

Effect nihil

Value based management is populair. Maar werkt het ook? Peter Sampers deed onderzoek.

BERT BAKKER

het **Financieel**
management

Vier jaar geleden zag het 'corporate' landschap er volkomen anders uit dan vandaag. Alles stond in het teken van optimisme en zegevierend kapitalisme. De Twin Towers stonden er nog, internet was een grote belofte, aan de groeiverwachtingen van Enron, Worldcom en Ahold werd niet getwijfeld en zowel de directies als aandeelhouders van beursgenoteerde bedrijven waren er nog van overtuigd dat er volop ruimte was om 'shareholder value' te vergroten.

Ondanks de zo andere tijdgeest had Peter Sampers, registeraccountant en als controller werkzaam bij Philips International BV, toen al het idee dat er eens wat kritischer gekeken mocht worden naar de effectiviteit van een populair instrument om 'shareholder value' te creëren: de management control-methode die aangeduid werd als value based management.

Waardecreatie

Value based management werd in de jaren negentig in Nederland geïntroduceerd en werd als een van de eerste gepropageerd door de consultancy-firma Stern Stewart. De aanpak schrijft voor dat als de strategie van een onderneming er primair op is gericht waarde te creëren voor aandeelhouders, dit moet worden vertaald in een management control-aanpak die wordt gekenmerkt door expliciete interne communicatie rond het doel van waardecreatie en de bepaling van specifiek op die waardecreatie gerichte prestatie maatstaven.

Doelstellingen werden geformuleerd in termen van waardecreatie. De prestaties van mensen en bedrijfsonderdelen werden hieraan getoetst en uiteindelijk werd de hoogte van prestatieafhankelijke beloningen aan de realisatie van deze prestatie maatstaven gerelateerd.

Schokkend

De vraag naar de effectiviteit van value based management als specifieke management con-

trol-benadering intrigeerde Sampers, temeer omdat er nooit enig wetenschappelijk onderzoek naar was gedaan. Hij besloot zo'n onderzoek zelf ter hand te nemen. Sampers stelde een vragenlijst op en stuurde die in de loop van 2001 naar cfo's van Nederlandse beursfondsen (financiële instellingen en buitenlandse bedrijven uitgezonderd).

Op 10 september 2003 promoveerde hij op het onderzoek aan Universiteit Maastricht.

Kort samengevat was zijn conclusie dat niet viel aan te tonen dat value based management leidt tot meer creatie van aandeelhouderswaarde, althans niet meer dan andere management control-methodes. Gezien het feit dat ruim de helft van de 68 beursgenoteerde bedrijven die aan zijn onderzoek meewerkten (de enquête was naar 169 bedrijven gestuurd) deze methode hadden geïntroduceerd - vaak tegen aanzienlijke kosten - is zo'n vaststelling eigenlijk tamelijk schokkend.

Open armen

Dát value based management vanaf het midden van de jaren negentig zo populair werd, is, gezien door de bril van die tijd, niet vreemd. In de jaren negentig was het geleidelijk in de Nederlandse directiekamers doorgedrongen dat de relatieve hoogte van de beurskoers van strategisch belang was. Bedrijfsovernames waren aan de orde van de dag; het was eten of gegeten worden. Een relatief hoge koers maakte het mogelijk snel en goedkoop te groeien door acquisities. Een lage koers hield het risico in kwetsbaar te worden voor onvriendelijke overnamepogingen. De onderneming die niets deed om zijn koers een impuls te geven marginaliseerde zichzelf.

Geen wonder dat businessconsultants die value based management in hun assortiment hadden - na Stern Stewart kwamen onder meer KPMG Consulting, PA Consulting, en de Boston Consulting Group elk met hun eigen



Peter Sampers: "Aandeelhouders hebben baat bij een cfo die met behulp van een management control-methode de zaak goed in de hand houdt. Maar dat kan net zo goed een traditionele methode zijn."

