

Weg met de aandeelhouderswaarde

Door Sander Wieringa *

NeXT! oktober 2000

Vrijwel alle grote concerns zweren bij een strategie waarin de creatie van aandeelhouderswaarde voorop staat. Destijds was dat een gezonde keuze. Maar nu is het tijd voor wat anders. Want focus op aandeelhouderswaarde is op termijn de dood in de pot.

Het is altijd makkelijk om de geschiedenis te voorspellen. Dat is de grote kunst van wijsheid achteraf. Maar het kan verkeren. In 1991 schreef ik in het Financieel Economisch Magazine FEM een serie artikelen waarin ik vurig pleitte voor het najagen van aandeelhouderswaarde door bestuurders van grote ondernemingen. Dat was toen in ons land een betrekkelijk nieuw geluid. Nu, amper tien jaar later, ga ik betogen dat het maar eens afgelopen moet zijn met al die aandacht voor aandeelhouderswaarde.

In het voorbije decennium heeft de focus op aandeelhouderswaarde het grote bedrijfsleven en de hele economie veel rijker gemaakt. Maar de nadelen van deze strategie hebben de voordelen ervan zwaar in de schaduw geplaatst. De strategie, die door de meeste grote concerns (ook in Nederland) wordt gehanteerd, is zijn doel voorbij geschoten. Bedrijven moeten zoeken naar een nieuwe doelstelling, willen ze niet in gevaarlijk drijfzand belanden.

Vroeger: gezapigheid

Waar kwam al die aandacht voor aandeelhouderswaarde destijds eigenlijk vandaan? In de jaren tachtig werd het grote bedrijfsleven gekenmerkt door het oligopoliekapitalisme. Grote concerns hadden de zaken onderling verdeeld, gaven nauwelijks ruimte aan nieuwkomers om ook eens wat te beginnen en kochten, in hun zucht om alles en iedereen te onderwerpen, voortdurend andere bedrijven en ten slotte ook elkaar op.

De besturen van deze megaconcerns lieten zich leiden door de portfoliostrategie. Die kwam erop neer dat je binnen je organisatie activiteiten moest hebben die zich in uiteenlopende groeifasen bewogen. Naast beginnende en veelbelovende bedrijfseenheden had je andere eenheden die betrouwbare melkkoeien waren en onvermijdelijk ook activiteiten die hun top gehad hadden. Zo had je altijd winstgevendheid voor vandaag en winstkansen voor morgen onder je beheer.

En om de conjunctuurgolven te elimineren verenigde je in het concern ook uiteenlopende branches zoals dienstverlening en industrie en handel. Ging het in de ene branche wat minder, dan werd dat probleem gewoon goedge maakt door de winsten in een andere. Het resultaat van die strategie waren grote conglomeraten met een baaierd van uiteenlopende bedrijfsactiviteiten. OGEM, Philips, Vendex, Unilever, Akzo: er waren maar weinig mensen die nog konden doorzien wat die concerns allemaal deden.

In de Verenigde Staten was dat ook al geruime tijd het beeld. Maar daar doken in de jaren tachtig enkele jonge bedrijfseconomen op die wél heel precies in de gaten hadden wat die grote molochs voorstelden. Ze hadden geleerd dat traditionele methoden van bedrijfswaardebepaling - zoals de balanswaarde of de koers/winst-verhouding - veel minder nauwkeurig waren dan een waardeberekening volgens de discounted cashflow methode. Volgens die methode maak je een prognose van de toekomstige kasstromen, trekt daarvan de vermogenskosten af, kapitaliseert die som en er komt een nauwkeurige waardebepaling van de onderneming uit.

