

Groeistrategie: van rendabele groei naar aandeelhouderswaarde

Nederlandse beursfondsen blijken vaker rendabel te groeien dan veelal wordt aangenomen, maar de bijdrage aan de aandeelhouderswaarde is klein. Als bedrijven rendabel willen groeien en daarmee aandeelhouderswaarde willen creëren, dan dienen zij aan de hand van een breder aantal strategische en economische indicatoren te worden gemanaged en beoordeeld dan doorgaans gebruikelijk is.

Bedrijven worden door beleggers en de media steeds scherper beoordeeld op hun vermogen om te groeien en waarde te creëren. Praktisch elk bedrijf streeft groei na, organisch of via overnames. Groei versterkt doorgaans de marktpositie, brengt de onderneming dicht bij haar strategische doelstelling, biedt werknemers een aantrekkelijker loopbaanperspectief en vergroot de waardecreatie. Door de jaren heen zijn twee belangrijke veronderstellingen over groei en waardecreatie ontstaan. Ten eerste zouden maar weinig bedrijven in staat zijn om rendabel te groeien en met omzetgroei ook meer economische waarde te creëren.¹ De tweede veronderstelling is dat groei en economische waarde zouden leiden tot meer aandeelhouderswaarde: een groeiende, goed renderende onderneming is ook een goede investering voor beleggers. Deze twee veronderstellingen over rendabele groei en aandeelhouderswaarde willen we in deze bijdrage toetsen aan de situatie in Nederland. Hiervoor zijn de prestaties van Nederlandse beursfondsen geanalyseerd over de periode 2003-2006.² In het onderzoek werd over deze periode gekeken naar de ontwikkeling van de omzetgroei, de economische waarde en de aandeelhouderswaarde, de drie belangrijkste indicatoren voor rendabele groei en waardecreatie.

In dit artikel gaan we eerst kort in op het concept van waardecreatie. Vervolgens bespreken we de belangrijkste bevindingen uit ons onderzoek, alsook mogelijke verklaringen voor de verschillen tussen de gevonden resultaten en traditionele aannames. Ten slotte doen we op basis van onze bevindingen

een aantal aanbevelingen voor de formulering van een groeistrategie. Hierbij kijken we vooral naar de effecten van groei en waardecreatie op de rol van strategisch management, prestatie-indicatoren, beloning en aandeelhouders.

Concept van waardecreatie

Economische waarde en 'market added value' (MVA) kunnen in de praktijk misschien wel worden gezien als de meest gebruikte maatstaven in 'value-based management' (VBM). In de benadering van VBM of waardemanagement worden strategie-bepaling, investeringen en beloningen vooral gemanaged en beoordeeld aan de hand van de waarde die een onderneming creëert. Het concept economische waarde of 'economic profit' stelt dat een onderneming alleen waarde creëert als haar behaalde rendement op het geïnvesteerde vermogen hoger is dan de kapitaalkosten van zowel het eigen als vreemde vermogen. De economische waarde kan worden beschouwd als een interne maatstaf die de werkelijke waarde of de beschikbare overwinst voor aandeelhouders weergeeft na aftrek van alle bedrijfs- en kapitaalkosten. Voor het eigen vermogen wordt doorgaans een kapitaalvergoeding gehanteerd, die een belegger in theorie ook elders zou kunnen krijgen. Deze vergoeding wordt bepaald door de risicovrije rente te verhogen met een gehanteerde marktrisicopremie, die afhankelijk is van het risicoprofiel van een onderneming. Anders dan economische waarde kan MVA worden gezien als een externe maatstaf voor de creatie van aandeelhouderswaarde. MVA is het

Drs. G.C. Brockhoff,
Drs. T. Verhoeven en
Drs. R. Van Rijn zijn
adviseurs bij JBR
Organisatie-adviseurs op
het gebied van strategie
en corporate finance.

