teste kostenlos und unverbindlich 4 Wochen lang:

Anz.	Titel	Best.-Nr.	Preis
<input type="checkbox"/>	Haufe Controlling Office® CD-ROM, inkl. Zugang zur stets aktuellen Online-Version	A01422	€ 128,- <small>inkl. MwSt., zzgl. Versandpauschale € 3,90</small>
<input type="checkbox"/>	Haufe Controlling Office® Online	A01426VJ01	monatlich € 18,50 <small>Jahresbezugspreis inkl. MwSt. € 222,-</small>
<input type="checkbox"/>	Der Controlling-Berater	A01401	€ 139,- <small>inkl. MwSt., zzgl. Versandpauschale € 5,90</small>

Darauf können Sie vertrauen. Bei der Haufe Mediengruppe bestellen Sie immer ohne Risiko zum unverbindlichen Test mit 4-wöchigem Rückgaberecht. Sie bezahlen nur, was Ihnen auch wirklich zuzug. Anderenfalls schicken Sie das Produkt einfach portofrei zurück und die Sache ist für Sie erledigt. Bei der Online-Version genügt eine kurze Mitteilung per Post oder E-Mail. Unser Aktualisierungsservice gewährleistet, dass Ihre Produkte stets auf dem neuesten Stand bleiben. Sie können ihn jederzeit beenden – bei Jahresbezügen mit einer Frist von 4 Wochen zum Ende des Bezugszeitraums. Die Nutzung der Online-Version ist auf den Bezugszeitraum begrenzt.

Datum Unterschrift

Firma

Herr Frau
 Vorname Ansprechpartner

Name Ansprechpartner

Straße/Postfach

PLZ Ort

Branche

E-Mail

Per Internet: www.haufe.de/bestellung Per E-Mail: bestellung@haufe.de Per Fax: 0180/50 50 441* Per Telefon: 0180/55 55 813*

* 14 Cent/Min. Ein Service von dtms.

Vielen Dank für Ihre Bestellung!