



Drie benaderingen van de onderneming

Auteur(s):

Jong, H.W. de

De auteur is emeritus-hoogleraar externe organisatie, UvA.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4095, pagina 164, 26 februari 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

corporate, governance

Er zijn drie belangrijke theorieën waarmee het bestaan en functioneren van ondernemingen geanalyseerd kan worden. In de aandeelhouderswaarde- benadering staat de kapitaalverschaffer centraal. Het management is de 'agent' van de aandeelhouders. De managementbenadering gaat juist uit van de managers: zij maken de ondernemingsstrategie, en trekken grondstoffen, arbeid en kapitaal aan om deze strategie uit te voeren. De ondernemersbenadering ten slotte definieert ondernemen als het in de praktijk brengen van innovatieve ideeën. Daarvoor zijn niet managers of aandeelhouders, maar de werkkenden in een bedrijf cruciaal. Maar geen van deze theorieën kan de realiteit van de grote onderneming verklaren.

De onderneming is volgens een elementaire begripsbepaling van de economische theorie de institutie die 'inputs' omzet in 'outputs'. Door kopen en verkopen, huren en verhuren op de markt, het organiseren van voortbrengingsprocessen in eigen huis en het uitbesteden bij en samenwerken met anderen wordt aan de 'inputs' een waarde toegevoegd, die de kern van het ondernemen uitmaakt. Theorieën die de onderneming willen verklaren moeten op drie vragen antwoord geven:

» **Waardoor ontstaat het waardesurplus en wie of wat is daarvoor verantwoordelijk?**

» **Hoe wordt het resultaat van de ondernemings- activiteit gemeten?**

» **Welke verdelings- en controlemechanismen beheersen de distributie van het waardesurplus, en bestaat er een terugkoppelingseffect, te weten beïnvloedt de verdeling het ontstaan van de meerwaarde?**

Van de antwoorden die men op deze vragen geeft, hangt de keuze voor het ondernemingsstelsel en de wenselijke vorm van besturing en controle van een onderneming ('corporate governance') voornamelijk af. In onderstaand artikel wordt belicht welke ideeën over het ondernemingsstelsel voortkomen uit de drie voornaamste theorieën die de economische wetenschap op dit gebied heeft opgeleverd.

Deze drie grondtheorieën ¹ zijn als volgt te onderscheiden.

» De *aandeelhouderswaardetheorie* ziet de onderneming als een organisatie die voorspelbare en onvoorspelbare onzekerheden tegemoet treedt en daarvoor de verantwoordelijkheid draagt in de vorm van het ondernemingsresultaat. Aandeelhouders nemen de essentiële besluiten en dragen de gevolgen, maar kunnen voor de uitvoering een of meer zetbazen (managers) benoemen, die het kapitaal rendabel maken. Belangrijke auteurs in deze traditie zijn Cantillon (1755) en Knight (1921).

» De *managementtheorie* schrijft het ontstaan en de ontwikkeling van het surplus toe aan ondernemingsleiders en hun staf (het management) dat de organisatie en coördinatie van productiemiddelen tot stand brengt. Bronnen van het waardesurplus zijn marktbeheersing en schaalvergroting - beide het gevolg van managementbesluiten. Auteurs volgens dit denkpatroon zijn Say (1843), Marshall (1890) en Galbraith (1974);

» De *ondernemerstheorie* maakt een scherp onderscheid tussen kapitaalverschaffer, manager en ondernemer, dat vooral in het grote concern naar voren komt. Essentieel is het ondernemerschap dat waarde creëert door innovaties (die marktgroeycycli in gang zetten), maar ook gericht is op onzekerheidsreductie en organisatieverbetering. De auteur die de poorten van deze theorie wijd open zette was Schumpeter (1912).

» In de volgende paragrafen bespreek ik deze theorieën in hun verband met het ondernemingsstelsel en aan de hand van de hiervoor geformuleerde vragen.