1. G. Markman en W. Gartner, 'Is extraordinary growth profitable? A study of Inc. 500 high-growth companies', *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 27 (1), 2002, p. 65-75;
 2. C. Zook en J. Allen, *Profit from the core: Expand your market without abandoning the roots*, Harvard Business School Press, Boston, 2001.
2. Het onderzoek betrof 36 van de 49 AEX- en AMX-fondsen en is uitgevoerd door JBR Organisatie-adviseurs. Banken, verzekeraars en vastgoedfondsen zijn buiten beschouwing gebleven, net als bedrijven met een onvolledige datareeks zoals TomTom.

verschil tussen de boekwaarde en marktwaarde van een onderneming. Hoe groter de MVA, hoe meer aandeelhouderswaarde een onderneming creëert. De aandeelhouderswaarde wordt ook wel eens gemeten in de ontwikkeling van de beurswaarde (marktkapitalisatie). Door de jaren heen is de opvat-

De rendabele groei kan niet eenduidig worden verklaard door de onderliggende indicatoren van rendabele groei en waardecreatie

ting ontstaan dat een verhoging van de economische waarde van een bedrijf leidt tot een toename van aandeelhouderswaarde zoals gemeten in MVA.³ Hierbij wordt aangenomen dat aandeelhouders de prestaties van een onderneming juist kunnen beoordelen en hier rationeel op reageren. Dat zou betekenen dat de ontwikkeling van de economische waardeschepping voor een belangrijk deel veranderingen in de MVA zou verklaren.

Mate van rendabele groei

De eerste veronderstelling die wij hebben getoetst, behelst de mate waarin Nederlandse beursfondsen rendabel groeien en met omzetgroei ook economische waarde hebben toegevoegd. Uit het onderzoek blijkt dat zeven van de tien Nederlandse fondsen tussen 2003-2006 omzetgroei realiseerden en vijf van de tien zowel hun omzet als economische waarde wisten te vergroten. Dit betekent dat de helft van de onderzochte beursbedrijven in de afgelopen jaren rendabel groeide (zie figuur 1). Blijkbaar zijn in de afgelopen jaren fondsen vaker rendabel gegroeid dan op grond van eerdere onderzoeken kan worden aangenomen. Het verband tussen de omzet en economische waarde is in de afgelopen jaren echter niet heel sterk geweest: de ontwikkeling van de omzet verklaart in beperkte mate veranderingen in de economische waarde. De grote beursfondsen creëerden gemiddeld de meeste economische waarde, hoewel zich onder het aantal rendabel groeiende bedrijven meer middelgrote fondsen bevonden. Dat heeft te maken met het uitgangsjaar 2003, waarin de middelgrote fondsen er gemiddeld niet goed voor stonden. De afgelopen jaren hebben zij wat betreft het behaalde rendement een inhaalslag gemaakt.

Waar het rendabele groei aan gaat, konden de 'high performers' tot de meer industriële, technologiegedreven sectoren worden gerekend. Waarschijnlijk heeft de sector waarin bedrijven opereren een rol gespeeld en hebben zij het meest kunnen profiteren van het opgetreden marktherstel. Dit ondersteunt de opvatting dat externe factoren buiten de

controle van het management een belangrijk effect zouden hebben op de prestaties van de onderneming. De resultaten van de high performers waren niet alle jaren positief: goede resultaten werden afgewisseld met mindere, maar gemiddeld boekten deze high performers de beste resultaten. Verder is opmerkelijk dat de meeste marktleider zijn in hun sector en vooral organisch zijn gegroeid in de afgelopen jaren. De high performers hebben een vergelijkbare groeistrategie gevolgd met duidelijke kernactiviteiten, een focus op synergie in hun portfolio, de bereidheid om te investeren en het vasthouden aan een verticaal, geïntegreerd bedrijfsmodel. Deze mix heeft in de periode van 2003-2006 waarschijnlijk goed gewerkt. Dit wijst erop dat de marktomstandigheden en strategische keuzen er de afgelopen jaren toe hebben gedaan: rendabele groei lijkt samen te hangen met het strategische 'umfeld' van een onderneming.

