

Sturen op aandeelhouderswaarde

Implicaties voor prestatie-meetsystemen op middenmanagementniveau

Marcel van Rinsum, Rogier den Dekker en Jaap van Iersel

SAMENVATTING Deze studie besteedt aandacht aan de implementatie van Value-Based Management (VBM). Het gebruik van waardemaatstaven wordt gekoppeld aan strategie, de grootte van de risico's van activiteiten en de diversiteit in het risico van de activiteiten. Data hieromtrent zijn verzameld middels semi-structureerde interviews. De resultaten laten zien dat business units in organisaties met een prospector strategie en business units die grotere risico's lopen relatief vaker gebruik lijken te maken van waardemaatstaven. Ook scholing, informatiesystemen en organisatiestructuren, bleken belangrijke factoren bij implementatie van het VBM-concept. Een volledige implementatie van VBM wordt niet altijd als noodzakelijk en wenselijk gezien.

1 Inleiding

De afgelopen jaren is er sprake geweest van een verschuiving van de aandacht van het 'maximaliseren van winst' naar het 'maximaliseren van economische waarde'. Theoretische argumenten hiervoor zijn onder

andere dat het begrip 'winst' geen rekening houdt met de kosten van eigen vermogen en het risico van de activiteiten. Een grotere waarde van de onderneming kan volgens Rappaport (1986) worden gerealiseerd met behulp van zeven waardestuwers (zie figuur 1).

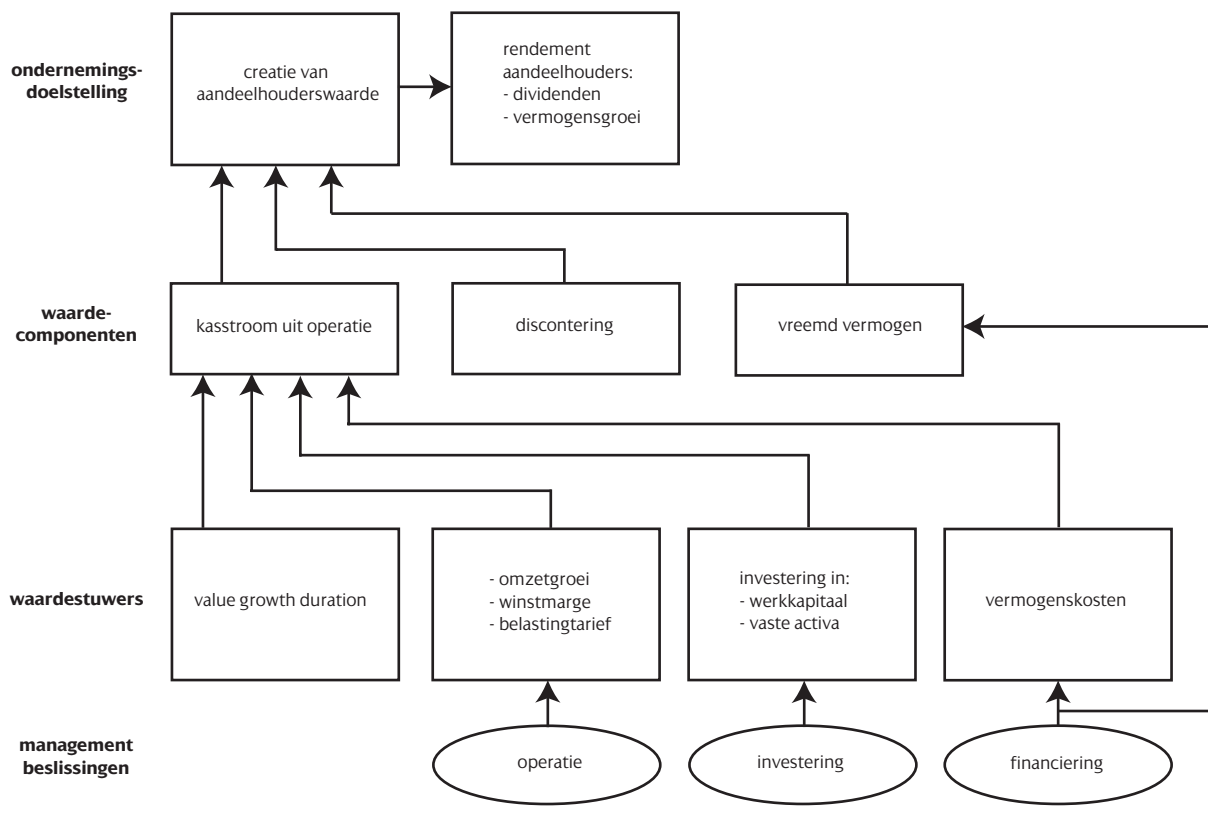
De grootste uitdaging bij de implementatie van Value-Based Management (VBM) is het zodanig organiseren van de ondernemingsprocessen, dat zowel de besluitvorming als de uitoefening van de operationele activiteiten zich richten op de creatie van aandeelhouderswaarde (Van de Voort en Leune, 1997). Om te kunnen sturen op aandeelhouderswaarde op middenmanagementniveau moet rekening worden gehouden met een aantal factoren. Dit artikel verschaft inzicht in de implementatie van VBM, alsmede in de invloed van strategie en de grootte van de risico's, alsmede de diversiteit daarin, op de inrichting van een waardegericht prestatie-meetsysteem. Wij doen verslag van een empirisch onderzoek naar de implementatie van VBM bij acht beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen.