De aandeelhouderswaardetheorie

Volgens deze theorie zijn de aandeelhouders niet alleen de eigenaren, maar nemen zij ook het ondernemen zelf op zich. Zij verschaffen het kapitaal waarmee gewerkt moet worden, benoemen de leidende functionarissen van de onderneming, beoordelen de resultaten en dragen de gevolgen. Omdat in grote ondernemingen aandeelhouders als regel niet zelf meewerken aan de besluitvorming, is de keuze van en de controle op de aangestelde 'agent' (zetbaas) van uitzonderlijk belang. Er zijn verscheidene instrumenten waarmee het gedrag van de managers door aandeelhouders beïnvloed kan worden, maar de belangrijkste daarvan is de onbelemmerde overnamemarkt. Alleen bij overname - of meer nog de dreiging daarvan - oefent de kapitaalmarkt z'n disciplinerende werking uit op het gedrag van de

concernmanagers, die gedwongen worden om 'aandeelhouderswaarde' te scheppen.

De managers zouden namelijk hun positie ook voor iets anders kunnen gebruiken. Ten eerste om zichzelf te bevoordelen en de belangen van de onderneming te verwaarlozen. Adam Smith wees op de 'negligence and profusion' die bij deze agenten optreedt, want zij beheren niet hun eigen geld maar dat van anderen². Ten tweede zouden zij de onderneming kunnen laten uitgroeien tot een boven-optimale omvang, omdat zij prestige aan een grote omvang ontlenden, of omdat zij hun ondergeschikten daarvan niet kunnen terughouden. Alfred Marshall noemde dat de "temptations to laxity which are inherent in joint-stock company management"³. Door de omvang van de onderneming tot hun eerste prioriteit te maken en de 'vrije' kasstroom aan te wenden voor de versterking van hun eigen positie, kunnen managers zich onafhankelijk maken van externe financiering en van het streven naar maximale rentabiliteit. Deze expansiedrang kan ook samenhangen met het verschijnsel dat managers beloond worden naar de omvang van de onderneming en niet overeenkomstig haar rentabiliteit.

Ontstaan van het waardesurplus

De waardecreatie is het gevolg van, en toe te schrijven aan, de beslissingen van aandeelhouders. Zij nemen de verantwoordelijkheid voor keuzen inzake kapitaalverschaffing, aanstelling van een directie, het werkterrein van de onderneming, de beoordeling van de resultaten en de herallocatie van de vrije kasstroom. Toepassing van het verliesprincipe (wie neemt de belangrijkste beslissingen en kan dus het minst gemist worden?) geeft aan dat de aandeelhouder(s) de centrale rol in het waardevormings- en verdelingssysteem vervullen. Managers en arbeid kunnen aangesteld en vervangen worden, maar zonder de controlerende en sturende rol van de kapitaalmarkt ontstaan slechts doeldeviatie (zoals omzet-expansie of overmatige diversificatie), verkwisting, en worden kansen onbenut gelaten, aldus deze theorie.

Resultaatmeting

Resultaatmeting kan het beste gebeuren door bepaling van de marktwaarde (de 'market value added') en het jaarlijkse netto-rendement voor de aandeelhouders ('economic value added'). De eerste grootheid meet men door de beurswaarde van een onderneming te verminderen met het geïnvesteerde vermogen, inclusief het totaal van de ingehouden winsten. Men heeft dan terugkijkend zicht op de waardecreatie uit het verleden, en vooruitkijkend een schatting van de som der verwachte rendementen, verdisconteerd naar hun huidige waarde. De tweede grootheid berekent men door de operationele netto winst van het laatste jaar te verminderen met de gewogen kosten van het gebruikte eigen en vreemd vermogen. Tussen beide grootheden behoeft geen één-op-één verband te bestaan, maar langdurig kunnen zij niet van elkaar afwijken.