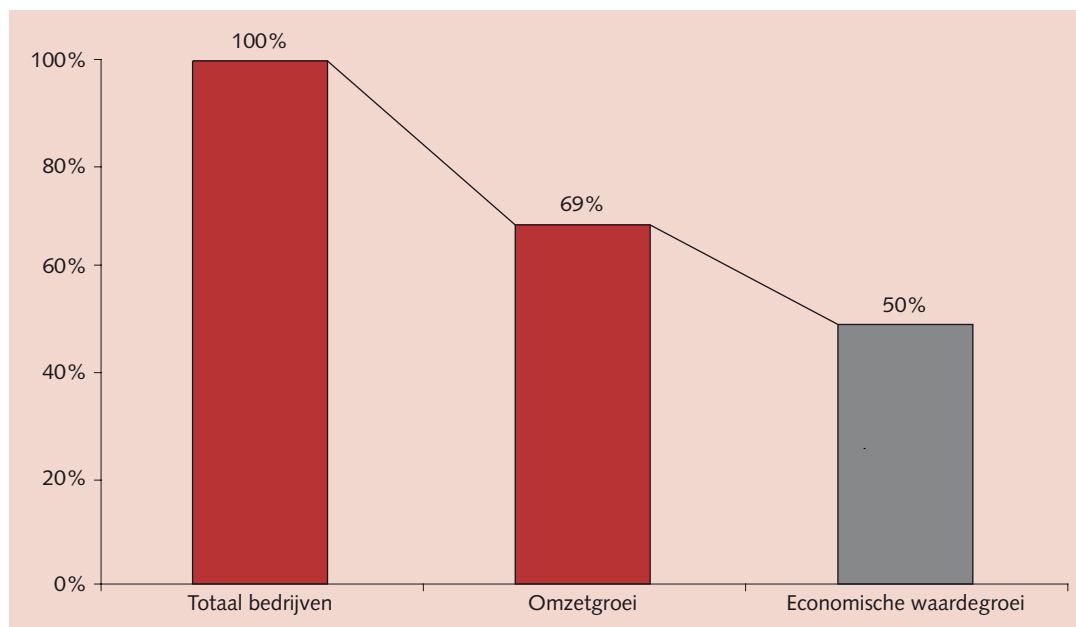
Uit het onderzoek blijkt dat de rendabele groei niet eenduidig kan worden verklaard door de onderliggende indicatoren van rendabele groei en waardecreatie. Er bestond tussen 2003 en 2006 nauwelijks een verband tussen de toename van de economische waarde en bijvoorbeeld de ontwikkeling van de omzet, het (aangepaste) operationele resultaat na belastingen, de kapitaalkosten of het geïnvesteerde vermogen. De uitkomsten geven aan dat rendabele groei gepaard lijkt te zijn gegaan met zowel expansie als kostenverminderingen, waarbij het management tegelijkertijd groeide en bespaarde. In economische zin kan echter geen eenduidig recept voor rendabele groei worden afgeleid: bij elk fonds heeft schijnbaar een andere mix van factoren samengehangen met haar omzet- en economische waardeontwikkeling.

Economische waarde en aandeelhouderswaarde

Uit het onderzoek blijkt dus dat in de afgelopen jaren meer fondsen rendabel zijn gegroeid dan meestal wordt verondersteld. Om een beter beeld te krijgen van het verband tussen rendabele groei en de gecreëerde aandeelhouderswaarde hebben wij de veronderstelling getoetst dat rendabele groei tot meer waarde voor beleggers leidt: in welke mate betekende rendabele groei voor Nederlandse beursfondsen ook meer aandeelhouderswaarde? Ook hier weerspreken de uitkomsten de bestaande veronderstelling: er kan geen verband worden gevonden tussen de mate van rendabele groei en de gecreëerde aandeelhouderswaarde voor beleggers. Dit geeft aan dat rendabele groei niet per se tot meer aandeelhouderswaarde hoeft te leiden en

3. S. Young en S. O'Byrne, *EVA and value-based management: A practical guide to implementation*, McGraw-Hill, New York, 2001, en G. Stewart, *The quest for value*, HarperBusiness, New York, 1991.

Figuur 1. Rendabele groei Nederlandse beursfondsen (2003-2006)



aandeelhouderswaarde misschien niet de juiste maatstaf is om rendabele groei te managen en beoordelen.