Eerst zal in paragraaf twee het VBM-concept worden behandeld, waarbij zal worden ingegaan op de kernbegrippen van het concept en in het bijzonder op de waardegerichte prestatie-indicatoren. In paragraaf drie zal de invloed van deze factoren op de inrichting van het prestatie-meetsysteem worden onderzocht en worden hypothesen ontwikkeld. In paragraaf vier worden de methode van onderzoek en de resultaten behandeld. De hypothesen worden niet aan een formele statistische toets onderworpen, maar worden onderzocht middels interviews van managers in beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen. Voor deze methode is gekozen vanwege de complexiteit van het onderwerp en de wens om inzicht te verwerven in hoe VBM daadwerkelijk geïmplementeerd is in specifieke gevallen, hetgeen het gebruik van een vooraf vastgestelde vragenlijst bemoeilijkt. De appendix bevat de vragen die als leidraad hebben gediend voor de interviews. Paragraaf vijf bespreekt de conclusies van het onderzoek.

Drs. M. van Rinsum is als universitair docent verbonden geweest aan de Universiteiten van Amsterdam en Nijmegen, en is thans werkzaam als onderzoeker aan de RSM, Erasmus Universiteit, Rotterdam. Drs. Ing. R.C. den Dekker en Drs. Ing. J. van Iersel hebben beiden Bedrijfswetenschappen, richting Bedrijfseconomie gestudeerd aan de Universiteit van Nijmegen en daarvoor Technische Bedrijfskunde in Eindhoven. Momenteel is Drs. Ing. R.C. den Dekker werkzaam bij DSM op het gebied van internal control en compliance, en werkt Drs. Ing. J. van Iersel als business analyst voor Philips International B.V.

De auteurs danken Prof. dr. F.G.H. Hartmann RC en Drs. V.S. Maas voor waardevolle feedback en de geïnterviewde managers en ondernemingen voor hun tijd en medewerking.

Figuur 1: Shareholder value network (Bron: Rappaport, 1986, p. 54)



2 Value-Based Management

VBM is een managementconcept dat eind jaren tachtig is geïntroduceerd, waarmee een sterkere focus

Figuur 2: Raamwerk voor aandeelhouderswaardecreatie, gebaseerd op het Value-based management accounting framework van Ittner en Larcker (2001)



is ontstaan op de belangen van de aandeelhouder (McTaggart, 1994; Copeland et al., 1996). Het kan als volgt gedefinieerd worden: 'VBM is a managerial approach to manage a company by focussing on the key value drivers in order to create value by investing in projects exceeding the cost of capital' (Claes, 2000, p. 8). Volgens Ittner en Larcker (2001) bouwt het VBM-concept voort op bestaande management accounting kennis, ten einde een integraal raamwerk voor het meten en managen van bedrijfsprocessen op te stellen, met als expliciet doel aandeelhouderswaarde te creëren op lange termijn – zie figuur 2 (Black et al., 1998; Copeland et al., 1996; Dixon en Hedley, 1997; KPMG Consulting, 1999).

Een van de implicaties van VBM is dat het prestatie-meetsysteem dient te worden aangepast. Traditionele accountingmaatstaven nemen een aantal economische factoren niet mee, waardoor deze maatstaven niet (geheel) congruent zijn met de VBM-benadering. Nadelen die aan traditionele accounting indicatoren kleven zijn onder andere:

- 1 conservatieve oriëntatie, waarbij winsten worden geboekt als ze gerealiseerd zijn en verliezen direct geboekt worden (voorzichtigheidsbeginsel);

- 2 geen eenduidigheid van het begrip 'winst' (invloed van waarderingssstelsels);
 - 3 alleen de kosten van *vreemd* vermogen worden meegewogen, de kosten van het eigen vermogen worden niet meegewogen;
 - 4 ondernemersrisico blijft buiten beschouwing;
 - 5 de tijdswaarde van geld wordt genegeerd;
 - 6 immateriële activa worden ondergewaardeerd (investeringen in R&D, patenten).
- (Merchant en Van der Stede, 2003; Mayfield, 1997; Rappaport, 1986, 1998)

'Nieuwe' *value-based* prestatie maatstaven (Günther, 1997) ondervangen nadelen van traditionele accounting maatstaven door rekening te houden met de kosten van vermogen, de invloed van investeringen, de invloed van kasstromen en economische levensduur (Weissenrieder, 1997). Enkele voorbeelden zijn Shareholder Value Analysis (SVA), Economic Profit (EP), Economic Value Added (EVA¹), Cash Flow Return On Investment (CFROI) en Cash Value Added (CVA). Naar aanleiding van studies van Anctil (1996), Rogerson (1997) en Reichelstein (1997) kan worden geconcludeerd dat de congruentie tussen de doelen van de principaal (onderneming/aandeelhouders) en de agent (werknemer/manager) toeneemt bij het gebruik van dergelijke maatstaven die bij de berekening van de prestatie rekening houden met de vermogenskosten (zie Ittner en Larcker, 2001). De vermogenskosten of WACC (*weighted average cost of capital*) bestaan uit de gewogen gemiddelde rendementseisen van de vermogensverschaffers, inclusief de rendementseis op eigen vermogen, en weerspiegelen het risico van de activiteiten van de onderneming. Waardecreatie vindt plaats als de onderneming vermogen investeert in activiteiten die een rendement genereren dat hoger is dan de WACC.

Voor iedere onderneming kan een VBM-maatstaf berekend worden (Stewart, 1991). Zo heeft Koninklijke Ahold de maatstaf EVA op een dusdanige wijze opgenomen in zijn prestatie-meetsysteem dat zodra de werkmaatschappijen de balans en resultaatgegevens invoeren, EVA automatisch wordt berekend (Teune en Dekker, 2002). Relevant is echter de vraag of de invoering van een VBM-maatstaf ook vertaald is naar lagere managementniveaus en behulpzaam is bij het verschaffen van inzicht in de onderliggende waarde-stuwers. Sommige maatstaven zijn complex, wat de toepasbaarheid op lager niveau kan beperken. Verder dicteert het controllability principe dat prestatie maatstaven beïnvloedbaar dienen te zijn voor de manager die daarop wordt afgerekend, wat voor VBM-maatsta-

ven niet altijd het geval is voor het lagere management (denk bijvoorbeeld aan vermogenskosten en waarde-maatstaven op ondernemingsniveau). Verder onderzoek, waarin deze studie voor een deel voorziet, kan meer inzicht geven in de toepasbaarheid van VBM-maatstaven op lager niveau.