Verdeling van het waardesurplus

De theorie legt veel nadruk op de controle-, sturings- en verdelingsmechanismen die de interne en externe besluitvormers gebruiken. Managers moeten resultaatafhankelijk beloond worden, maar verder is de factor arbeid te beschouwen als een kostenpost, die door 'downsizing' zo laag mogelijk moet worden gehouden. De kapitaalmarkt vervult een onontbeerlijke rol, vanwege informatiever schaffing, (her)allocatie van middelen en correctief ingrijpen in het ondernemingsbeleid door overnames en afsplitsingen.

Kritische punten

Een belangrijk punt van kritiek op deze theorie is, dat ze geen verklaring biedt voor het waardevormingsproces van de onderneming. Aandeelhouders stellen managers als zetbazen aan, maar hoe deze tot waardecreatieve beslissingen komen blijft onduidelijk. De schijn wordt gewekt alsof dat vanzelf gaat.

Voor de meetmethoden geldt dat deze imperfect zijn, voor zover de contante-waarde vaststelling gebruikt wordt, omdat de discontovoet en de disconteringsperiode subjectief bepaald zijn en sterk kunnen uiteenlopen⁴. Voor zover de feitelijke beurswaarde ten grondslag ligt aan de marktwaarde is er een probleem met de beurs die grote inschattingfouten kan maken, zodat de toegevoegde marktwaarde er behoorlijk naast kan zijn⁵.

Een ander, logisch probleem is dat de toegevoegde marktwaarde groter wordt naarmate ingehouden winsten kleiner worden, terwijl de externe schulden bij de beurswaarde worden opgeteld⁶. Dus: een concern dat zich diep in de schulden steekt en geringe eigen reserves heeft zou veel geld waard zijn? De Duitse bedrijfseconoom Horst Albach noemde dat "baren Unsinn. Eine theoriegeleitete Diskussion über den Shareholder value ist also dringend geboten"⁷. Louter onzin is het natuurlijk niet zolang men de onderneming puur als een verlengstuk van de aandeelhouders ziet. Een stap buiten die visie, en Albach heeft gelijk.

Ten slotte is het optimisme van de theorie van de aandeelhouderswaarde over de corrigerende werking van de overnamemarkt tot nu toe niet overtuigend gestaafd door onderzoek, terwijl actieve betrokkenheid van institutionele beleggers bij het ondernemingsbeleid op weerstanden blijkt te stuiten⁸. Recent Engels onderzoek naar onvriendelijke overnames wijst uit dat dit soort biedingen niet gemotiveerd wordt door slechte prestaties van de doelwit-ondernemingen. Problemen worden eerder verholpen door eigendomsoverdrachten van belangrijke minderheidsdeelnemingen, met bijbehorende managementveranderingen. Zulke markttransacties zijn minder kostbaar, bereiken hetzelfde doel en werken meestal geruislozer, cq sneller. Franks en Mayer stellen dat teveel regulering - zoals bij het Britse 'Takeover Panel' dat drempels voorschrijft (waarbij een volledig bod moet worden uitgebracht) en verhandelingen van blokken aandelen bemoeilijkt - juist complete biedingen in de hand werkt⁹. En in de laatste jaren is in de Amerikaanse markt voor corporate control zand in de machine gestrooid door de opkomst van 'gifpillen' die zonder medewerking van aandeelhouders kunnen worden ingesteld; daarvan is twee derde van de van de 'Standard en Poor's 500'-grote ondernemingen thans voorzien. Indien zo'n onderneming met overname bedreigd wordt, heeft de aandeelhouder recht eigen aandelen of die van de bidder met stevige korting te verwerven. Dit kan de kosten van een vijandig bod sterk verhogen. Verder zijn allerhande beperkende regelingen, waaronder 'anti-overname' statuten, door praktisch alle Amerikaanse Staten aangenomen in de laatste tien jaren. Dit in reactie op de ongebreidelde overname-beweging van de jaren tachtig en als gevolg van bedrijfslobbyisme¹⁰. Ook over de interne instrumenten passen twijfels. Aansporingsmechanismen gericht op de verhoging van individuele prestaties bevorderen vaak een 'prima donna'-cultuur, die de groeps- of ondernemingsprestaties drukt. Waar

ieder persoonlijk wil scoren, vermindert de groepsproductiviteit ¹¹.

