

Onderzoek naar prestaties ondernemingen

PERFORMANCE VERSCHILT PER BEDRIJF

Bedrijven worden steeds meer op hun performance op de lange termijn beoordeeld. Uit een analyse van Nederlandse beursfondsen blijkt dat de helft van de ondernemingen een bovengemiddeld rendement over een langere periode behaalt. De andere bedrijven weten geen structureel positief resultaat te behalen. Een op de vijf ondernemingen presteert door de jaren heen zelfs onder de maat. De auteurs stellen dat er veel te winnen valt bij een onderscheidende ondernemingsstrategie.

DOOR GÉRARD BROCKHOFF EN JURRIAN PRÖPPER

Het afgelopen decennium heeft wel bewezen dat een gezonde langetermijnperformance de continuïteit en kansen van een onderneming bepaalt. Elke ondernemingsstrategie zou moeten worden gemeten aan een positief, bestendig resultaat. De technologiehousse in 2001 en de recente financiële en economische crisis brachten veel Nederlandse ondernemingen in continuïteitsproblemen. Liquiditeits- en financieringsnood leidden tot herstructureringen en bedrijfsbeëindigingen met ontslagrondes, waardeverlies en faillissementen als gevolg. In de voorspoedige jaren tussen beide crises waren voor veel bedrijven zwarte cijfers en continuïteit evenmin vanzelfsprekend. Bij stakeholders zoals bestuurders, commissarissen, aandeelhouders, banken en werknemers groeit het besef dat de continuïteit en kansen van een bedrijf worden bepaald door een gezonde financiële performance.

Hoewel de langdurige performance meer centraal komt te staan, bestaat er weinig inzicht in hoe Nederlandse bedrijven over een lange periode feitelijk presteren. Hoe ontwikkelt de performance zich? In de praktijk werken ondernemingen bij strategische keuzen ten aanzien van bijvoorbeeld investeringen en budgetten doorgaans met verschillende uitgangspunten voor de toekomstige performanceontwikkeling. Meer inzicht is gewenst om een ondernemingsstrategie beter te kunnen doorgronden en beoordelen. Daarnaast is er weinig onderzoek gedaan naar de langetermijnperformance van Nederlandse bedrijven. Er bestaat geen goed beeld van hoe de

performance van de gemiddelde Nederlandse onderneming zich ontwikkelt. De meeste onderzoeken zijn gebaseerd op Angelsaksische ondernemingen, terwijl Nederlandse bedrijven deels in een andere maatschappelijke en economische context opereren.

Meer inzicht

Wij willen meer inzicht in de performanceontwikkeling van Nederlandse ondernemingen. Daartoe inventariseren wij eerst de meest gebruikte performancepatronen. Daarnaast analyseren wij de performanceontwikkeling van Nederlandse beursbedrijven. Onze performanceanalyse bestond uit 36 niet-financiële beursondernemingen over de periode 2002-2009. In deze achtjarige periode volgden we de ontwikkeling van hun fundamentele performance, die meer dan traditionele kengetallen inzicht geeft in financiële gezondheid op de lange termijn. Met de fundamentele performance bedoelen we de nettorendementsontwikkeling in economische zin. Als meetlat hanteren we het rendement op het geïnvesteerde vermogen verminderd met een rendementseis. Het rendement drukken we uit in de *return on invested capital* (ROIC). De rendementseis is samengesteld uit de kapitaalkosten van het eigen en vreemde vermogen.

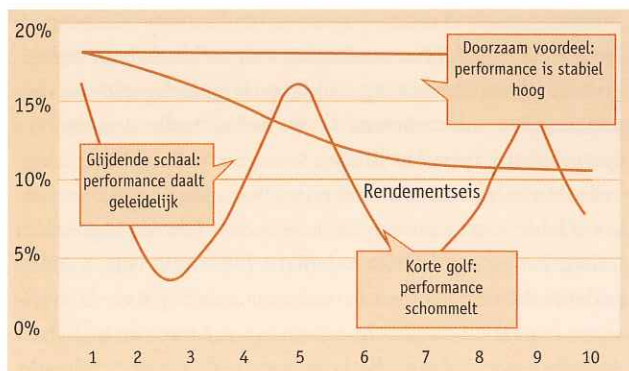
Op basis van onze analyse constateren we dat er drie gehanteerde performancepatronen kunnen worden onderscheiden van een duurzaam voordeel, glijdende schaal en korte golf.