De bedrijfsanalisten die werkten voor agressieve investeringsbanken, kwamen er met hun berekeningen achter dat bij veel concerns de waarde van de afzonderlijke bedrijfseenheden samen veel groter was dan de waarde van het concern als geheel op de effectenbeurs. Dat was dus handel. Met veel geleend geld kochten ze het hele concern op, hakten het in mootjes, verkochten de bedrijfsonderdelen en doekten de probleemstukken vlotjes op. Het waren deze corporate raiders die de concernbestuurders wreed wakker schudden uit hun comfortabele dutjes.

Topmanagers en hun commissarissen riepen om het hardst dat de continuïteit van hun ondernemingen in gevaar was gekomen. Maar ook de aandeelhouders, particulieren zowel als instituten, waren wakker geschud. De corporate raiders hadden hun de ogen geopend. De aandelenkoersen waren kennelijk veel te laag. Als de concerns beter bestuurd zouden worden, als het management zich meer zou richten op winst en minder op stabiliteit en continuïteit, dan zouden ze voor hun aandeelhouders veel meer waarde realiseren. Met andere woorden: om bedreiging van de raiders af te wenden moesten de concernbestuurders zelf ook als raiders gaan denken. De duivel uitdrijven

met Beëlzebub. En dat zagen we volop gebeuren, aan het eind van de jaren tachtig in de Verenigde Staten en een paar jaar later in Europa, Groot-Brittannië eerst en al gauw ook Nederland.

Voordelen aandeelhouderswaarde

Nu, ruim tien jaar later, kunnen we vaststellen dat de aandeelhouderswaarde-strategie veel verbeteringen met zich mee heeft gebracht. Ik zet de voordelen op een rijtje.

In de eerste plaats hield het een waarschuwing in tegen conglomeraatvorming. Conglomeraten - opeenhopingen van onsamenhangende bedrijfsactiviteiten - zijn zwakke organisaties omdat de bestuurders ervan nooit genoeg verstand kunnen hebben van al die verschillende bedrijven en markten. Conglomeraten zijn slecht voor de economische structuur omdat ze de transparantie van markten verminderen. Maar binnen het concern betekent conglomeraatvorming ook altijd waardevernietiging. Focus op aandeelhouderswaarde weerhoudt concernbestuurders ervan om al te gekke fusies en overnames te doen. Helaas echter niet altijd. Want de vraatzucht van grote concerns is onbedwingbaar. De overnamegolf is eigenlijk nooit tot stilstand gekomen en maar al te vaak neigen concernbestuurders ertoe toch weer bedrijven over te nemen waar zij eigenlijk niks mee kunnen.

Hoe dan ook heeft de aandeelhouderswaarde-strategie de concerns gewezen op de noodzaak van concentratie op kernactiviteiten. Je kunt de meeste waarde realiseren als je je bezighoudt met activiteiten of competenties waar je veel verstand van hebt, meer verstand dan je concurrenten. Deze concentratie op kernactiviteiten heeft het westerse bedrijfsleven concurrerender gemaakt, technologisch geavanceerder en slagvaardiger.

Een bijkomend, groot voordeel van de focus op kernactiviteiten was dat zij nieuwe bedrijfstakken een enorme vlucht gaf. De grote concerns stootten namelijk allerlei neven- en ondersteunende activiteiten af, waaruit nieuwe lucratieve ondernemingen ontstonden. Catering-, beveiligings-, automatiserings-, consultancy-, en uitzendbedrijven kregen in het voorbije decennium volop de kans het werk over te nemen dat voordien door concernmedewerkers werd verricht.

De focus op aandeelhouderswaarde was natuurlijk ook goed voor het kostenbewustzijn in het bedrijfsleven. Tot in de eerste helft van de jaren negentig waren de kosten in de meeste grote concerns in Amerika en Europa gigantisch uit te klauwen gelopen. Aan serieuze bedrijfseconomie werd in deze organisaties eigenlijk nauwelijks nog gedaan. Nieuwe concurrenten in opkomende industriën in Zuidoost-Azië gingen betere producten maken tegen veel minder kosten. Maar toen ook de westerse concernleiders gingen letten op waardevorming, en dus op de omvang van hun kasstroom, werden bedrijfskosten hier een bloedserieus issue. Kostensaneringen en productiviteitsverbeteringen hebben het westerse bedrijfsleven een stuk gezonder maakt en hebben voorkomen dat alle industriële activiteiten werden overgeheveld naar lage lonen landen.

Ten slotte heeft het nieuwe denken in het bedrijfsleven een einde gemaakt aan het corporatisme. In de oude cultuur van stabiliteit en continuïteit paste dat overheden en vakbonden veelal met de concernbestuurders in hetzelfde bed sliepen. Er heerste een gezapig consensus van pappen en nathouden, van inleveren en subsidiëren. Maar met de nadruk op aandeelhouderswaarde weten ook de overheden en de werknemers weer waar de ondernemers voor staan. Winst en beurskoers zijn voor hun het belangrijkste. En dus is er weer een gezonde rivaliteit tussen arbeid - deze keer vooral buiten de vakbond om - en kapitaal en een gezond wantrouwen tussen bedrijfsleven en staat gegroeid. Dat is belangrijk voor de concurrentiekracht van het bedrijfsleven. Want bedrijven verzwakken snel als ze door hun werknemers en hun overheden te veel in de watten worden gelegd.

Nu de nadelen

Zoals Johan Cruijff het treffend stelt: elk voordeel heb z'n nadeel. De aandacht voor aandeelhouderswaarde maakte een einde aan concernstrategieën die in de eerste plaats waren gericht op het bewaken van de continuïteit van de onderneming. Het langetermijndenken had het zicht versluiert op de kosten en de winst die elke dag geboekt moesten worden. Maar hier schuilt dan ook meteen het risico van de waardestrategie: het is bij uitstek een kortetermijnstrategie.

Aandeelhouders hebben traditioneel een scope van hooguit een half jaar. De koers van een aandeel is de weerslag van het vertrouwen dat beleggers hebben in het eerstkomende kwartaalresultaat. Concernbestuurders die alles ten dienste stellen van de koersontwikkeling, krijgen niet zelden dezelfde ultrakorte scope. Te meer omdat hun denken door middel van eigen aandelenbezit of optiepakketten vastgeklonken zit aan het denken van de andere aandeelhouders. Ze gaan voor de quick buck. Een concernbestuurder die het goed doet kan in twee à drie jaar binnenlopen. Na hem de zondvloed.

Het kortetermijndenken kan fnuikend zijn voor de kwaliteit van de producten, de kwaliteit van het personeel, de relatie met de toeleveranciers en de klanten, en het ondernemerschap van het management. Allemaal factoren die cruciaal zijn voor de gezondheid en overlevingskansen van het concern.

De belangrijkste en snelste methode om op korte termijn de kasstroom, en dus de waarde van het bedrijf, op te voeren is het snijden in de kosten. Kostenreducties staan echter vaak op gespannen voet met de zorg voor kwaliteit van producten en diensten. Je kunt niet blijven snijden zonder ooit het mes in eigen vlees te zetten. Dat kostenreducties ook grote gevaren opleveren voor een goed personeelsbestand is evident. Opleiding en scholing, goede werkvoorzieningen en -omstandigheden, ziekte- en stresspreventie, salarisverhogingen en interne promoties: ze komen allemaal in het gedrang als er voortdurend bezuinigd moet worden.

Er was een tijd dat bezuinigen de dapperste vorm van ondernemerschap was. Eind jaren tachtig, begin jaren negentig moest een concernbestuurder heel wat weerstand overwinnen om een einde te maken aan de wildgroei van kosten en personeel. Maar die tijd is voorbij. Tegenwoordig is het snoeien van kosten de makkelijkste vorm van ondernemerschap. Iedere nieuwe bestuurder die eventjes meer winst wil boeken, kan verzinnen om een algemene kostenreductie door te voeren. Veel lastiger, maar ook bestendiger en lucratiever, is het om als ondernemer nieuwe winstgevendende activiteiten te ontwikkelen. Hetzij door die activiteiten zelf te initiëren, hetzij door ze voor een interessante prijs binnen je organisatie te halen. Maar helaas heeft het kortetermijndenken veel concernbestuurders het ondernemen afgeleerd. Ze beperken zich tot kostenreducties, reorganisaties, outsourcing, afstoten van verliesgevendende activiteiten en af en toe een moeizame overname. En zo zitten ze hun tijd uit in de hoop dat een paar jaar lang de beurskoers overeind blijft en hun optiepakket te gelde kan worden gemaakt.

Het trieste hoogtepunt van dit falende ondernemerschap is wel de praktijk van het inkopen van eigen concernaandelen. Dat leidt vreemd genoeg meestal tot een korte opleving van de beurskoers - abusievelijk uitgelegd als verhoging van de aandeelhouderswaarde - maar het is het ultieme brevet van onvermogen van een concernbestuur. Dat zegt immers tegen zijn aandeelhouders: hier heb je je geld terug, steek het maar in een ander bedrijf dat er wél wat mee kan doen.

Geen wonder dat veel concernbestuurders die een aantal jaren braaf met saneringen en reorganisaties naar de aandeelhouderswaarde hadden zitten kijken, zich rot schrokken van het tomeloze ondernemerschap van jonge helden van de nieuwe economie. Kosten, winsten, kasstromen, bezuinigen? Weg ermee! Verzin iets nieuws dat de toekomst heeft. Realiseer je dromen. Creëer totaal nieuwe markten. En trek je vooral niets aan van alles wat er al is. Tot stomme verbazing van de managers van de gevestigde concerns leverde dit tegendraadse denken ook nog eens miljarden aan beleggerskapitaal op. Aandeelhouderswaarde uit het niets.

De enige reactie die het bedrijfseconomische establishment wist te verzinnen was dat dit helemaal niet kon, dat de nieuwe economie simpelweg niet bestaat, dat het allemaal een zeepbel is en dat het binnenkort over zal zijn.

De toekomst zal het leren. Maar dat neemt niet weg dat concernbestuurders tot nu toe nauwelijks partij zijn gebleken voor het ondernemerschap van de jonge honden van de nieuwe economie. Dat ze zich nog steeds geen raad weten met de nieuwe wereld van de netwerkeconomie en internet. En dat ze nog veel moeten leren om de nieuwe entrepreneurial spirit in te lijven in hun concerncultuur, die door kortetermijndenken, saneringen en waardestrategie zwaar is aangetast.

Weerstand van personeel

Het denken in aandeelhouderswaarde en de daarbij horende meedogenloosheid heeft ook bijgedragen aan een fundamenteel andere opstelling van het personeel ten opzichte van hun bedrijven. Het spreekwoord "wie goed doet goed ontmoet" geldt ook in omgekeerde betekenis. Een bedrijf dat zich niet meer bekommert om een duurzame relatie met belangrijke stakeholders zoals klanten en medewerkers, moet er niet op rekenen dat die partijen op hun beurt loyaal zijn ten opzichte van dat bedrijf.

Personeelsleden hebben in het afgelopen decennium een nieuw arbeidsethos ontwikkeld. Ze hebben geleerd dat het enige duurzame in hun werk niet zozeer de baas of de baan is, maar wel hun professe of vaardigheid. Werknemers, in eerste instantie de professionals onder hen, ontwikkelden een sterkere loyaliteit ten opzichte van hun professe dan ten opzichte van hun werkgever, die meer en meer wordt beschouwd en behandeld als een toevallige omstandigheid van voorbijgaande aard.