De managementtheorie

Ontstaan van het waardesurplus

In deze theorie vindt de waardevorming plaats door de beslissingen en handelingen van het management. Dat bestaat niet alleen uit de topleiding van een concern, maar ook uit de verschillende daaronder geplaatste bestuurslagen. Hun gezamenlijke taak is de organisatie en coördinatie van het productie- en verkoopproces, en wel met een verticaal gerichte besturingsstructuur. Het management bedenkt de plannen of laat ze bedenken, zorgt ervoor dat ze uitgevoerd worden en houdt daar toezicht op. Ook vernieuwingen en veranderingen komen van bovenaf.

Doel is een hogere efficiëntie door kostenreductie wegens schaalvergroting. De lange termijn kostencurve is die van Marx en Marshall, waarbij de kosten per eenheid product dalen bij grootschaliger voortbrenging zodat, gegeven de afzetprijzen, het waardesurplus groeit en ook de kasstroom toeneemt. De voorwaarde - beheerste afzetprijzen - kan bereikt worden door markten van voldoende omvang op te zoeken, daarin een groot marktaandeel te bereiken, eventueel door fusies/overnames, en specifieke activa zoals kennis, octrooien of bijzondere producten te ontwikkelen. Loopt de groei in de oorspronkelijk gekozen productmarkten af, dan ligt diversificatie naar verwante productmarkten, en soms andere sectoren, voor de hand. De financiering vormt geen probleem aangezien de (vrije) kasstroom ter beschikking is van het management, dat daarmee ook nog over een hefboom beschikt om de leencapaciteit op te voeren.

Aandeelhouders zijn dus geen echt belangrijke categorie (alweer volgens het verliesprincipe), want zij stammen merendeels uit het verleden toen de grote onderneming naar haar huidige status toegroeide; zij zijn voor het managersconcern ook niet bedreigend vanwege aandelenspreiding of evenredigheid der minderheidsblokken, waartussen het management kan manoevreren. Zonodig organiseert men bevriende belangen. Relaties met de banken - die meestal commissarisplaatsen hebben - zijn historisch en sectoraal verschillend bepaald door factoren als kapitaalschaarste, de aanwezigheid van zware industrie en politieke ontwikkelingen. Daarentegen zijn de relaties met werknemers en vakbonden van groot belang om een ongestoord productieproces op gang te houden.

Resultaatmeting

Resultaatmeting omvat in deze theorie vanzelfsprekend omzet, omzetgroei en de marktaandeelbepaling, voorts de kasstroom, aangezien deze drie de positie en ontwikkeling van het concern bepalen.

Verdeling van het waardesurplus

Controle- en sturingsmechanismen worden in het managementconcern structureel vastgelegd en passen in het hiërarchische organisatiemodel. Beloningssystemen, functiewaardering, dividendstabilisatie, open en verborgen reservering zijn enkele trefwoorden. Extern wordt offensief gebruik gemaakt van fusies en overnames, horizontaal/verticaal in de hoofdmakten, diversificerend voor zover nodig ter wille van de continuïteit van het geheel.

Kritische punten

De managementtheorie past op concerns in gevestigde sectoren, waaronder de grote procesindustrie en grootschalige assemblage. Daarbuiten is het overtrokken om de waardevorming aan de organisatie en coördinatie van het management toe te schrijven. Economische ontwikkeling is een gevolg van het ontstaan van nieuwe bedrijfstakken, en de managementtheorie verklaart niet waarom die merendeels buiten de gevestigde orde ontstaan. Voorts groeit de toegevoegde waarde meer door de kennis, inzet en samenwerking van medewerkersteams die in kleine(re) horizontale bedrijfseenheden georganiseerd zijn, dan door de verticale bevelsstructuren.

Verder heeft het managementconcern de neiging tot (verticale) bureaucratistische groei, waarbij het aantal bestuurslagen een veelvoud wordt van het werkelijk nodige. Bij General Motors waren er begin jaren tachtig veertien bestuurslagen tussen de president-directeur en de werkvloer, tegen slechts vijf bij Toyota. Het kleine DAF-Volvo had er nog zeven. Ook bij oliemaatschappijen liep het aantal op tot acht à negen, en naar verluidt heeft Philips er meer dan tien. Afgezien van de kosten, remt dat het aanpassingsvermogen en de snelheid van handelen, waardoor marktkansen verloren gaan.

De dikwijls excessieve liquiditeiten waarover managementconcerns beschikken, vooral in tijden van volbezette capaciteit, hebben talloze mislukte (diversificatie-)fusies en overnames tot gevolg gehad. Door de interne structuur van dit type concerns is daar weinig aan te doen. De ruime kasstroom is deels te blameren, evenals de toestemming van de mededingingspolitieke autoriteiten om hoge marktaandelen door fusies/overnames te verwerven. De jacht naar omzet en marktaandeel veroorzaakt overcapaciteit en verlies, dat de excessieve liquiditeiten draineert.

De ondernemerstheorie

Het ontstaan van het waardesurplus

Meer en meer wordt ingezien dat waardevorming vooral een gevolg is van de spreiding van de ondernemersfunctie over velen in de organisatie. Deze functie bestaat slechts ten dele uit het doorvoeren van belangrijke innovaties, zoals Schumpeter zei, hoewel die voor de creatieve sprongen zorgen. Innovaties zijn verantwoordelijk voor het ontstaan van groeicycli of van belangrijke wendingen daarin. In bredere zin is ondernemen het omzetten van lagere waarden in hogere, en daaraan kan iedere employee meewerken. Vooral samenwerking bevordert waardeconversie en de versnelling daarvan. Het is de taak van de leiding om naast vaststelling van de strategische doelen, het lopende voortbrengingsproces in te richten op de ontwikkeling van dit ondernemen van onderop. Het moderne jargon noemt dit 'employee empowerment'; innovatieve ondernemingen hebben dit aspect altijd gecultiveerd. Vandaar dat de waardevorming in dit type ondernemingen een dubbele oorsprong heeft: innovatieve doorbraken en de uitbating daarvan door flexibele interne groepsvorming.

Het meten van het waardesurplus

Resultaatcriteria zijn het percentage nieuwe producten in het assortiment, de groei van de netto toegevoegde waarde per werknemer, alsmede de liquiditeitsratio. Door de snelle groei is liquiditeitscrisis een voortdurende bedreiging.

Verdeling van het waardesurplus

Aan overnames wordt slechts betekenis toegekend voor zover zij de groei strategie dienen; hetzelfde geldt voor externe samenwerkingsvormen, en van geen van beide past een overmaat. Intern is de organisatie plat, informeel met een neiging tot het chaotische, terwijl de aansporing tot productief gedrag uitgaat van het gebruik van interne marktrelaties, en van breed toegepaste winstverdeling onder medewerkers. De laatste heeft goede economische redenen, o.a. de aantrekkingskracht op relatief schaarse deskundige medewerkers; daarmee krijgt de verdeling een terugkoppelingseffect op groei en productiviteit¹². In het algemeen kan gesteld worden dat democratisch gestructureerde organisaties, die zich richten op selectie en training van loyale medewerkers, zowel de kosten (vooral de overhead) reduceren als de waardecreatie verhogen en daarmee buitengewone resultaatverbeteringen weten te bereiken. Flexibiliteit van de organisatie is een goede zaak; maar de zogenaamde flexibiliteit van werknemers die frequent worden aangenomen, ontslagen of overgeplaatst en weinig loyaliteit ontwikkelen is uiterst dubieus¹³.

Conclusie

De besproken theorieën blijken niet op één noemer te brengen, want zij wijzen op een verschillende oorsprong van de waardevorming en op een uiteenlopende rol en betekenis van de verdeling ervan. Zij zijn niet omvattend in de zin dat ieder of één van hen de volledige realiteit van de grote onderneming kan verklaren. Ook de innovatieve onderneming dekt niet de gehele werkelijkheid. Wellicht is een complementaire of aanvullende beschouwing een oplossing. De discussie daarover moet echter nog beginnen, maar zou stroken met de stelling van de commissie-Peters dat het besturingssysteem maatwerk moet zijn

1 De term 'grondtheorieën' is van Klant, en geeft aan dat de kern van een theorie niet tot een andere theoretische verklaring valt te herleiden. Men stuit dan op wat Schumpeter de 'visie' noemde die aan belangrijke theorieën ten grondslag ligt.

2 A. Smith, *The wealth of nations*, Oxford, 1976, deel 2, blz. 741.

3 A. Marshall, *Industry and trade*, Londen, 1919, blz. 321-322.

4 Alleen al de schatting van de risicopremie-opslag, door de aanhangers van de theorie op 5% (met variaties) gesteld, kan volgens toepassers van de methode hier best plus of min 3% van afwijken. Zie *Financial Times*, 7 oktober 1996, blz. 10; *l'Expansion*, nr. 536, 1996, blz. 56.

5 Als voorbeeld moge gelden de koersontwikkelingen en het netto rendement voor de aandeelhouders van IBM en Wall Mart sinds 1986. IBM's rendement daalde vanaf 1985 sterk en werd vanaf 1988 negatief, maar de koers bleef hoog vanwege een olopemde kasstroom en boekwaarde per aandeel. Wall Mart's rendement steeg buitengewoon gedurende de jaren tachtig en negentig, waarop de beurs zodanig vooruit liep dat alle winst gedurende de komende 16 jaar geïnvesteerd had moeten worden om de hoge beurskoers te handhaven. Van 1993 tot en met 1996 presteerde Wall Mart's koers "miserably", aldus de *Financial Times* van 13 januari 1997 (blz. 8), want de beurs begon zich deze overwaardering te realiseren. Zie ook *Fortune*, 20 september 1993, blz. 26.

6 Zie voor een gedetailleerde bepaling van de begrippen *l'Expansion*, nr. 536, 20 november 1996, blz. 64.

7 H. Albach, Editorial, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 1994, blz. 275.

8 D. Parthiban en R. Kochbar, Barriers to effective corporate governance by institutional investors: implications for theory and practice, *European Management Journal*, nr. 5, oktober 1996.

9 J. Franks en C. Mayer, Do hostile takeovers improve the market for corporate control?, *Business Strategy Review*, nr. 4, winter 1996.

10 Zie W.J. Carney, Federalism and corporate law: a non-Delaware view of the results of competition, in: W. Bratton, J. McCahery e.a., *International regulatory competition and coordination*, Oxford, 1996, blz. 179-181.

11 Ch. Hampden-Turner en A. Trompenaars, *The seven cultures of capitalism*, New York, 1993, blz. 293-332.

12 Volgens *The Wall Street Journal* van 13 februari 1997 (blz. 4) betaalt Intel bonussen van 33% op het jaarsalaris van alle medewerkers, een figuur die bij soortgelijke innovatieve ondernemingen niet onbekend is.

13 Zie R.L. Ackoff, *The democratic corporation*, Oxford, 1994, in het bijzonder hoofdstuk 4, en F.F. Reicheld, *The loyalty effect*, Boston, 1996, die het belang voor de onderneming van duurzame relaties met werknemers en beleggers aantoonst.