

# Aandeelhouderswaarde

Een neologisme rukt op in ondernemingsland: aandeelhouderswaarde. Zoals zo vaak, is ook hier sprake van een uit de VS overgewaaid term (shareholder value). Deze term is ontstaan uit de toenadering tussen twee onderdelen van de bedrijfswetenschappen, die doorgaans hooguit een LAT-relatie onderhouden: de financieringstheorie en het strategisch management.

Uit de financieringstheorie is de gedachte afkomstig dat maximalisatie van de waarde van de onderneming de enig juiste doelstelling van de onderneming zou (behoren te) zijn. Aangezien de aandeelhouders de eigenaren zijn van de residuele rechten op de onderneming, komt deze doelstelling overeen met de maximalisatie van het aan de aandeelhouders toekomende gedeelte van de ondernemingswaarde. In de moderne financieringstheorie wordt deze gedachte uitgewerkt via de hypothese van de efficiënte werking van financiële markten. De marktwaardering van de onderneming is dan richtinggevend voor het handelen van managers in de onderneming. Hun daden dienen te worden beoordeeld met maatstaven ontleend aan de financiële markt. De meest algemene maatstaf is: waardeert de markt de actie als een toevoeging van waarde?

Dit criterium werd in de financieringstheorie al geruime tijd toegepast op het financieel management. Nieuw is dat het werkkterrein is uitgebreid tot ondernemingshandelingen in het algemeen en daarmee tot het strategisch management. Ook strategische handelingen (investerings, reorganisaties, acquisities, produktontwikkelingen enzovoort) worden dan beoordeeld op de vraag of de 'aandeelhouderswaarde' van de onderneming daarmee toeneemt. Auteurs als Rappaport<sup>1</sup> en Copeland<sup>2</sup> propageren vormen van 'strategisch waardemanagement' die mede op bovenstaande gedachten zijn gebaseerd. *FEM* presenteerde onlangs (23 maart) een analyse van het beursfonds CSM langs deze lijnen.

Wie kennisneemt van de concrete inhoud van zulke benaderingen, zal opmerken dat hier voor een groot deel oude wijn in nieuwe zakken wordt verkocht. Nu is daar op zichzelf niet veel tegen: ik prefereer zelf doorgaans oude wijn boven nieuwe. Wel is de vraag relevant waarom de oude wijn (in de oude zakken) niet eerder is verkocht.

In dit geval is de oude wijn het zeer bekende 'economic concept of profit', zoals ontwikkeld door Fisher, Hicks en Lindahl in het begin van deze eeuw. De basisgedachte is dat waarde en winst slechts ontstaan indien de contante waarde van de te verwachten netto-kasstromen van de onderneming positief is. Met andere woorden: de contante waarde van de vereiste investeringen moet worden overtroffen door de contante waarde van de inkomende kasstromen. Dit concept heeft zeer algemeen toepassing gevonden in de investeringsselectie en staat daar bekend als de 'discounted cash flow'-methode.

Maar ook in de investeringsselectie zijn er nauwelijks ondernemingen die de DCF-methode als enig criterium gebruiken. Bovendien zijn pogingen om de me-

thode voor andere doeleinden te gebruiken in het verleden meestal gestrand. Het beruchtste voorbeeld is al het denkwerk dat is gestoken in de vervanging van het 'accounting concept of profit' ten behoeve van de opstelling van de jaarrekening. Hele generaties onderzoekers op accounting-gebied hebben daartoe vernuftige voorstellen ontwikkeld. Toch worden jaarrekeningen nog altijd opgesteld met behulp van onze gebrekkige technieken van 'accrual accounting'. Waarom is het economisch waardeconcept niet al veel verder opgerukt?

De belangrijkste reden is de subjectiviteit van deze methoden. Er liggen veronderstellingen aan ten grondslag, die vaak tamelijk kwetsbaar zijn. Bij voorbeeld over de verwachte levensduur van projecten of over de restwaarden. Verder zijn cash flow-schattingen vaak nogal onbetrouwbaar. De wens kan hier vaak de vader van de gedachte zijn. De methode vereist een mate van voorspelbaarheid van de variabelen, die in de werkelijkheid doorgaans niet bereikt wordt. Deze bezwaren klemmen minder indien de methode gebruikt wordt als interne exercitie, die onderworpen kan worden aan een deskundige beoordeling en aangevuld kan worden met andere benaderingen. Voor zoiets als het opstellen van jaarrekeningen is de methode echter niet geschikt bevonden. Hoe interessant de verwachtingen van het management ook kunnen zijn, externe beleggers prefereren verifieerbare overzichten. Zulke lessen dienen in het achterhoofd te worden gehouden bij de beoordeling van voorstellen voor 'strategisch waardemanagement'. Deze benaderingen bevatten al het goeds, dat reeds in het 'economic concept of profit' besloten lag. Verstandige ondernemingen maken er in een of andere vorm al selectief gebruik van; de rest moet het zeker overwegen. Bij de vaststelling van de te gebruiken discontingsvoeten kan ook nuttig gebruik worden gemaakt van de inzichten van de financieringstheorie over de relatie tussen risico en rendement. Daar kan voor veel ondernemingen vooruitgang worden geboekt. Maar als de methode dan geheel correct wordt toegepast, verschijnt uiteindelijk vaak een raadsel: de aandelenmarkt waardeert het aandeel doorgaans toch anders. In het jargon heet dit een 'expectations gap'. Een treffende uitdrukking voor de kloof tussen verwachtingen en verwachtingen?

## H. Schreuder

1. Zie A. Rappaport, *Creating shareholder value*, New York, 1986.

2. Zie T. Copeland, T. Koller en J. Murrin, *Valuation: managing and measuring the value of companies*, New York, 1990.



H. Schreuder