Terwijl werkgevers er op aandrongen dat medewerkers regelmatig 'doorstroomden', gingen personeelsleden op hun beurt hun baan zien als een nieuw regeltje op hun curriculum vitae. Waar werkgevers het belang van de aandeelhouders lieten prevaleren boven het belang van de werknemers, gingen dezen hun huid zo duur mogelijk verkopen. Topsalarissen, winstdelingen, auto's van de zaak, optieregelingen: het bedrijf moest bloeden voor een toevallige schaarste aan hoge kwalificaties. En: "voor jou tien anderen" (maar dan niet in de betekenis van de jaren zestig). Met groot gemak en zonder enig gemoedsbezwaar stappen werknemers tegenwoordig over naar wat eerst hun grootste concurrent was. Wie hun iets meer of iets leukers aanbiedt mag met hen gaan werken. Op enige compassie met de vorige werkgever of loyaliteit aan het vroegere merk hoeft niet gerekend te worden.

De werknemers staan trouwens niet alleen waar het gaat om gebrek aan loyaliteit ten opzichte van het bedrijf. Ook het management wisselt net zo makkelijk van werkkring als de marketing- medewerker van merk. Sterker nog: vrijwel alle topmanagers hebben een lucratieve vertrekregeling in hun arbeidscontract opgenomen. Ook afnemers tonen nog weinig merktrouw. En de trouwelooste stakeholders in een onderneming zijn, ironisch genoeg, de lieden die in het waardedenken het hoogst worden aangeslagen: de aandeelhouders. In Amerika bedraagt de gemiddelde bezitsduur van aandelen IBM net iets meer dan een jaar, die van aandelen Dell een kwartaal en die van aandelen Amazon slechts een week, stond in Businessweek.

Continuïteit in gevaar

Hoe nu verder? Het kortzichtige waardedenken is nu nog steeds gemeengoed bij de meeste beursgenoteerde concerns, maar ik denk dat het onherroepelijk plaats zal maken voor evenwichtigere concernstrategieën. De verdiensten van de focus op aandeelhouderswaarde zijn niet meer weg te poetsen, maar de nadelen van dit beleid zijn niet lang meer te tolereren.

De kille jacht op aandeelhouderswaarde ontnemt concerns na korte of lange tijd hun bestaansgrond. Alle stakeholders van het bedrijf - personeel, leveranciers, afnemers en aandeelhouders - zullen het als een baksteen laten vallen zodra ze elders net iets beter af zijn. Waardecreatie en waardevermeerdering kunnen zeker gelden als het doel van een onderneming, maar waarde is meer dan geld alleen. De waarde van een bedrijf wordt ook gevormd door zijn waarden. De toekomst is aan concerns die betekenis weten te geven aan hun bestaan. Dat wil zeggen dat ze iets moeten betekenen voor hun aandeelhouders - die hen immers van kapitaal voorzien - maar ook dat ze iets betekenen voor personeel, management, leveranciers, afnemers en samenleving. De concerns van de toekomst werken dus op basis van een missie die verder reikt dan louter de verhoging van de aandeelhouderswaarde. Het moet een missie zijn waar de mensen die er werken en de mensen die er hun geld in steken zich mee kunnen identificeren.

En waarmee kunnen mensen in het bedrijfsleven zich tegenwoordig beter identificeren dan met 'vernieuwing'? Een concern dat voortdurende vernieuwing nastreeft is aantrekkelijk voor beleggers, management en medewerkers. Vernieuwing is het enige duurzame in het kapitalistische bedrijfsleven, hoe strijdig de woorden vernieuwing en duurzaamheid ook moge schijnen. Maar vernieuwing heeft weinig van doen met kortzichtige aandeelhouderswaarde-strategie. Integendeel: dat is op termijn de dood in de pot.

Meer lezen: The end of shareholder value, Corporations at the crossroads. Door Alan A. Kennedy. Uitgave Perseus, 2000. Importeur Nilsson & Lamm.

*** Sander Wieringa schreef dit artikel als hoofdredacteur van het managementmaandblad NeXT! Hij is thans communicatietrainer en ghostwriter.**

Voor info: <http://www.bdrp.nl>