FOTO: SIMONE VAN ES

variant van value based management - door bestuursvoorzitters met open armen werden ontvangen.

Zwak onderbouwd

Sampers' conclusie is verrassend, want gevoelsmatig lijkt het aannemelijk dat als je je voortdurend afvraagt of je investeringen, je acquisities en je beloningssystemen bijdragen aan het creëren van waarde (in de zin dat het rendement op je investeringen hoger is dan de kapitaalskosten) het resultaat moet zijn dat je onderneming aantrekkelijker wordt voor beleggers.

Anderzijds lijkt het naïef dat bestuurders zich tot value based management lieten bekeren zonder een snipper wetenschappelijk bewijs dat die aanpak werkte. Sampers heeft wel een idee van de argumenten waardoor ondernemingsbestuurders zich lieten leiden: "De consultants die value based management adviseerden en implementeerden hadden wel zelf onderzoeken gedaan; die leken er allemaal op te wijzen dat het werkte."

En hij vermoedt dat directies hebben gedacht dat het effect pas op termijn van een paar jaar zichtbaar zou worden. "Maar mij bleek bij

nadere beschouwing dat de research van deze consultants niet eenduidig te interpreteren was, of wetenschappelijk zwak onderbouwd." Ook ging Sampers in zijn onderzoek na of er sprake was van een soort 'incubatielijd'. Hij mat de prestaties van het aandeel één en twee jaar na invoering van value based management, maar kon geen verbetering vaststellen.

Eerlijke vergelijking

Nu is het niet heel verbazend dat het niet in één oogopslag duidelijk is of de methode werkt. Verschillende omstandigheden beïnvloeden de koersontwikkeling van individuele bedrijven en vertroebelen de vergelijking. Maar belangrijker: goed vergelijken vergt serieuze rekenwerk. Value based management is erop gericht de relative total shareholder return te verbeteren. Er wordt aandeelhouderswaarde gecreëerd als de koers van het aandeel samen met het uitgekeerde dividend in een gegeven periode meer stijgt dan het beursgemiddelde - in dit geval de CBS-herbeleggingsindex. Maar om eerlijk te vergelijken moet er op de absolute koersverandering van veel ondernemingen een aantal correcties worden toegepast. Immers, bedrijven verschil- ►

De research van de consultants was niet eenduidig te interpreteren, of wetenschappelijk zwak onderbouwd.

Cfo's of management control

Sampers' onderzoek laat geen verband zien tussen het toepassen van value based management en beursprestaties. Wel blijken cfo's van bedrijven die in de periode 1997-2000 meer dan gemiddeld (mediaan) aandeelhouderswaarde creëerden, significant meer aandacht te besteden aan bepaalde elementen van management control, zoals 'budgetteren', 'bedrijfscultuur' en 'interne controle'. Opmerkelijk genoeg bleek dat bedrijven die wel value based management toepassen niet meer aandacht aan die specifieke elementen hechten dan andere bedrijven.

Waardering cfo's voor aspecten van management control

	Bedrijven met RTSR* < mediaan	Bedrijven met RTSR > mediaan
Financiële prestatie maatstaven	5,67	5,94
Niet-financiële prestatie maatstaven	4,41	4,67
Budgetteren	5,76	6,25
Gedragscode	4,17	4,54
Bedrijfscultuur	4,54	5,13
Kosten en variantie-analyse	4,78	4,98
Prestatieafhankelijke beloning	4,96	5,17
Interne controle	4,98	5,56
Managementstijl	5,33	5,44
Mission statement	3,89	3,92
Structuur van de organisatie	5,43	5,65

* Relative total shareholder return

De cfo's gaven elf verschillende elementen van management control een score op een schaal van 1-7. Bij de vetgedrukte scores was het verschil statistisch significant. Opvallend is dat cfo's van bedrijven met een bovengemiddelde RTSR alle aspecten van management control een gemiddeld iets hogere waardering geven dan cfo's van achterblijvende bedrijven.

len in omvang, sector, volatiliteit in economische prestaties en risicograad. Allemaal factoren waarmee in de vergelijking van prestaties rekening moet worden gehouden.