Als we kijken naar het werkelijke performancepatroon van Nederlandse beursondernemingen over acht jaren, kunnen we concluderen dat we verder zouden moeten kijken dan enkel naar de performancepatronen van bedrijven op groeps- of sectorniveau. Individuele bedrijven volgen verschillende performancepatronen, die onderling uiteenlopen. Er bestaat niet zoiets als één performancepatroon. Een bovengemiddelde performance over een langere periode is mogelijk, mits de ondernemingsstrategie voldoende onderscheidend is. Circa twee tot drie van de vijf Nederlandse bedrijven boekten over alle acht jaren een performance boven de rendementseis, in lijn met het duurzaamvoordeelperformancepatroon, afhankelijk van de rendementseis en striktheid in het aantal rendabele jaren. De andere ondernemingen waren niet in staat om elk jaar een positief nettorendement te behalen. Meestal schommelde het rendement in een kortegolfpatroon rond de rendementseis. Circa één op de vijf bedrijven presteerde zelfs structureel onder de maat met overwegend onrendabele jaren. Dit patroon wordt eigenlijk nooit gehanteerd bij investeringsanalyses en budgettering. We vinden in onze analyse opvallend genoeg geen bewijs dat in een glijdendeschaalpatroon de performance na verloop van tijd naar de rendementseis tendeeft.

Circa één op de vijf bedrijven presteerde zelfs structureel onder de maat met overwegend onrendabele jaren

Performancepatronen

Als eerste identificeren we in de theorie veelgehanteerde performancepatronen. Een goed beeld van de gangbare patronen helpt ons om onze analyse beter op te zetten en de uitkomsten beter te doorgronden. We onderscheiden drie performancepatronen van een duurzaam voordeel, glijdende schaal en



Figuur 1
Verschillende performancepatronen

korte golf (figuur 1). Zij variëren in het niveau en de ontwikkeling van het rendement. Doorgaans worden de drie patronen onderling meer als verschillend dan als aanvullend gezien. Het onderscheid tussen een duurzaam voordeel en glijdende schaal is een al langer gehanteerde tweedeling, waarin een concurrentievoordeel wordt afgezet tegen een sectorbrede, kopieerbare strategie gebaseerd op *operational excellence*. Het derde patroon van de korte golf zien wij dikwijls in de praktijk en voegen we zelf toe.

Om te beginnen is het duurzaamvoordeelpatroon gebaseerd op een houdbaar concurrentievoordeel. Het patroon van een *sustainable advantage* speelt een belangrijke rol in veel strategiebenaderingen. Het patroon werd dominant in de jaren tachtig en raakte in de jaren negentig langzamerhand meer op de achtergrond. In het patroon van duurzaam voordeel kunnen ondernemingen door specifieke investeringen in innovaties en competenties een concurrentieel voordeel creëren. Het concurrentievoordeel bestaat uit een unieke, onderscheidende marktpositie of een houdbare hogere productiviteit, waardoor een onderneming een superieure performance kan realiseren. Meestal wordt de benadering geassocieerd met dynamische en innovatieve markten in product- en procesontwikkeling, waar ondernemingen marktsegmenten domineren met bijvoorbeeld unieke producten, een specifieke technologie, een bijzondere infrastructuur of excellente processen.