Voorts hebben traditionele accounting maatstaven, naast een aantal gebreken, ook voordelen. Zo geldt voor deze maatstaven dat zij:

- 1 frequent gemeten worden;
 - 2 relatief precies zijn;
 - 3 objectief zijn;
 - 4 min of meer overeenkomen met het ondernemingsdoel;
 - 5 in het algemeen kunnen worden beheerst door managers wier prestatie wordt geëvalueerd;
 - 6 begrijpelijk zijn; en
 - 7 weinig kosten met zich mee brengen.
- (Merchant en Van der Stede, 2003)

Van traditionele accounting maatstaven wordt nog steeds veelvuldig gebruikgemaakt (Merchant en Van der Stede, 2003), mogelijk vanwege deze voordelen. Ook laten sommige studies weinig of geen toegevoegde waarde van EVA boven accounting maatstaven zien (Biddle et al., 1997).

De vraag welke factoren de keuze voor en wijze van implementatie van VBM beïnvloeden wordt opgeroepen. In overeenstemming met de contingentie benadering geldt er geen algemene methode om VBM te implementeren (Kast en Rozenzweig, 1996, p.115), maar is de toepasbaarheid van verschillende prestatie-maatstaven afhankelijk van diverse situationele factoren, waaronder strategie en onzekerheid (zie Schoute en Claes, 2005). Juist in het geval van grote externe onzekerheid wegen de beperkingen van de traditionele maatstaven zwaar (Hartmann en Uytdehaage, 2001, p. 78). In deze studie laten wij zien hoe het gebruik van waardemaatstaven op middenmanagementniveau in beursgenoteerde ondernemingen afhankelijk lijkt te zijn van de strategie en van enkele oorzaken van onzekerheid, te weten de risicograad van de activiteiten van de business unit en de diversiteit daarin.

3 Theorie en hypothesen

Hieronder focussen we eerst op de relatie tussen strategie en het gebruik van expliciete waardemaatstaven op middenmanagementniveau. Daaronder verstaan we een maatstaf die rekening houdt met de invloed van investeringen en de vermogenskosten. Voor het onderscheid in verschillende strategieën hanteren we de typologie van Miles en Snow (1978). In deze typologie hebben *defenders* een smal productassortiment en deze

ondernemen weinig activiteiten met betrekking tot product- of marktontwikkeling. De belangrijke bedrijfsprocessen zijn aan financiële aspecten en productieaspecten gerelateerd, met een focus op efficiëntie. *Prospectors* daarentegen zijn continu op zoek naar marktkansen om zich van hun concurrenten te kunnen onderscheiden. Marketing en research zijn bepalend voor de activiteiten van de productieafdeling en de financiële beheersing van de onderneming. In productieafdelingen ligt de focus niet op het zo efficiënt mogelijk maken van het proces, maar op het verder ontplooiën van de ontwikkelingen vanuit research en development en deze gereed te maken voor productie. Het verband tussen strategie en het gebruik van waardemaatstaven kan als volgt afgeleid worden. Aangezien een defender opereert in een stabiele marktomgeving, is er weinig noodzaak om risico expliciet in de prestatie-meting op te nemen. Dit maakt de noodzaak om over te stappen op de ingewikkeldere waardemaatstaven gering en het is waarschijnlijk dat traditionele accounting maatstaven voldoen voor het meten van financiële doelen. Verder passen de traditionele maatstaven relatief goed bij het streven naar efficiëntie van een defender, vanwege hun objectieve en relatief precieze karakter. Onduidelijkheden en discussies ten aanzien van het al dan niet creëren van economische winst (boeken van opbrengsten) zijn bij een focus op kostenreductie overbodig en ongewenst. Daarnaast brengen traditionele maatstaven weinig directe kosten met zich mee, wat tevens past binnen het streven naar efficiëntie. Een prospector daarentegen erkent research en development als een van de belangrijkste onderdelen van de strategie. Dit is een typisch onderdeel dat in traditionele, transactiegeoriënteerde prestatie-meetsystemen slecht tot uiting komt. Aangezien de verwachte economische rendementen niet objectief te waarderen zijn, komt de waarde van dergelijke activiteiten niet tot uiting in traditionele accounting prestatie-maatstaven. Daarbij komt dat bij een prospector door de aard van de investeringen rekening moet worden gehouden met een langere periode voordat de rendementen zichtbaar worden. Hierdoor neemt het nut van waardemaatstaven toe, omdat deze rekening houden met risico en de tijdswaarde van geld. Bovenstaande discussie leidt tot de volgende hypothese:

H1: Prestatiemeetsystemen in business units met een 'prospector' strategie leggen meer nadruk op business unit waardemaatstaven (in plaats van traditionele financiële maatstaven) dan prestatiemeetsystemen in business units met een 'defender' strategie.