Het is niet moeilijk je voor te stellen dat als de beursindex in een jaar met twintig procent steeg en de koers van het eigen bedrijf met 23 procent, maar na toepassing van de correctiefactoren met slechts negentien procent, de cfo niet onmiddellijk concludeert: 'hé, de value based management-aanpak voegt niets toe'. Als het aandeel stijgt zal de cfo sowieso snel het gevoel krijgen dat dat mede te danken is aan de gevolgde management control-methode. En stijgende koersen waren kenmerkend voor de periode waarin value based management werd ingevoerd.

'Lip service'

Maar wat kan nu de oorzaak zijn van het ontbreken van meetbaar effect van value based management? Als buitenstaander zou je vermoeden dat het te maken heeft met het feit dat niet alle bedrijven die nominaal value based management toepasten, dat de facto ook wer-

kelijk deden. Sampers heeft gepoogd dat te ondervangen door bedrijven op grond van een aantal verschillende criteria in te delen bij de categorie value based management-toepassers, om daarmee te voorkomen dat de groep wordt vertekend door bedrijven waar alleen sprake is van 'lip-service'. De mogelijkheid dat de antwoorden van cfo's gekleurd zijn geraakt doordat het onderzoek plaatsvond in een jaar waarin aandelenkoersen al aan hun daling waren begonnen, wijst Sampers af: "Het Enron-debacle dat het aandeelhouderswaardedenken in opspraak bracht, had nog niet plaatsgevonden."

Eigenlijk kan de onderzoeker alleen maar raden naar de oorzaken. "Misschien pasten bedrijven het concept verkeerd of halfslachtig toe. Het kan ook zijn dat value based management echt niet werkt, of dat de aanpak negatieve bijwerkingen heeft, bijvoorbeeld als prestatiebeloning maakt dat mensen te grote risico's nemen om hun targets te halen."

Beetje gelijk

Interessant is wat Sampers opmerkt over de rol

Value based management

Sampers verzocht 169 beursgenoteerde bedrijven mee te werken aan zijn onderzoek. Van 68 ondernemingen kreeg hij respons. Deze bleken groter dan gemiddeld, maar voor het overige acht Sampers de deelnemers een representatieve afvaardiging. Van de 68 bedrijven pasten er 35 in 2001 value based management toe. Onderstaande tabel laat zien in welk jaar de methode werd geïntroduceerd.

Jaar	Aantal bedrijven	%	Cumulatief %
Voor 1995	4	12	12
1995	1	3	15
1996	5	14	29
1997	6	17	46
1998	7	20	66
1999	6	17	83
2000	6	17	100
	35	100	

van de cfo's bij het nemen van het besluit om value based management te introduceren. Hij vermoedt dat zij in het algemeen aanhangers van de methode zijn geweest. "Het is natuurlijk een methode waarin cijfermatige bedrijfsgegevens belangrijk zijn. Dat maakt dat de cfo binnen een raad van bestuur invloedrijker." Uit het onderzoek bleek ook dat cfo's die met value based management werkten, gemiddeld positiever oordeelden over de prestaties van hun onderneming dan degenen die dat niet deden. Ook als er feitelijk geen positief effect meetbaar was!

Toch geeft Sampers die cfo's - via een omweg - ook weer een klein beetje gelijk. Hij zegt namelijk dat bedrijven waarvan de cfo's veel waarde hechten aan een management control-systeem waarin prestaties gemeten worden en waarin op basis daarvan wordt bijgestuurd, op de beurs beter scoren dan gemiddeld. "Aandeelhouders hebben kennelijk baat bij een cfo die met behulp van een management control-methode de zaak goed in de hand houdt. Maar dat kan dus net zo goed een traditionele methode zijn." ■