Daarnaast gaat het glijdendeschaalpatroon uit van een geleidelijk afnemend rendement. Deze *reversion to the mean*-theorie overheerst bij investeringsanalyses en werd in de jaren negentig geleidelijk dominant. De aanname is dat een bedrijf haar superieure performance niet kan handhaven en het rendement na verloop van tijd tendeeft naar de rendementseis. De onderliggende opvatting is dat een onderneming, net als markten, een levenscyclus van groei, stabilisatie en neergang doorloopt en door onder meer concurrentie, benchmarking en outsourcing steeds meer op andere bedrijven gaat lijken. De tendens naar de rendementseis komt door twee onderliggende krachten. Bedrijven met een hoog rendement zullen door de marktaantrekkelijkheid te maken krijgen met nieuwe aanbieders en scherpere *me too*-concurrentie. Ondernemingen met een (te) laag rendement zullen, daarentegen, in liquiditeits- en financieringsproblemen komen en worden gereorganiseerd, overgenomen of beëindigd.

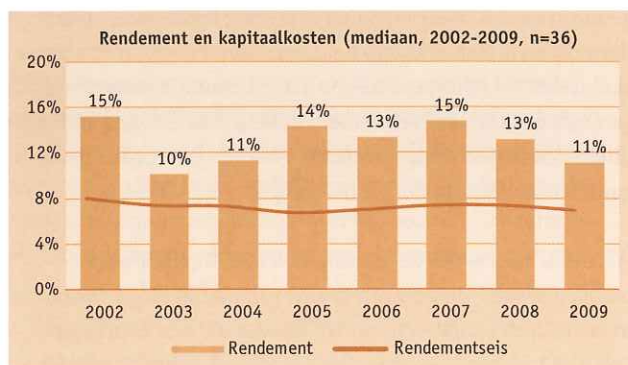
Als derde zien we in de praktijk ook een kortegolfpattern. Dit patroon gaat ervan uit dat de performance in korte cycli (sterk) schommelt zonder dat een bedrijf daar veel aan kan doen. Voor een onderneming is het de uitdaging zich continu aan de vraag en het aanbod aan te passen. Superieure performance wordt in deze stroming onterecht aan

specifieke ondernemingskenmerken toegeschreven en is niet bestendig. De kortegolfbenadering berust feitelijk op een meer Darwinistische opvatting, waarin ondernemingen zijn overgeleverd aan de omgeving waarin zij opereren en enkel kunnen overleven door zich constant aan te passen. In het kortegolfpatroon is de performance volatiel en onvoorspelbaar. Het rendement van een onderneming zal voortdurend op en neer bewegen rond cycli van meestal zo'n twee tot vier jaar, met afwisselend positieve en negatieve resultaten.

Analysebevindingen

Na de inventarisatie van gehanteerde performancepatronen hebben we vervolgens gekeken naar het werkelijke performancepatroon van de Nederlandse beursbedrijven. Eerst nemen we de performanceontwikkeling van alle bedrijven samen. Wat was de gemiddelde performance van alle ondernemingen per jaar? Tussen 2002-2009 varieerde het rendement tussen 10 en 15 procent (figuur 2), blijkt uit onze analyse. Over de gehele periode behaalden de bedrijven een rendement van gemiddeld 13 procent, zo'n vijf procent boven de rendementseis. De doorsneeonderneming realiseerde dus elk jaar een positief nettorendement, waarbij het netto operationeel resultaat hoger lag dan de kapitaalkosten. Deze uitkomsten komen overeen met het duurzaamvoordeelpatroon. De veranderingen in het nettorendement werden gedreven door schommelende kapitaalkosten, maar vooral door een wisselend rendement op het geïnvesteerde vermogen. De jaren met het hoogste gemiddelde rendement waren 2002 en 2007 (15 procent), terwijl 2003 en 2009 (10-11 procent) de jaren met het gemiddelde laagste rendement waren.

In de analyse bekeken we daarnaast de performance van de individuele bedrijven. Hoeveel achtereenvolgende jaren behaalde een Nederlandse onderneming elk een positief nettorendement? Uit de analyse blijkt dat in totaal 44 procent, circa twee van de vijf ondernemingen, over alle acht jaren een positief nettorendement realiseerde. Deze *best performers*



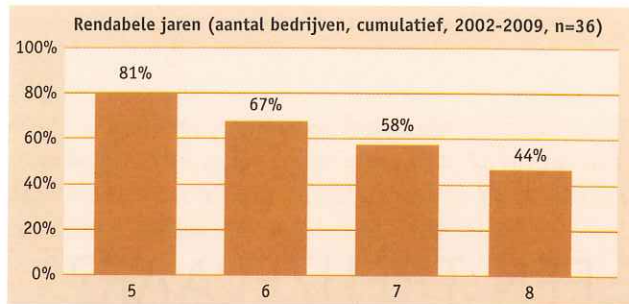
Figuur 2
Resultaten per jaar

boekten onder voorspoedige en moeilijke omstandigheden een rendement van gemiddeld 17 procent per jaar, ver boven de rendementseis. Na aftrek van de rendementseis bedroeg het nettojaarrendement gemiddeld maar liefst 9 procent. Deze uitkomst ondersteunt het duurzaamvoordeelpatroon, waarin bedrijven een superieur langdurig rendement realiseren. Best performers waren onder meer Aalberts, Akzo Nobel, Arcadis, Heineken, Imtech en Vopak. Als we in de analyse de bedrijven op totaal acht jaren één verliesjaar niet zouden aanrekenen, behield 58 procent van de ondernemingen, bijna drie op de vijf, een positief nettorendement.

Bedrijven die geen best performers waren, behaalden een aanmerkelijk lager rendement. Deze ondernemingen realiseerden een jaarrendement van gemiddeld 10 procent, vlak boven de rendementseis en aanmerkelijk lager dan de best performers. In een nadere analyse komt naar voren dat deze groep ten eerste bestond uit bedrijven met een wisselend en grillig performancepatroon. Voor een deel van de bedrijven schommelde de performance ogenschijnlijk zonder duidelijk patroon. Uit de analyse blijkt dat veel van deze ondernemingen een korte onrendabele periode doormaakten van meestal twee of drie jaren en dat zij de andere jaren een bescheiden nettorendement realiseerden. Deze uitkomst is in lijn met het kortegolfpatroon. Naast de bedrijven met een kortegolffperformance, zien we ook een groep die ver ondermaats presteerde. Van alle onderzochte bedrijven scoorde 19 procent, ongeveer één op de vijf, slechts de helft van de periode of minder een positief nettorendement. De andere jaren waren zij onrendabel (zie ook figuur 3).

Voor een onderneming is het de uitdaging zich continu aan de vraag en het aanbod aan te passen

De constatering dat het rendement van veel bedrijven dicht tegen de rendementseis lag, duidt op de gevoeligheid van de gehanteerde rendementseis. Als we de kapitaalkosten met bijvoorbeeld 10 procent zouden verlagen of de bedrijven één verliesjaar niet zouden aanrekenen, behaalden bijna drie van de vijf bedrijven in plaats van twee op de vijf over de gehele periode een positief nettorendement. Dit maakt volgens ons duidelijk dat de gehanteerde rendementsdrempel en de meetlat van het aantal rendabele jaren nauw luisteren en bedrijven bij performanceanalyses beter in scenario's met verschillende uitgangspunten over de kapitaalkosten en opeenvolgende rendabele jaren kunnen rekenen.



Figuur 3

Aantal rendabele jaren

Aanbevelingen

Aan de hand van de conclusies en aangevuld met onze eigen advieservaring bij strategievorming komen we tot vijf aanbevelingen voor de stakeholders van ondernemingen. Ten eerste lijkt het ons raadzaam om bij strategische keuzen beter te doorgronden wat een bedrijf bijzonder maakt. Als we vanuit de duurzaamvoordeelvisie ervan uitgaan dat de strategie de langetermijnperformance bepaalt, komt de vraag op waar het concurrentievoordeel exact op berust. Wat precies maakt een bedrijf onderscheidend?

Daarnaast zouden we willen pleiten voor meer investeringen in nieuwe markten en producten. Stakeholders zouden meer moeten letten op het innovatie- en investeringsprogramma van een onderneming. Door continue innovatie kunnen ondernemingen een onderscheidende marktpositie verwerven of behouden in lijn met het duurzaamvoordeelpatroon. De huidige focus van veel bedrijven op kostenverlaging, benchmarking en outsourcing leidt niet tot een onderscheidende marktpositie. Een efficiënte, concurrerende onderneming is essentieel, maar onvoldoende voor een superieure langetermijnperformance.

Onze derde aanbeveling is om meer op de fundamentele performance te sturen. Stakeholders zouden een strategie meer moeten beoordelen op basis van de prestatie-indicatoren die de financiële gezondheid op lange termijn bepalen, waaronder het rendement en de kapitaalkosten. Wat zijn de magische getallen? Ons advies is om de indicatoren van fundamentele performance voor elk bedrijfs onderdeel door te vertalen naar de onderliggende drie tot vijf specifieke kritieke indicatoren, zoals de bezettingsgraad per locatie, brutomarge per klant, inkomsten per vierkante meter en voorraad per product. Als vierde zouden wij een blijvende flexibele organisatieschil willen bepleiten. De analyse laat zien dat de performance van veel bedrijven een kortegolfpatroon volgt. Een flexibele organisatieschil kan ondernemingen helpen beter in te spelen op (onvoorziene) meevallers en vooral tegenvallers en om een stabiel resultaat te realiseren. Hoe schaalbaarder een organi-

satie, des te eenvoudiger zij kan inspelen op wisselende omstandigheden. Wij denken aan een flexibele schil van 10 tot 20 procent, vooral in arbeidsintensieve productie- en aanneembedrijven.

Stakeholders zouden meer moeten letten op het innovatie- en investeringsprogramma van een onderneming

Ten slotte zouden wij adviseren om bij ramingen meer te variëren in performansescenario's. De analyse maakt duidelijk dat individuele bedrijven verschillende performancepatronen volgen. Het is op voorhand lastig te voorspellen tot welk performancepatroon een strategie in werkelijkheid zal leiden. Een goede analyse van bijvoorbeeld de markt, de organisatie en het management geeft stakeholders een beter beeld van de houdbaarheid van een concurrentievoordeel, maar geeft onvoldoende inzicht in de risico's van een onverwacht afwijkend performancepatroon. Het is volgens ons raadzaam dat stakeholders bij de financiële ramingen die een strategie vergezellen, meer rekening houden met een performancepatroon van zowel duurzaam voordeel als korte golf. De analyse laat zien dat voor veel bedrijven zelfs een scenario met een vrijwel structureel ondermaats resultaat niet kan worden uitgesloten.

Gérard Brockhoff en Jurriaan Pröpper zijn beiden partner bij Adstrat Consulting, adviseurs voor groeistrategie, besturing en performance.

Literatuur

- ~ Crook, T.R., et al. (2008) 'Strategic Resources and Performance: A Meta-Analysis', 29(11) *Strategic Management Journal*, p. 1141-1154.
- ~ Foster, R.N., en S. Kaplan, (2001) *Creative Destruction: Why Companies That Are Built to Last Underperform the Market – and How to Successfully Transform Them*, New York: Currency/Doubleday.
- ~ Jiang, B., en T.M. Koller, (2006) 'Data Focus: A Long-Term Look at ROIC', 1 *The McKinsey Quarterly*, p. 16-19.
- ~ Koller, T., M. Goedhart en D. Wessels (2010) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New Jersey: John Wiley & Sons.
- ~ McMillan, D.G., en M.E. Wohar (2010) 'Profit Persistence Revisited: The Case of the UK', paper, Manchester School.
- ~ Porter, M.E. (1996) 'What Is Strategy?', *Harvard Business Review*, p. 61-78.
- ~ Rosenzweig, P. (2007) *The Halo Effect ... and the Eight Other Business Delusions that Deceive Managers*, New York: Free Press.
- ~ Wiggins, R.R., en T.W. Ruefli (2002) 'Sustained Competitive Advantage: Temporal Dynamics and the Incidence and Persistence of Superior Economic Performance', 13(1) *Organizational Science*, p. 82-105.