De volgende hypothesen betreffen de relatie tussen de

risico's van de activiteiten en het gebruik van waardemaatstaven. Naarmate het ondernemersrisico toeneemt, stijgt het vereiste rendement op eigen vermogen (en vreemd vermogen), omdat de vermogensverschaffers een vergoeding eisen voor het risico dat zij lopen. Aangezien waardemaatstaven rekening houden met het vereiste rendement op basis van het gelopen risico, is te verwachten dat in business units waarin de bedrijfsactiviteiten een relatief hoge risicograad kennen, meer gebruik zal worden gemaakt van waardemaatstaven. Dit omdat traditionele maatstaven alleen rekening houden met interest op vreemd vermogen en verzuimen het vereiste rendement op eigen vermogen in beschouwing te nemen. Dit vormt een groter probleem naarmate het niet in beschouwing genomen element in belang toeneemt, met andere woorden: bij grotere ondernemersrisico's. Tegelijkertijd verwachten we dat de mate van diversiteit van de risico's voor de verschillende business units binnen de onderneming van invloed zal zijn op het gebruik van waardemaatstaven op middenmanagementniveau. Indien de risicograad van de activiteiten niet voor iedere business unit gelijk is, gelden er namelijk verschillende rendementseisen (WACCs) voor deze bedrijfseenheden. Als voor de beoordeling van het management van die business units gebruik wordt gemaakt van waardemaatstaven (op business unit-niveau), dan kan op objectieve wijze rekening gehouden worden met de verschillen in risico's en bijbehorende verschillende WACCs. Bovenstaande analyse komt tot uiting in de volgende hypothesen:

H2a: Hoe hoger de risicograad van de activiteiten van een business unit, hoe groter de nadruk op business unit waardemaatstaven in het prestatiemeetsysteem.

H2b: Hoe groter de diversiteit in risicograad van de activiteiten van verschillende business units binnen een onderneming, hoe groter de nadruk op business unit waardemaatstaven in het prestatiemeetsysteem.

4 Methode en resultaten

Een empirisch onderzoek naar de implementatie van VBM is uitgevoerd bij acht beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen. De ondernemingen (A t/m H) die in het onderzoek betrokken zijn, zijn actief in verschillende branches, te weten: bouw (C), chemie (ondernemingen F en G), elektronica (A en D), levensmiddelen (B en H) en metaal (E). Deze selectie van ondernemingen is tot stand gekomen op basis van enerzijds de wens om spreiding over bedrijfstakken te verkrijgen, en is anderzijds ingegeven door (beperkingen ten aanzien van) de bereidheid tot medewerking van ondernemingen.

Data zijn verzameld aan de hand van interviews en algemeen beschikbare informatie; dit laatste betreft voornamelijk jaarverslagen. In zes gevallen is gesproken met financieel directeuren en controllers op middenmanagementniveau en daarnaast is in één geval gesproken met een logistiek manager op middenmanagementniveau. Voor deze methode is gekozen vanwege de complexiteit van het onderwerp en de wens om inzicht te verwerven in hoe VBM daadwerkelijk geïmplementeerd is in specifieke gevallen, hetgeen het gebruik van een vooraf vastgestelde vragenlijst bemoeilijkt. In de interviews zijn de volgende aspecten behandeld: 1) gebruik en bruikbaarheid van VBM en 2) de gehanteerde strategie en de risicograad van de activiteiten enerzijds en het gebruik van waardemaatstaven anderzijds. Hieronder volgen de resultaten.

Gebruik van VBM

Binnen ondernemingen F, G en H wordt gewerkt met het VBM-concept, in ondernemingen A en C is het VBM-concept in het verleden actief gehanteerd en ondernemingen B, D en E hebben nooit gewerkt met VBM en erkennen een wisselende noodzaak om het concept (of onderdelen ervan) in de toekomst nog te gaan toepassen. De drie ondernemingen die actief werken met het VBM-concept stellen alledrie een andere VBM-maatstaf centraal. Onderneming F werkt met EVA, onderneming G gebruikt CVA en onderneming H hanteert economic profit.

Het gebruik van VBM in de business units van onderneming F is sterk wisselend. Als reden hiervoor wordt aangegeven: *'We worden als business unit heel vrij gelaten. Iedere business unit heeft zijn eigen raamwerk van acteren. Het management van de business units moet wel verplicht werken met EVA, omdat de general manager van de business unit er op wordt afgerekend.'* De reden om met EVA te gaan werken was om de autonome business units een extra prikkel te geven om hun winstgevendheid te vergroten. EVA wordt in onderneming F, naast voor rapportage en beloning, ook toegepast bij de evaluatie van projecten en investeringen. EVA wordt gezien als een maatstaf die 'erbij' is gekomen, die naast de reeds bestaande maatstaven wordt gehanteerd. Op dit moment is er een afname van de aandacht voor EVA te bespeuren, en ten aanzien van de toekomst van EVA binnen onderneming F werd gesteld: *'...over vijf jaar bestaat EVA niet meer binnen deze onderneming. Als je de valuedrivers bekijkt zijn het immers de normale zaken.'*

Binnen onderneming G is men een stuk positiever. Er heerst een tevreden stemming ten aanzien van de implementatie en verdere verfijningen van het VBM-

concept worden gezien als mogelijkheden voor de toekomst. *'De focus op de deelgebieden van de waardecreatie ligt op de plek waar die hoort en de wijze waarop we dat vormgeven, is voor dit bedrijf goed. Het is niet al te academisch, maar het is nog begrijpelijk voor iedereen in de organisatie. Verder worden er vervolgens, als het moet op individueel niveau, consequenties aan verbonden en heel veel meer kun je niet doen om de onderneming op aandeelhouderswaarde te sturen.'* De reden om te gaan sturen op aandeelhouderswaarde was voor onderneming G het gebrek aan focus binnen de prestatiesturing op een bepaald element zoals bijvoorbeeld EBIT (earnings before interest and taxes) of omzet.

Onderneming H werkt sinds drie en een half jaar met het VBM-concept. De introductie ging gepaard met commitment van de top van de onderneming en een gedegen training voor de werknemers. Op dit moment is er specifieke aandacht voor de beheersing van het werkkapitaal, de kosten en de investeringsuitgaven. De waardemaatstaf die de onderneming daarbij hanteert is economic profit.