In de afgelopen jaren groeiden bij de onderzochte bedrijven de economische waarde en de MVA gemiddeld ongeveer even snel, maar de groei van de omzet bleef hierbij fors achter. Door de diversiteit in de prestaties van de fondsen is de relatie tussen veranderingen in de economische waarde en de beurswaarde echter zwak en bestaat er geen verband tussen veranderingen in de economische waarde en de MVA. Zelfs als alleen wordt gekeken naar de groep van fondsen waarvan de prestaties onderling de meeste gelijkheid vertonen, is het verband tussen rendabele groei en aandeelhouderswaarde zwak. Uit de onderzoeksresultaten blijkt dat aandeelhouderswaarde evenmin correspondeert met de omzetgroei van een fonds: de beurswaarde lijkt wel te reageren, de MVA van een onderneming niet. Er kan verder geen relatie worden gevonden tussen de mate waarin een fonds meer economische waarde realiseert met elke nieuwe euro omzet (de marginale waardeschepping) enerzijds en de ontwikkeling van de aandeelhouderswaarde anderzijds. Evenmin kan een verband worden gevonden tussen veranderingen in de beurswaarde of MVA en veranderingen in het operationele resultaat van de Nederlandse fondsen.

Ten slotte is voor de relatie tussen rendabele groei en aandeelhouderswaarde gekeken naar de toename van de beurswaarde en MVA van de 'high perfor-

mers' op het gebied van rendabele groei. Het blijkt dat zij wat betreft de creatie van aandeelhouderswaarde tot de middenmotors of zelfs hekkensluiters van de bekeken Nederlandse fondsen behoorden. Van de high performers bedroeg de MVA-toename gemiddeld 21 procent, terwijl de onderzochte fondsen in het algemeen met gemiddeld 68 procent in MVA stegen. Van de beursfondsen waren de grootste stijgers in MVA de middelgrote fondsen; de sectoren varieerden van bouw, industrie tot lichte chemie. In de tweede helft van de jaren negentig waren het ter vergelijking bijvoorbeeld vooral computer-, internet- en communicatiebedrijven die de meeste aandeelhouderswaarde creëerden.⁴ De onderzoeksresultaten indiceren dat het tijdvak en het aanvangsjaar bij de analyse van aandeelhouderswaarde een belangrijke rol spelen. Mogelijk waren de goede vooruitzichten van de high performers al in de koers verdisconteerd en zullen zij de komende jaren minder groei laten zien. Misschien kijken beleggers anders naar de prestaties van een onderneming en vinden zij rendabele groei minder belangrijk. Daarnaast kan uit het onderzoek worden afgeleid dat CEO's die als crisismanager aantreden in een moeilijke tijd meer kans hebben om de koers te verhogen en aandeelhouderswaarde te creëren dan opvolgers in succesvolle bedrijven met reeds een hoge beurswaardering.

Het beeld dat naar voren komt is dat voor Nederlandse beursfondsen weinig verband kan worden gevonden tussen economische waarde of rendabele

4. A. Ehrbar, '3rd Annual MVA ranking', *The Chief Executive*, december, 2000.

groei en de toename van aandeelhouderswaarde voor beleggers: een bedrijf dat uitblinkt in economische waarde of rendabele groei is voor een belegger niet vanzelfsprekend een goede investering. Het ontbreken van een duidelijke relatie tussen economische waarde of andere operationele prestatie-indicatoren en aandeelhouderswaarde is overigens ook al eerder gesignaleerd.⁵ Samengevat geeft het onderzoek aan dat bedrijven mogelijk vaker rendabel groeien dan wordt verondersteld, maar dat er geen duidelijk verband kan worden gevonden tussen economische waarde of rendabele groei en de creatie van aandeelhouderswaarde (zie figuur 2).