Ondernemingen A en C gebruiken ook waardemaatstaven, maar hebben in het verleden actiever gewerkt met VBM dan thans. Bij onderneming A zijn een aantal voorname bestanddelen van het concept terug te vinden in de bedrijfsvoering. De rapportage van economic profit is geformaliseerd in het prestatie-meetsysteem van de onderneming, maar daarnaast heeft iedere business unit een grote vrijheid: *'De day-to-day ondersteuning van de business is [...] zeer gedifferentieerd, in de zin dat iedere controller daar zijn eigen tools en technieken voor gebruikt.'* Onderneming A heeft een aantal jaren geleden 80% van het middenmanagement op training gestuurd om te begrijpen wat het VBM-concept inhoudt. Ten aanzien van de huidige omgang met het VBM-concept bij onderneming A werd het volgende opgemerkt: *'De reden waarom er minder aandacht voor is, is omdat het in die tijd een beetje een hype was. Het is nu niet weggeëbd, maar het is verankerd in de systematiek die de productdivisies gebruiken, er staat niet meer zo nadrukkelijk het zoeklicht op. [...] het is nu onderdeel van de 'standard way of working'.'* Onderneming C werkt slechts in beperkte mate met waardemaatstaven. Als reden hiervoor wordt aangegeven dat het VBM-concept aan niet-financiële managers moeilijk is uit te leggen, terwijl verwacht werd dat het VBM-concept door medewerkers met een hoger opleidingsniveau 'wel te begrijpen zou zijn'. Bij de implementatie is dan ook geen aandacht besteed aan training en opleiding. In de rapportages van de onderneming zijn de delen van het concept nog steeds terug te vinden.

Van de drie ondernemingen die niet met VBM werken noch hebben gewerkt (B, D en E), erkent onderneming D het nut van VBM, maar ook dat het prestatie-meetsysteem 'niet te complex' dient te worden, omdat dit anders niet uit te leggen is aan niet-financiële medewerkers. De kennis van het concept is ook bij onderneming D dus een probleem, en deze wil men nu middels trainingen stapsgewijs gaan overbrengen. Op dit moment is er een focus om het werkkapitaal te verlagen, zodat deze waardestuwert wel wordt betrokken in de prestatie-meting. De gedachte achter het gebruik van vermogenskosten is echter nog moeilijk uit te leggen aan managers binnen deze onderneming. Ondernemingen B en E gaven aan niet te verwachten het VBM-concept in de nabije toekomst te implementeren.

Voor een groot gedeelte wordt hetzelfde gedacht over het VBM-concept binnen de onderzochte ondernemingen. VBM wordt binnen alle ondernemingen door de geïnterviewden gezien als 'managementtrend' of 'modeverschijnsel'. De noodzaak om het VBM-concept als geheel te implementeren wordt door de meeste van de onderzochte bedrijven niet onderkend, wel wordt het belang van bepaalde onderdelen (zoals aandacht voor vermogenskosten) aangegeven door de geïnterviewden. Een belangrijke reden hiervoor is dat het concept als geheel niet door niet-financiële medewerkers begrepen zou worden en dat het huidige prestatie-meetsysteem volstaat gezien goede prestaties in het verleden. Een andere reden om VBM niet te implementeren is dat het 'het zoveelste concept' is wat moet worden opgenomen in het prestatie-meetsysteem, waardoor de aandacht teveel verdeeld moet worden over verschillende elementen van dit systeem. Daarnaast kwam ook een aantal kwalitatieve aspecten zoals de organisatorische structuur en minder geschikte IT-systemen naar voren als argument om niet met VBM te werken.

Invloed van strategie

Uit het onderzoek is gebleken dat drie van de acht onderzochte business units (in A, B en H) een strategie hanteren die te typeren is als 'prospector' op basis van de kenmerken: focus op het ontwikkelen van nieuwe producten; focus op marketing en research en toezicht op de omgeving (zie ook appendix). Van deze drie hanteren de business units in ondernemingen A en H ook waardemaatstaven in het prestatie-meetsysteem. De business unit in onderneming H werkt met economic profit en de business unit in onderneming A met een variant van economic profit. In de business unit van onderneming B, de derde prospector in het onderzoek, worden geen waardemaatstaven in het

prestatie-meetsysteem gehanteerd, maar is het prestatie-meetsysteem gebaseerd op traditionele maatstaven. De onderzochte business units van ondernemingen F en G zijn te typeren als defender. Deze business units werken met EVA respectievelijk CVA. Opvallend is echter wel dat de strategie van deze ondernemingen als geheel meer overeenkomsten vertoont met die van een prospector dan een defender. In het geval van ondernemingen C, D en E kunnen zowel de ondernemingen als de onderzochte business units getypeerd worden als defender. In de business unit van onderneming C komen waardemaatstaven terug in het prestatie-meetsysteem. In deze business unit zijn de elementen om economic profit te berekenen aanwezig, hoewel deze maatstaf niet actief als stuurvariabele wordt gehanteerd. In de business units van ondernemingen D en E wordt voor wat betreft prestatie-sturing met traditionele maatstaven gewerkt, hoewel er in onderneming D in zeer beperkte mate wel op waarde wordt gestuurd middels het werkkapitaal.

Op basis van de uitgevoerde interviews kan worden gesteld dat hypothese 1 niet bevestigd lijkt te worden. Een van de drie prospector-business units werkt niet met waardemaatstaven, en twee van de vijf defender-business units werken wel met waardemaatstaven. Wanneer een onderneming met VBM gaat werken, lijkt de implementatie daarvan niet afhankelijk van de strategie van bedrijfsonderdelen. Daarnaast is gebleken, dat wanneer een onderneming zowel business units met een prospector-strategie als business units met een defender-strategie heeft, er desondanks toch voor alle business units hetzelfde prestatie-meetsysteem gehanteerd wordt. Aangegeven redenen hiervoor zijn onder andere: 1) gewenste uniformiteit in het prestatie-meetsysteem en 2) het prestatie-meetsysteem wordt top-down geïmplementeerd zonder expliciet rekening te houden met verschillen in activiteiten binnen de onderneming. Derhalve kan geen ondersteuning worden gevonden voor hypothese 1.

Tabel 1: overzicht resultaten ten aanzien van H1

onderneming	strategie BU onderneming	strategie waardemaatstaf	gebruik
A	prospector	prospector	ja
B	prospector	prospector	nee
C	defender	defender	ja
D	defender	defender	nee
E	defender	defender	nee
F	defender	prospector	ja
G	defender	prospector	ja
H	prospector	prospector	ja

Wel lijkt de strategie op ondernemingsniveau het gebruik van waardemaatstaven te beïnvloeden: ondernemingen met een prospector-strategie lijken meer waardemaatstaven te gebruiken². Deze resultaten zijn samengevat in tabel 1.

Invloed van risico

Het risico van de activiteiten van de ondernemingen is in tabel 2 uitgezet tegen het gebruik van waardemaatstaven.

Tabel 2: overzicht resultaten ten aanzien van H2a

onderneming	risicograad BU waardemaatstaf	gebruik H2a	bevestiging
A	hoog	ja	ja
B	laag	nee	ja
C	laag	ja	nee
D	hoog	nee	nee
E	laag	nee	ja
F	hoog	ja	ja
G	hoog	ja	ja
H	laag	ja	nee

Vier van de onderzochte business units, namelijk die in ondernemingen A, D, F en G, kennen een hoge risicograad van de activiteiten. Drie van deze vier business units hanteren waardemaatstaven, te weten in ondernemingen A, F en G. Hierbij wordt aangetekend dat onderneming F een relatief lage WACC hanteert, welke niet het hele risico lijkt te omvatten. In de business unit in onderneming D ligt de nadruk sterk op traditionele maatstaven, hoewel als gevolg van hypothese 2a verwacht zou worden dat ook hier met waardemaatstaven gewerkt zou worden. Mogelijke verklaringen hiervoor ondanks het hoge risico van de activiteiten van deze onderneming luiden als volgt. Ten eerste heeft de markt waarin deze business unit opereert een drastische verandering doorgemaakt. Deze markt is in 2000 van een stabiele markt veranderd in een markt met een explosieve vraag naar een nieuw product. De onderneming heeft in korte tijd een sterke omzetgroei doorgemaakt en erkende geen noodzaak om veel aandacht te besteden aan investeringsselectie, vanwege de grote bereidheid van investeerders om vermogen in de activiteiten te investeren. Bijgevolg was er weinig of geen noodzaak om het prestatie-meetsysteem aan te passen. Ten tweede is onderneming D grotendeels gefinancierd met vreemd vermogen. Traditionele maatstaven houden dus mogelijk voldoende rekening met de vermogenskosten binnen deze onderneming.

Van de business units van de vier ondernemingen met activiteiten met een laag risico (B, C, E en H) werken ondernemingen C en H zowel met waardemaatstaven als traditionele maatstaven. De voornaamste doelstelling van de business unit van onderneming E, die opgelegd wordt vanuit de holding, is een traditionele maatstaf gebaseerd op het bedrijfsresultaat. Bij onderneming B is er sprake van een laag risico voor de gehele onderneming en ook daar is de sturing gebaseerd op traditionele maatstaven.

Gezien de bevinding dat het prestatie-meetsysteem van de meeste business units met een hoog risico waardemaatstaven bevat en de prestatiesystemen van business units met een laag risico veelal op traditionele maatstaven zijn gebaseerd, kan gesteld worden dat de resultaten een voorzichtige bevestiging laten zien van hypothese 2a.

Diversiteit in risico van de activiteiten

Waar hypothese 2a ingaat op de *hoogte* van het risico, gaat hypothese 2b in op het *verschil in risico* tussen activiteiten van verschillende business units binnen één onderneming.

Onderneming A is een duidelijk voorbeeld van een onderneming waarin activiteiten worden uitgevoerd met een verschillende risicograad. Onderneming A hanteert waardemaatstaven en laat deze verschillende risicogradaties tevens in de WACC tot uiting komen. Ook in onderneming F is de diversiteit in risico van de activiteiten relatief groot, en ook deze onderneming hanteert waardemaatstaven voor het evalueren van de business units overeenkomstig hypothese 2b. De diversiteit in risico wordt echter niet tot uiting gebracht middels gedifferentieerde WACCs. Hetzelfde is van toepassing op onderneming G, hoewel daar de noodzaak van verschillende WACCs wel erkend werd: *‘Omwille van de acceptatiegraad bij de betrokkenen is er gekozen om niet met verschillende WACCs te werken per activiteit. Dat er ooit verfijningen zullen komen weet ik zeker.’* In onderneming D is ook sprake van een grote spreiding van risico van de activiteiten. Deze onderneming houdt rekening met het werkkapitaal in het prestatie-meetsysteem, maar verder wordt er niet gewerkt met waardemaatstaven. Hoewel onderneming B een laag risico kent, geldt voor een gering aantal business units een aanmerkelijk hoger risico. Desondanks wordt er bij onderneming B geen noodzaak erkend om dit verschil in risico in de prestatie-meting op te nemen en ligt er geen nadruk op waardemaatstaven: *‘[...] er wordt wel met risicopremies gewerkt in verdisconteringsberekeningen, maar nooit expliciet. Het is meer ‘We moeten 2,5 keer de lange rente verdienen’. Er is geen WACC van dit bedrijf waar wij mee moeten rekenen.’*

Ondernemingen C, E en H kennen een kleine diversiteit in het risico van de activiteiten. Opvallend is dat onderneming C wél werkt met gedifferentieerde WACCs, terwijl de aard van de risicospreiding hier toe minder aanleiding geeft. Ook onderneming H gebruikt waardemaatstaven om de business units te evalueren, waarbij de WACC overigens niet gedifferentieerd wordt. Tot dit laatste bestaat ook weinig aanleiding gezien de lage risicospreiding en het geringe aantal activiteiten van deze onderneming. Onderneming E hanteert in het geheel geen waardemaatstaven.