Mogelijke verklaringen

Voor het geconstateerde verschil tussen de economische waardeschepping en rendabele groei enerzijds en de creatie van aandeelhouderswaarde anderzijds kunnen verschillende verklaringen worden bedacht:

- De berekening van economische waarde is niet gestandaardiseerd en objectief, en uitgangspunten, bijvoorbeeld over afschrijvingen, belastingdruk, kapitaalkosten en boekwaarden, kunnen uitkomsten (sterk) beïnvloeden

- Economische waarde zegt eerder iets over de gerealiseerde resultaten in de voorbije periode, terwijl de financiële markt vooral kijkt naar de intenties van en de vooruitzichten voor de onderneming
- Het vertrouwen van beleggers in de capaciteiten van het management en de kredietwaardigheid van de onderneming hebben vaak grote invloed op de koersontwikkeling
- Beleggers wegen aandelen af tegen alternatieven zoals spaarrekeningen, obligaties en private equity, afhankelijk van bijvoorbeeld de renteontwikkelingen en het risicoprofiel
- De verhandelbaarheid van het aandeel, wat betreft de prijs per aandeel en het deel van alle uitgegeven aandelen dat daadwerkelijk op de beurs wordt verhandeld (de 'free float'), kan invloed hebben op de waardering en koersontwikkeling
- Koersen worden beïnvloed door de omvang van de geldstromen in de wereld en de beschikbare liquide middelen van beleggers om te investeren
- Bedrijven worden afgezet tegen hun concurrenten of juist tegen onvergelykbare bedrijven in andere markten en deze manier van benchmarking

Figuur 2. Samenvatting belangrijkste onderzoeksbevindingen

Bevinding	Toelichting
Bedrijven groeien vaker rendabel dan gedacht	De helft van de Nederlandse beursfondsen wist rendabel te groeien, waarbij zij zowel hun omzet als economische waardeschepping hebben vergroot: het aantal bedrijven dat rendabel groeit, lijkt groter dan doorgaans wordt aangenomen
Marktomstandigheden beïnvloeden rendabele groei	Rendabele groei lijkt te zijn beïnvloed door de marktomstandigheden in de verschillende sectoren, wat bevestigt dat rendabele groei deels wordt bepaald door externe factoren die buiten de controle van het management liggen
Rendabele groei leidt niet vanzelfsprekend tot aandeelhouderswaarde	Rendabele groei lijkt voor de bekeken fondsen geen verband te hebben met de toename van de aandeelhouderswaarde gemeten in beurswaarde of MVA: rendabele groei leidt niet noodzakelijkerwijs tot meer creatie van aandeelhouderswaarde
High performers van rendabele groei zijn niet per se goede belegging	High performers op het gebied van rendabele groei scoren niet vanzelfsprekend hoog op de creatie van aandeelhouderswaarde voor beleggers: goed renderende bedrijven zijn niet automatisch een goede belegging

5. P. Fernández, 'EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation', IESE, Research paper, nr. 453, 2002; R. Dobbs en T. Koller, 'The expectations treadmill', *The McKinsey Quarterly*, vol. 3, 1998, p. 32-43.

king kan effect hebben op de koersen, ook al zijn de bedrijven in de benchmark aan andere beurzen genoteerd

- Beleggers hebben geen volledige informatie en actualiteiten, winstprognoses of geruchten over overnames kunnen het beursstemment laten omslaan zonder dat de onderliggende economische waarde fundamenteel is veranderd

Soms speelt een aantal van deze factoren tegelijkertijd een rol. In de afgelopen zomer kenden de financiële beurzen door een verslechterend klimaat bijvoorbeeld een forse correctie omlaag, waardoor veel aandeelhouderswaarde werd vernietigd.⁶

“Na de aanhoudende ‘search for yield’ van de afgelopen jaren, samenhangend met de historisch lage kapitaalmarktrentes, zijn recentelijk steeds meer signalen van een serieuze omslag in het marktsentiment waarneembaar. De toegenomen risicoaversie vindt haar oorsprong in het ‘subprime’-segment van de Amerikaanse hypotheekmarkt en komt inmiddels ook op andere markten tot uiting. Het opwaartse renteklimaat in combinatie met toegenomen zekerheid over de waarde van onderliggende activa bij gestructureerde kredietproducten en de posities van tegenpartijen daarin culmineerde in augustus in een substantiële correctie op de financiële markten en tot liquiditeitsschaarste op diverse (krediet)markten alsmede de interbancaire geldmarkten.”

Het onderzoek onder Nederlandse beursfondsen werpt een ander licht op het gebruik van economische waarde en aandeelhouderswaarde als mogelijke meetlaten voor strategie, investeringen en beloning bij groeivraagstukken. Het lijkt zinvol om een bredere meetlat dan aandeelhouderswaarde te hanteren als voor een bedrijf rendabele groei belangrijk is. Dit kan voor bedrijven die aandeelhouderswaarde leidend hebben gemaakt in hun VBM-model, een nieuwe wending geven aan de beoordeling van hun groeistrategie. Groei zou op meer prestatie-indicatoren moeten worden beoordeeld vanuit een meer integraal strategisch en economisch perspectief op zowel korte als lange termijn om de bestendigheid van de onderneming en de kwaliteiten van het management beter te beoordelen.⁷ Het is aannemelijk dat de uitkomsten ook gelden voor veel andere bedrijven, zoals familie- en DGA-bedrijven en ondernemingen waarin private equity-fondsen investeren. Die ondernemingen zijn niet aan de beurs genoteerd

en aandeelhouderswaarde kan niet worden afgemeten aan hun MVA, maar bij overnames en desinvesteringen komen zij niettemin in aanraking met waarderingen die vaak zijn gebaseerd op marktwaarden. Wat betreft de mate van rendabele groei bestaan aanwijzingen dat familie- en DGA-bedrijven misschien zelfs succesvoller zijn dan beursgenoteerde bedrijven.⁸ Ook is er geen reden om aan te nemen dat de inzichten niet gelden op divisieniveau binnen ondernemingen. Dat betekent dat de reikwijdte van de nieuwe inzichten waarschijnlijk breed is en bedrijven in het algemeen groei breder dan nu zouden moeten managen en beoordelen.

Aanbevelingen voor een groeistrategie

De vraag ontstaat wat de betekenis is van het feit dat bedrijven waarschijnlijk vaker rendabel groeien dan wordt verondersteld, maar dat rendabele groei weinig effect zou hebben op de aandeelhouderswaarde voor beleggers. Wat zouden bedrijven die rendabel willen groeien en daarmee eveneens aandeelhouderswaarde willen creëren, in het bijzonder moeten doen? Op basis van de onderzoeksresultaten komen wij tot zes aanbevelingen voor een effectieve groeistrategie (zie ook figuur 3).

Realiseer als onderneming vaker groei

Het onderzoek geeft ten eerste aan dat omzetgroei vaker tot economische waardeschepping leidt dan meestal wordt gedacht. Een grotere economische waarde vergroot de financiële gezondheid en de continuïteit van een onderneming en biedt haar aandeelhouders een rendement dat hoger ligt dan een marktconforme kapitaalvergoeding. Daarnaast leidt omzetgroei zelf doorgaans tot een betere concurrentie- en leverancierspositie en betere salariscondities en loopbaanperspectieven voor medewerkers. Daarnaast is een groeiende organisatie voor de ‘stakeholders’ aantrekkelijker dan een krimpende. Het onderzoek geeft aan dat de meeste krimpende ondernemingen ook waarde vernietigen. Wij zouden bedrijven om deze redenen aanbevelen om groei centraler in hun strategie en bedrijfsvoering te plaatsen.

Groei op basis van een heldere visie

Ten tweede komt uit de onderzoeksresultaten naar voren dat de high performers van rendabele groei een heldere groeistrategie volgden met een duidelijk

Het lijkt zinvol om een bredere meetlat dan aandeelhouderswaarde te hanteren als voor een bedrijf rendabele groei belangrijk is

6. De Nederlandsche Bank, *Overzicht financiële stabiliteit in Nederland*, september 2007, nr. 6, p. 5.

7. R. Dobbs, K. Leslie en L. Mendonca, ‘Building the healthy corporation’, *The McKinsey Quarterly*, 2005, vol. 3, p. 63-71;

G. Brockhoff en R. van Rijn, *Strategie vanuit visie: groei en herstructurering van organisaties*, Kluwer, Deventer, 2006.

8. D. Miller en I. Le Breton-Miller, ‘Goed en minder goed presterende familiebedrijven: Lessen voor managers’, *Holland Management Review*, nr. 108, 2006, p. 8-21.

richtingsgevoel. Zij groeiden niet met groei als doelstelling op zichzelf, maar zij hadden een duidelijke visie met ambitie voor ogen over wat zij wilden bereiken. Groei kan zich bijvoorbeeld richten op meer waarde voor aandeelhouders, een betere marktpositie voor de onderneming, een breder serviceniveau naar klanten of een betere toegang tot bepaalde markten of grondstoffen. Op basis van de onderzoeksresultaten van de high performers raden wij ondernemingen die rendabele groei nastreven aan om een groeistrategie te ontwikkelen vanuit een heldere visie en strategische doelstelling.

Manage groei als duidelijke strategische discipline

Daarnaast laten de onderzoeksresultaten zien dat rendabele groei voor een deel samenhangt met de marktomstandigheden van een onderneming. Het belang van de externe omgeving en de keuzen die het management maakt richting bijvoorbeeld klanten en strategische partners geven aan dat een succesvolle groeistrategie wordt beïnvloed door het vermogen van het management om niet alleen de juiste groeimarkten te identificeren, maar ook de juiste groeistrategie te ontwikkelen en realiseren. Op grond hiervan bevelen wij ondernemingen aan om meer aandacht te

hebben voor de ‘strategische discipline’ van de organisatie: de kwaliteit van het strategische management binnen de organisatie enerzijds en het vermogen van de organisatie om te groeien wat betreft mensen, processen en infrastructuur anderzijds.

Stuur op economische waarde als maatstaf

Ten vierde lijkt algemeen geaccepteerd dat bij groeivraagstukken de economische waarde een betere maatstaf is dan strikt financiële, traditionele indicatoren, zoals de operationele winst, die geen rekening houden met het geïnvesteerde vermogen en de kapitaalkosten hiervan. Economische waarde stuurt op de werkelijke, behaalde economische winst na aftrek van alle bedrijfs- en vermogenskosten en omvat belangrijke parameters zoals groei, kosten, investeringen, belasting en kapitaalkosten. Daarnaast is economische waarde als maatstaf toepasbaar voor alle bedrijven, zelfs op divisieniveau, en is deze uitlegbaar aan anderen. Bovendien hebben managers grip op de economische waarde door bijvoorbeeld omzetgroei te realiseren, het rendement op het geïnvesteerde vermogen te verbeteren of de kapitaalkosten te verlagen. Bedrijven zouden om deze redenen in onze optiek economische

Figuur 3. Aanbevelingen voor een groeistrategie

Aanbeveling	Toelichting
Realiseer als onderneming vaker groei	Groei biedt economische voordelen aan alle <i>stakeholders</i>
Groei op basis van een heldere visie	High performers van rendabele groei lijken meer dan andere bedrijven een groeistrategie vanuit een heldere visie en strategische doelstelling te hebben
Manage groei als strategische discipline	Rendabele groei hangt samen met de kwaliteit van het strategische management binnen een organisatie en het vermogen om te groeien wat betreft mensen, processen en infrastructuur
Stuur op economische waarde als maatstaf	Economische waarde behoort tot de beste maatstaven voor bedrijfsprestaties door de theoretische juistheid, brede acceptatie, brede toepasbaarheid en de beïnvloedbaarheid door managers
Maak economische waarde onderdeel van beloning	Bedrijven die rendabele groei nastreven, kunnen een krachtige prikkel creëren voor het management door economische waarde in een benchmark aan het beloningstelsel toe te voegen
Investeer meer in aandeelhouders (en analisten)	Bedrijven die met rendabele groei meer aandeelhouderswaarde willen creëren, moeten trachten om de kloof tussen de economische waarde en de aandeelhouderswaarde te verkleinen

waardeontwikkeling aan hun belangrijkste prestatie-indicatoren moeten toevoegen.

Maak economische waarde onderdeel van beloning

Uit het onderzoek blijkt verder weinig verband te bestaan tussen rendabele groei en de gecreëerde aandeelhouderswaarde. Het ontbreken van een duidelijk verband pleit ervoor om bij beursfondsen waarvoor rendabele groei belangrijk is, de economische waardeontwikkeling onderdeel te maken van de beloningsystematiek, in aanvulling op de de creatie van aandeelhouderswaarde. Koersafhankelijke bonussen en managementbezit van opties en aandelen spreken misschien veel beleggers aan, voor rendabele groei moet het management zoals geconstateerd zijn oor niet te veel naar aandeelhouderswaarde laten hangen. Om de invloed van de gesignaleerde sectorontwikkelingen op de mate van waardecreatie te neutraliseren, lijkt het ons inziens verder raadzaam om de beloning te laten afhangen van de prestaties van de onderneming in vergelijking tot zogeheten 'peers', die onder vergelijkbare marktomstandigheden opereren. Zo wordt de beloning gecorrigeerd voor aandeelhouderswaardecreatie als een gevolg van een marktherstel of macro-economische ontwikkelingen, waar het management geen invloed op heeft: benchmarking maakt beloning objectiever en beter uitlegbaar. Daarnaast kan de continuïteit van een onderneming op lange termijn worden gestimuleerd door strategische, meer kwalitatieve prestatie-indicatoren toe te voegen aan het beloningstelsel.

Investeer meer in aandeelhouders (en analisten)

Ten slotte, het ontbreken van een verband tussen de ontwikkeling van de economische waarde en aandeelhouderswaarde vormt een lastige uitdaging voor het management. De afwezigheid van een verband zegt iets over de binding van beleggers en hoe zij prestaties beoordelen. Mogelijk laten beleggers zich te veel afleiden door andere belangen en ontwikkelingen en is het management doorgaans niet in staat om de aantrekkingskracht en beleggerloyaliteit te borgen met hun groeistrategie, resultaten en uitstraling. De perceptie van beleggers wordt in grote mate beïnvloed door analistenverwachtingen en de rapportages die van analisten verschijnen zijn een goede graadmeter voor hoe de financiële markt een sector of bedrijf beoordeelt. Bedrijven die met rendabele groei ook meer aandeelhouderswaarde willen creëren, moeten een manier zien te vinden om de geconstateerde kloof tussen de economische waarde en de aandeelhou-

derswaarde te verkleinen, hoe lastig dit ook in de praktijk kan zijn. Bedrijven zouden misschien hun aandeelhouders (nog) meer aandacht moeten geven en de beleggers die zich meer op de lange termijn richten, aan zich moeten weten te binden. Ook kan worden gedacht aan een betere communicatie naar analisten toe. Een hechtere band, een meer aansprekende groeistrategie en een betere informatievoorziening kunnen het management helpen om de creatie van aandeelhouderswaarde meer op één lijn te krijgen met een hoger economisch rendement op het geïnvesteerde vermogen.

Tot slot

Samengevat weerspreken de resultaten van het onderzoek naar Nederlandse beursgenoteerde bedrijven twee belangrijke veronderstellingen over rendabele groei en de ontwikkeling van aandeelhouderswaarde. Het aantal bedrijven dat in een zekere periode rendabel groeit en zowel de omzet als economische waarde weet te vergroten, is waarschijnlijk groter dan wordt aangenomen. Dat zou kunnen betekenen dat misschien positiever moet worden aangekeken tegen groei, maar ook dat voor groei de marktomstandigheden, de marktpositie van de onderneming en de vaardigheden van het management een belangrijke rol spelen. De constatering dat bedrijven vaker rendabel zouden groeien dan verondersteld, geldt behalve voor beursfondsen naar verwachting ook voor familie-, DGA- en private-equitybedrijven, maar dat zou nader moeten worden onderzocht. Verder blijkt uit het onderzoek dat rendabele groei minder effect heeft op de toename van aandeelhouderswaarde dan gedacht. Bedrijven die zich richten op rendabele groei en hiermee meer aandeelhouderswaarde willen creëren, kunnen hun groeistrategie waarschijnlijk beter aan de hand van meer prestatie-indicatoren managen en beoordelen dan de creatie van aandeelhouderswaarde alleen. De onderzoeksresultaten pleiten voor een meer integrale strategische en economische beoordeling van een groeistrategie met ruimte voor kwalitatieve aspecten. Verder onderzoek zou zich kunnen richten op de vraag hoe een meer samenhangende beoordelingssystematiek voor strategievorming, investeringen en beloning er precies uit zou kunnen zien.

De continuïteit van een onderneming kan op lange termijn worden gestimuleerd door strategische, meer kwalitatieve prestatie-indicatoren toe te voegen aan het beloningstelsel