Tabel 3: overzicht resultaten ten aanzien van H2b

onderneming	risicodiversiteit	gebruik	bevestiging
	onderneming	waardemaatstaf	H2b
A	groot	ja	ja
B	groot	nee	nee
C	klein	ja	nee
D	groot	nee	nee
E	klein	nee	ja
F	groot	ja	ja
G	groot	ja	ja
H	klein	ja	nee

Ten aanzien van hypothese 2b komt uit de resultaten een verdeeld beeld voort (zie tabel 3). Drie van de vijf ondernemingen met een hoge mate van diversiteit in het risico werken met waardemaatstaven. Twee van de drie ondernemingen met een lage mate van risicospreiding werken ook met waardemaatstaven. Deze resultaten lijken hypothese 2b niet te bevestigen en uit de interviews is tevens gebleken dat slechts twee van de vijf ondernemingen die waardemaatstaven gebruiken (onderneming A met grote en onderneming C met kleine risicospreiding), per business unit gedifferentieerde WACCs hanteren. Deze bevindingen zijn overigens in lijn met het onderzoek van Van de Voort et al. (1998), waarin vastgesteld wordt dat 73% van de onderzochte bedrijven één WACC voor de hele onderneming vaststelt.

5 Discussie

De verwachtingen met betrekking tot de effecten van strategie, risicograad en spreiding van risico's werden slechts ten dele ondersteund door de data. Een prospector strategie lijkt verband te houden met het gebruik van waardemaatstaven, maar vooral op ondernemingsniveau. Business units die grotere risico's lopen, lijken relatief vaker gebruik te maken van

waardemaatstaven. Een grotere mate van spreiding in de risico's van verschillende business units binnen dezelfde onderneming lijkt niet gerelateerd aan meer gebruik van waardemaatstaven; ook wordt de WACC niet vaak gedifferentieerd voor verschillende business units.

De resultaten met betrekking tot de hypothesen moeten worden gezien als een indicatie. De gehanteerde onderzoeksmethode (interviews) en het aantal waarnemingen maken generalisatie moeilijk. Tegelijkertijd is de sterkte van de gebruikte methode dat aanvullende inzichten zijn verkregen en achterliggende redenen voor het (niet) gebruiken van waardemaatstaven en het VBM-concept konden worden achterhaald, welke hieronder worden besproken.

Een argument om *niet* met VBM te gaan werken is dat managers op het hoogste niveau binnen de onderneming genoeg kennis van waardebestuwers hebben, waardoor geen noodzaak om aandeelhouderswaarde expliciet te maken wordt erkend. Wanneer medewerkers zich bewust zijn van het achterliggende idee, wordt een volledige implementatie niet altijd nodig geacht. Kortom, ondernemingen beseffen dat er waardebestuwers zijn, maar deze worden niet altijd gecombineerd tot één VBM-maatstaf.

Scholing bleek een voorname factor bij het al dan niet slagen van de implementatie van VBM. Ondanks de in de theorie vaak voorgespiegelde eenvoud, is gebleken dat bepaalde ondernemingen maandelijks aandacht moeten besteden aan uitleg van de achterliggende gedachte. In onderneming B werd hierover gezegd: *'Theoretisch heb je gelijk dat economic profit het beste is wat je kan verzinnen, maar ik krijg het aan mijn marketing- en technische collega's niet uitgelegd.'* Voor niet-financiële managers blijkt het lastig te begrijpen dat eigen vermogen ook geld kost. Daarnaast zien sommige ondernemingen teveel beperkingen van hun informatiesystemen en organisatiestructuur, waardoor de kosten van een implementatie van het VBM-concept hoger worden geacht dan de baten. Tenslotte beschouwen de geïnterviewde managers VBM over het algemeen als een modeverschijnsel. Zij verwachten dat VBM binnen vijf jaar is vervangen door een ander bedrijfseconomisch concept, als delen ervan zijn overgenomen als vast onderdeel van de werkwijze. Toegevoegde waarde van VBM wordt gezien in risicobeheer en het inzichtelijk maken van aan financiering gerelateerde beslissingen, hetgeen bij alle onderzochte ondernemingen op ondernemingsniveau geregeld wordt. Indien de waarde van VBM voornamelijk wordt gezien in dit type beslissingen, is er een kleinere noodzaak het VBM-concept op lagere niveaus in de organisatie te implementeren. ■

Literatuur

- Anctil, R., (1996), Capital budgeting using residual income maximization, in: *Review of Accounting Studies*, vol. 1, pp. 9–50.
- Biddle, G. C., R. M. Bowen en J. S. Wallace, (1997), Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, pp. 301–336.
- Black, A., J. Wright, J. Bachman, M. Makall en P. Wright, (1998), *In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance*, Pitman, London.
- Claes, P.C.M., (2000), *Value-based management in Dutch companies*, Research memorandum 00-08, Amsterdam Research Center in Accounting.
- Copeland, T., T. Koller en J. Murrin, (1996), *Valuation, measuring and managing the values of companies*, John Wiley & Sons Inc., New York.
- Dixon, P. en B. Hedley, (1997), *Managing for Value*, Braxton Associates, Boston.
- Günther, T., (1997), *Value-based performance measures for decentral organization units – a critical appraisal*, University of Technology, Dresden.
- Hartmann, F.G.H. en I. Uytdehaage, (2001), Het succes van nieuwe instrumenten voor prestatie-meting, in: *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, vol. 105, pp. 76–80.
- Iltner, C.D. en D.F. Larcker, (2001), Assessing empirical research in managerial accounting, a VBM perspective, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 349–410.
- Kast, F.E. en J. Rozenzweig, (1996), *Organization and Management, A systems and contingency approach*, McGraw Hill, London.
- KPMG Consulting, (1999), *Value-based Management: The growing importance of shareholder value in Europe*, KPMG Consulting, London.
- Lovata, L.M. en M.L. Costigan, (2002), Empirical analysis of adopters of economic value added, in: *Management Accounting Research*, vol. 14, pp. 215–228.
- McTaggart, J.M., (1994), *The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, New York.
- Mayfield, J., (1997), Economic value management, in: *Management Accounting*, vol. 75, nr. 8, pp. 32–33.
- Merchant, K.A. en W. van der Stede, (2003), *Management control systems, performance measurement, evaluation and incentives*, Prentice Hall, Harlow.
- Miles, R.W. en C.C. Snow, (1978), *Organizational strategy, structure and processes*, McGraw-Hill, New York.
- Rappaport, A., (1986), *Creating shareholder value: the new standard for business performance*, Collier Macmillan, London.
- Rappaport, A., (1998), *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, Free Press, New York.
- Reichelstein, S., (1997), Investment decisions and managerial performance evaluation, in: *Review of Accounting Studies*, vol. 2, pp. 157–180.
- Rogerson, W., (1997), Intertemporal cost allocation and managerial investment incentives: A theory explaining the use of economic value added as a performance measure, in: *Journal of Political Economy*, vol. 105, pp. 770–795.
- Schoute, M. en P.C.M. Claes, (2005), Het gebruik van VBM in middelgrote, Nederlandse productiebedrijven, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 79, pp. 212–220.
- Stewart, G.B., (1991), *The quest for value*, Harper Business, New York.
- Teune, M. en H.C. Dekker, (2002), Economic Value Added binnen drie Nederlandse ondernemingen, in: *Accounting*, vol. 106, nr.3, pp. 13–23.
- Voort, L.P.F. van de, en P. Leune, (1997), Value-based management, in: *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, vol. 101, pp. 434–442.
- Voort, L.P.F. van de, M.B.J. Schauten, O.W. Steenbeek, J.W. van der Windt en D.J.M. van Zijl, (1998), Obstakels bij het meten van gerealiseerde economische waarde bij Nederlandse ondernemingen, in: *Tijdschrift Financieel Management*, vol. 18, nr. 5, pp. 49–61.
- Weissenrieder, F., (1997), *Value-based management: economic value added or cash value added?*, Study No 1997:3, Gothenburg Studies in Financial Economics, Gothenburg University.

Noten

- 1 EVA is een geregistreerd handelsmerk van Stern Stewart Co.
- 2 Dit lijkt in strijd met Lovata en Costigan (2002), die vonden dat prospectors relatief minder gebruik maken van waardemaatstaven. Maar waar zij het gebruik van waardemaatstaven t.o.v. alle andere typen maatstaven zetten (waaronder niet-financiële), analyseren wij het gebruik van waardemaatstaven t.o.v. traditionele accounting maatstaven, ervan uitgaande dat het financiële perspectief belangrijk is voor elke onderneming.

Appendix: interviewprotocol

Inleiding

- 1.1. Wat doet de onderneming met VBM?
- 1.2. Hoe is de implementatie van VBM verlopen?
- 1.3. Vindt u VBM bruikbaar voor de onderneming?

Vragen over de businessstrategie

- 2.1. Licht in het kader van de business unit-strategie de nadruk op:
 - a. de introductie van nieuwe producten, of op het uitontwikkelen van bestaande producten?
 - b. enerzijds de afdelingen productie/finance of anderzijds marketing/research en development?
 - c. enerzijds op efficiëntie of anderzijds het uitbreiden van de activiteiten?
- 2.2. Hoe wordt toezicht gehouden op de beweging van de omgeving (technologie, concurrentie, trends, klantvraag) en wie zijn hierbij betrokken?
- 2.3. Wat is de tijdsoriëntatie van de business-strategie?
- 2.4. Hoe wordt toezicht gehouden op de uitvoering van de business-strategie en wie zijn hierbij betrokken?
- 2.5. Wat is het competitive advantage van het bedrijf en is dit per business unit verschillend?

Vragen over prestatiemeting

- 3.1. Hoe ziet het performance managementsysteem op business unit-niveau eruit?
- 3.2. Met welke maatstaven worden prestaties op corporate niveau gemeten?
- 3.3. Zijn deze maatstaven ook terug te vinden in divisies en business units?
- 3.4. Hoe is het performance managementsysteem ingericht voor de verschillende business units?
- 3.5. Tot welke groep behoort de meerderheid van de maatstaven die in het performance managementsysteem worden gehanteerd:
 - winst, ROS, ROA, ROCE, EBITDA¹;
 - (aandeelhouders)waarde, EVA, SVA, CVA, EP, cash flow, aandelenkoers;
 - (alléén indien maatstaven uit 2e categorie worden gehanteerd) Sinds wanneer worden deze maatstaven gebruikt, en waarom?

Vragen over risico

- 4.1. Hoe zou u het risico van de activiteiten classificeren? (laag, middel, hoog)
- 4.2. Worden de vermogenskosten afgestemd op deze risicograad?
- 4.3. Wordt hierbij onderscheid gemaakt tussen verschillende activiteiten, zodat er meerdere vermogenskostenvoeten worden gehanteerd?

Noot:

1 ROS = Return on Sales, ROA = Return on Assets, ROCE = Return On Capital Employed, EBITDA = Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization.