



Meerdere doelstellingen is geen doelstelling

Auteur(s):

Cools, K.

Praag, M., van

*Vice-president, The Boston Consulting Group en hoogleraar ondernemingsfinanciering, Rijksuniversiteit Groningen, respectievelijk UHD, afdeling financiering en organisatie, Universiteit van Amsterdam.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4321, pagina 644, 24 augustus 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

Op hoeveel doelstellingen moet een onderneming worden aangestuurd? Ons antwoord luidt: "Op één, gekwantificeerde, doelstelling". Op basis van economische theorie en eigen empirisch onderzoek laten we zien waarom een onderneming idealiter één doelstelling formuleert, zowel richting haar eigen medewerkers als richting de buitenwereld.

Ondernemingen vormen één grote kluwen van expliciete en impliciete contracten tussen medewerkers van verschillende hiërarchische niveaus. Medewerkers en externe betrokkenen streven ieder hun eigen belang na. Toch heeft 'de directie' één of meerdere bedrijfsdoelstellingen die zij wil realiseren en moet vroeg of laat dat ene product bij die ene klant worden afgeleverd op een bepaald tijdstip, tegen bepaalde kosten en van een zekere kwaliteit. Om dat te realiseren, moeten veel afspraken worden gemaakt zodat iedereen zijn of haar steentje bijdraagt aan die ene doelstelling of aan dat ene product. Die afspraken variëren van taakomschrijvingen en bonusregelingen tot leveringsafspraken ('service level agreements') tussen bedrijfsonderdelen, budgetten, kwaliteitsnormen, en dergelijke. Dergelijke contracten heten in het economisch jargon beloningscontracten ('incentive contracts') en bestaan uit drie elementen: een prestatie maatstaf, een doelstelling en een relatie tussen de prestatie en de beloning. In de economische literatuur is veel aandacht besteed aan prestatie maatstaven en aan de relatie tussen prestatie en beloning, maar er is nauwelijks onderzoek gedaan naar de doelstellingen die (moeten) worden gehanteerd¹.

We karakteriseren de doelstelling(en) die een onderneming formuleert op basis van drie eigenschappen: het aantal, de soort en de mate van specificiteit (kwantitatieve en kwalitatieve doelstellingen). In dit artikel onderzoeken we het verband tussen het aantal en de aard van de doelstellingen die een onderneming hanteert enerzijds, en de ondernemingsprestaties anderzijds.

De theorie

Volgens Michael Jensen, één van de grondleggers van de principaal-agenttheorie, moet een onderneming één doelstelling formuleren. Zijn stelling dat 'meerdere doelstellingen' gelijk staat aan 'geen doelstelling' beargumenteert hij als volgt:

*"It is logically impossible to maximize in more than one dimension at the same time unless the dimensions are monotone transformations of one another. Thus, telling a manager to maximize current profits, market share, future growth in profits, and anything else one pleases will leave the manager with no way to make a reasoned decision. In effect it leaves the manager with no objective. The result will be confusion and lack of purpose that will fundamentally handicap the firm in its competition for survival."*²

Het 'één doelstelling'-adagium van Jensen is niet gebaseerd op een doorwrocht theoretisch, mathematisch model, noch op een gedegen empirisch onderzoek. Niettemin lijken zijn argumenten valide: het is onmogelijk om meerdere doelstellingen tegelijkertijd te optimaliseren. Alle inspanning zal immers worden gericht op die subdoelstelling die per eenheid inspanning de grootste bijdrage levert aan het over het geheel te bereiken doel, bijvoorbeeld maximaal aandelenrendement of winstmaximalisatie. Het is wel mogelijk om per subdoelstelling een minimumniveau te formuleren, maar niet om meerdere doelstellingen tegelijkertijd te optimaliseren, tenzij ze monotone transformaties van elkaar zijn.

Aantal doelstellingen

Een ander theoretisch geluid klinkt uit de literatuur die voortbouwt op het 'informativeness principle'. Dit principe stelt over het aantal prestatie maatstaven dat elke maatstaf die op kostenefficiënte wijze extra informatie geeft over de resultaten van inspanningen door medewerkers moet worden opgenomen in een beloningscontract. Simpel gezegd: hoe meer prestatie maatstaven, hoe meer informatie over het doen en laten van de medewerkers, des te beter kunnen zijn of haar inspanning en resultaat worden beoordeeld. De populaire balanced scorecard - het dashboard vol prestatie maatstaven van de moderne manager - van Kaplan en Norton is mede gebaseerd op dit principe. De balanced scorecard onderscheidt vier categorieën van prestatie maatstaven, namelijk 'financieel', 'klanten', 'werknemers' en 'interne processen', waarbij elke categorie wordt ingevuld met drie tot vijf operationele prestatie maatstaven waarop concreet wordt gestuurd.

In lijn met Jensen benadrukken andere stromingen in de literatuur de nadelen van grote aantallen maatstaven in beloningscontracten. Wanneer een medewerker meerdere taken moet uitvoeren of meerdere doelstellingen moet maximaliseren, dan zal hij/zij zich concentreren

op die (deel)taken en (deel)doelstellingen die goed meetbaar zijn, zodat de kans op een adequate beloning relatief groot is. Een ander argument luidt dat een groot aantal maatstaven of doelstellingen ertoe leidt dat de aandacht en inspanning wordt verspreid over te veel taken, waardoor de aandacht van de belangrijkste taken en doelstellingen wordt afgeleid. Ook kan het erg lastig en ingewikkeld zijn om een groot aantal taken en doelstellingen goed te begrijpen en simultaan te maximaliseren. Bovendien is de kans groot dat verschillende (sub)doelstellingen onderling inconsistent zijn.

Hieraan willen wij het argument toevoegen dat het hanteren van meerdere doelstellingen leidt tot verstoppertje spelen. Wanneer bijvoorbeeld twee van de zes targets niet zijn gerealiseerd, zal een werknemer (of directievoorzitter) als excuus naar zijn baas of naar de aandelenmarkt hanteren dat vier van de zes doelstellingen wel zijn gehaald, en bovendien ruimschoots. Met andere woorden: hoe meer maatstaven en doelstellingen, hoe moeilijker het wordt om prestaties adequaat te meten en mensen aan te spreken en af te rekenen op alle geformuleerde doelstellingen.

Deze argumenten leiden tot een alternatief voor het 'informativeness principle'. Wij noemen dit het 'accountability principle', wat erop neerkomt dat het gebruik van doelstellingen pas echt leidt tot het afleggen van rekening en verantwoording indien dit eenvoudig en eenduidig gebeurt. Dit pleit voor het gebruik van slechts één of een beperkt aantal, zo specifiek en eenduidig mogelijk gedefinieerde doelstellingen.

Soorten doelstellingen

Naast het aantal maatstaven en doelstellingen bestaat er ook enige literatuur over het soort maatstaven en doelstellingen. Een discussie gaat over het soort financiële maatstaven. De moderne en populaire 'value based' managementbenadering, die is gericht op het maximaliseren van aandelenkoersen, zegt dat boekhoudkundige maatstaven zoals bedrijfsresultaat, winst en rendement op geïnvesteerd vermogen moeten worden vervangen door (markt)waardegeoriënteerde maatstaven zoals toegevoegde waarde (economic value added, eva), cash flow return on investment (cfroi) of cash value added (cva). Deze maatstaven pretenderen een goede benadering te vormen voor de echte waardecreatie. De belangrijkste argumenten voor het gebruik van operationele prestatie-indicatoren en doelstellingen zijn, ten eerste, dat zij veel eerder (soms jaren) aangeven welke prestaties geleverd worden en, ten tweede, dat op niveaus lager in de onderneming een winstcijfer niet kan worden bepaald omdat de betreffende afdeling 'slechts' een kostenplaats is. Met andere woorden, vaak zijn operationele maatstaven veel directer beïnvloedbaar door de medewerkers dan financiële prestatie maatstaven en doelstellingen. Een argument tegen het gebruik van operationele maatstaven is echter dat de relatie tussen het inspanningseffect op een dergelijke maatstaf en het effect van diezelfde inspanning op de ondernemingsdoelstelling vaak beperkter is.

Wij hebben geprobeerd met behulp van een empirische analyse antwoord te geven op de vraag: geeft het 'informativeness principle' dan wel het 'accountability principle' de beste beschrijving van de werkelijkheid? Hiertoe analyseren we het verband tussen het aantal gebruikte ondernemingsdoelstellingen (eenvoud) en de mate waarin die gekwantificeerd zijn (eenduidigheid) enerzijds en gerealiseerde aandelenrendementen anderzijds. Daarnaast analyseren we welke soorten doelstellingen gepaard gaan met de hoogste aandelenrendementen.

Onderzoeksopzet

"Wat zijn de beste ondernemingsdoelstellingen, wat is het optimale aantal en hoe specifiek moeten zij gesteld worden?" Wij beantwoorden deze vraag door te onderzoeken welke en hoeveel extern gepubliceerde doelstellingen de hoogste aandelenrendementen genereren. Jaarverslagen blijken de beste bron te zijn voor onderzoek naar gepubliceerde ondernemingsdoelstellingen. De twee enige andere mogelijke bronnen zijn sessies met analisten of aandeelhouders en perspublicaties. We hebben slechts twee gevallen gevonden waarin ondernemingsdoelstellingen eerder via *Het Financieele Dagblad* werden gepubliceerd dan via het jaarverslag. Maar ook in die twee gevallen werden de nieuwe doelstellingen kort daarna in het jaarverslag vermeld.

Voor de jaren 1993 en 1997 zijn alle doelstellingen uit de jaarverslagen van de tachtig grootste Nederlandse ondernemingen geïnventariseerd, variërend van "wij willen een bijdrage leveren aan een beter milieu" tot "het rendement op netto geïnvesteerd vermogen, inclusief goodwill, moet stijgen met vijftien procent per jaar". Deze tachtig ondernemingen hadden op 1 januari 2000 een gemiddelde beurswaarde van iets meer dan acht miljard euro.

Per onderneming hebben we het aantal gebruikte doelstellingen geteld. We maken onderscheid tussen gekwantificeerde doelstellingen, waar mensen en afdelingen concreet op af te rekenen zijn, en kwalitatieve doelstellingen, die veeleer de gewenste richting aangeven. De soorten ondernemingsdoelstellingen zijn ingedeeld in vijf categorieën: boekhoudkundige maatstaven zoals winst en bedrijfsresultaat, value-based financiële maatstaven, zoals eva, cva en cfroi, groeigerelateerde doelstellingen, niet-financiële, operationele maatstaven en belanghebbenden-doelstellingen (zoals werkgelegenheid en klanttevredenheid) en maatschappelijke doelstellingen (zoals milieu).

Door middel van regressieanalyse hebben we onderzocht bij welke, welk aantal en welk soort ondernemingsdoelstellingen het aandelenrendement het hoogst is. Voor 1993, 1997 en ook voor het verschil tussen beide jaren is deze analyse uitgevoerd. We hebben gecorrigeerd voor bedrijfstakeffecten, conglomeraten versus 'mono-bedrijven' en voor drie variabelen waarvan frequent is aangetoond dat die van invloed zijn op aandelenrendementen: bedrijfsomvang, de verhouding tussen boekwaarde en marktwaarde en de bèta (bedrijfsrisico). De omvang van de onderneming is doorgaans negatief gecorreleerd met aandelenrendementen (het zogenaamde 'small firm-effect') en met de verhouding tussen de boekwaarde en de marktwaarde, terwijl de bèta daar doorgaans positief mee is gecorreleerd [4](#).

Wat betekent het als bepaalde soorten of aantallen gepubliceerde doelstellingen gepaard gaan met de hogere aandelenrendementen? Geeft dat aan dat puur het publiceren van die doelstellingen leidt tot waardecreatie, of is er ook een relatie met de doelstellingen die intern worden gehanteerd? Het is immers niet zeker dat ondernemingsdoelstellingen die extern worden gecommuniceerd ook daadwerkelijk intern worden gebruikt. Daarom hebben we een vragenlijst gezonden naar de financieel verantwoordelijken in de raad van bestuur ('chief financial officer') van de tachtig ondernemingen in de steekproef. De enquête bevatte onder meer vragen over aantallen en soorten doelstellingen die intern worden gehanteerd en over de relatie met de verschillende gehanteerde beloningsvormen. De respons was 47 procent.

De resultaten

Hoeveel en welke ondernemingsdoelstellingen?

Welke aantallen en soorten doelstellingen door Nederlandse beursondernemingen worden gehanteerd is te lezen in [tabel 1](#). Gemiddeld worden in totaal 21 doelstellingen genoemd in Nederlandse jaarverslagen. Maar minder dan tien procent (1,9) van die doelstellingen is gekwantificeerd. Wel is het aantal gekwantificeerde doelstellingen tussen 1993 en 1997 verdrievoudigd en is ook het aantal ondernemingen dat één of meer gekwantificeerde doelstellingen publiceert gestegen: van 39 procent in 1993 tot 66 procent in 1997. Tevens is het aantal ondernemingen dat precies één gekwantificeerde doelstelling publiceert toegenomen. Tenslotte, ondernemingen met de vijftig procent hoogste aandelenrendementen hanteren minder gekwantificeerde doelstellingen (1,5) dan de ondernemingen met de vijftig procent laagste aandelenrendementen (2,4 doelstellingen).

Tabel 1. Gemiddeld aantal doelstellingen 1997 (tussen haakjes: 1993)

variabele	totaal	aandelenrendement	
		< mediaan	> mediaan
aantal bedrijven	82 (75)	41 (37)	41 (37)
gemiddeld aantal doelstellingen	21 (15)	17 (16)	23 (14)
gemiddeld aantal gekwantificeerde doelstellingen	1,9 (0,6)	2,4 (0,7)	1,5 (0,6)
soorten gekwantificeerde doelstellingen (procenten)			
boekhoudkundig	50 (40)	47 (32)	53 (51)
waarde-geïntereerd	1 (0)	0 (0)	1 (0)
groei	38 (47)	37 (60)	41 (32)
efficiëntie	7 (8)	11 (8)	4 (9)
belanghebbende	4 (5)	5 (0)	1 (8)

Variabele	aantal gekwantificeerde doelstellingen		
	geen	1	meer
aantal bedrijven	28 (46)	20 (17)	34 (12)
gemiddeld aantal doelstellingen	19 (11)	21 (20)	23 (21)
gemiddeld aantal gekwantificeerde doelstellingen	0 (0)	1 (1)	4,1 (2,5)
soorten gekwantificeerde doelstellingen (procenten)			
boekhoudkundig	-	85 (47)	45 (37)
waarde-geïntereerd	-	5 (0)	0 (0)
groei	-	5 (35)	42 (53)
efficiëntie	-	0 (6)	9 (10)
belanghebbende	-	5 (12)	4 (0)

Wat betreft het soort doelstellingen: de helft bestaat uit boekhoudkundige maatstaven en 38 procent is groei-georiënteerd. Bovendien is de populariteit van beide categorieën toegenomen tussen 1993 en 1997. Wanneer slechts één gekwantificeerde doelstelling wordt gepubliceerd, dan is dat in 85 procent van de gevallen een boekhoudkundige maatstaf. Andere soorten doelstellingen worden nauwelijks gebruikt.

Welke doelstellingen leveren aandelenrendement?

[tabel 2](#) bevat de empirische resultaten voorzover de coëfficiënten significant zijn. De resultaten zijn eenduidig. Voor beide jaren is alleen het publiceren van één gekwantificeerde doelstelling positief gerelateerd met een hoog aandelenrendement. Van welke categorie die ene doelstelling is, doet niet ter zake. Dat is ook niet erg verbazingwekkend, aangezien 85 procent van de gekwantificeerde doelstellingen boekhoudkundige maatstaven betreft. Evenmin is het aantal gepubliceerde kwalitatieve doelstellingen van invloed op waardecreatie.

Tabel 2. Determinanten van aandelenrendementen (waardecreeatie) op basis van jaarverslagenanalyse (1993 versus 1997)

regressievariabele	1997		1993		verschil (1997, 1993)	
één doelstelling		0,09**		0,09**		0,08*
marktbeta	-0,00	0,00	0,12**	0,11**	0,05	0,04
ln(omzet); omzet in 1000 Dfl	0,02*	0,02*	-0,00	-0,00	0,01	0,01
ln(boekwaarde/marktwaarde) in f1000	0,08**	-0,07**	0,01	0,01	-0,05	-0,05
aantal observaties	80	80	75	75	75	75
gecorrigeerde R ²	0,10	0,14	0,07	0,11	0,100	0,02

Legenda: * = 90% betrouwbaarheidsniveau, ** = 95% betrouwbaarheidsniveau.

Ondanks de populariteit van niet-financiële doelstellingen, denk aan de balanced scorecard, zijn boekhoudkundige maatstaven nog steeds veruit de belangrijkste categorie op ondernemingsniveau. Het voordeel van dergelijke financiële maatstaven is dat ze het

ondernemingsresultaat in samengevatte vorm kwantificeren en dat ze ook gemakkelijk toepasbaar zijn binnen de verschillende bedrijfsonderdelen. Dit voordeel weegt blijkbaar op tegen de nadelen van financiële maatstaven, bijvoorbeeld dat men meestal enige tijd achter de feiten aanloopt.

Het resultaat 'één gekwantificeerde doelstelling gaat gepaard met het hoogste aandelenrendement' is intuïtief aantrekkelijk en ondersteunt ons 'accountability principle'. Immers, op kwalitatieve doelstellingen kunnen mensen niet gericht worden aangesproken, laat staan afgerekend. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan doelstellingen als "we willen ons marktaandeel vergroten" of "veiligheid staat binnen onze onderneming bovenaan de lijst". Dergelijke doelstellingen zijn te vaag, te onnauwkeurig en te eenvoudig realiseerbaar. Ze maken geen onderscheid tussen slechte, middelmatige en goede prestaties door medewerkers. Eveneens ondersteunt onze analyse het adagium van Jensen: "meerdere doelstellingen is geen doelstelling".

Maar welke doelstellingen worden intern gehanteerd? Uit de enquête onder de financiële portefeuillehouders blijkt dat eenderde van de intern gehanteerde doelstellingen ook extern wordt gecommuniceerd. Dat wijst erop dat er een hiërarchie is binnen de intern gehanteerde doelstellingen. Ook is het aantal interne gekwantificeerde doelstellingen sterk toegenomen: met vijftig procent voor de financiële en ruim honderd procent voor de niet-financiële doelstellingen. Alle ondernemingen hebben minstens één interne gekwantificeerde doelstelling; 38 procent publiceert géén, 32 procent één en 38 procent minstens twee gekwantificeerde ondernemingsdoelstellingen.

Resteert nog de vraag of de gepubliceerde doelstellingen overeen komen met wat de ondernemingen intern hanteren. Op de eerste plaats is géén van de gepubliceerde doelstellingen conflicterend met interne doelstellingen. Bovendien publiceert 69 procent van de ondernemingen intern exact dezelfde doelstellingen als extern en 21 procent heeft de externe doelstelling vertaald in een interne maatstaf, bijvoorbeeld het rendement op het totale vermogen (intern) in plaats van het rendement op het eigen vermogen (extern). Slechts tien procent van de ondernemingen hanteert intern een doelstelling die niet direct herleidbaar is tot het extern gecommuniceerde doel. Op basis van deze cijfers kunnen we concluderen dat de geloofwaardigheid van extern gecommuniceerde doelstellingen zeer groot is.

De regressie-analyse die we op de jaarverslaggegevens hebben uitgevoerd, hebben we ook losgelaten op de intern gebruikte aantallen en soorten maatstaven. Ook uit deze analyse, die weliswaar op erg weinig observaties gebaseerd is, blijkt dat er een significant positief verband is tussen het "uitrollen van precies één doelstelling naar de volgende managementlaag" en aandelenrendementen. Niet alleen de communicatie van één doelstelling, maar ook het interne gebruik ervan, gaat gepaard met waardecreatie.

Samenvatting en besluit

Ondernemingen die één gekwantificeerde doelstelling publiceren en deze ook intern hanteren, genereren een hoger aandelenrendement dan andere ondernemingen. Kwalitatieve doelstellingen daarentegen, doen het hart van de aandeelhouder niet harder kloppen. Bovendien komen extern gecommuniceerde doelstellingen in vrijwel alle gevallen overeen met de intern gehanteerde doelstellingen.

Onze resultaten ondersteunen het 'accountability principle' en tevens Michael Jensens stelling dat "*purposeful behavior requires a single-valued objective function*". Beloningscontracten in de ruimste zin van het woord, inclusief budgetten, werktijden en prikklokreglementen, zijn gebaat bij helder geformuleerde doelstellingen, en dan geen twee of twintig doelstellingen, maar slechts één. Dit betekent geen verstoppertje spelen door alleen de aandacht te vestigen op de doelstellingen die (toevallig?) wel gerealiseerd zijn of niet stiekem kunnen gaan voor die doelstellingen die makkelijk te realiseren of goed meetbaar zijn. Met andere woorden: "meerdere doelstellingen = geen doelstelling"

¹ Voor een recent overzicht van de literatuur over prestatiebeloning zie C. Prendergast, The provision of incentives in firms, *Journal of Economic Literature*, jrg. 37, 1999, blz. 7-63.

² M.C. Jensen, Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, wordt nog gepubliceerd in *Business Ethics Quarterly*, jrg. 12, 2001 en in *European Financial Management Review 2001*. In dit artikel noemt Jensen ons onderzoek "an interesting empirical paper that is the first to formally test the proposition that multiple objectives handicap firms" (blz. 5).

³ Zie onder andere B. Holmstrom en P. Milgrom, Multi-task principal-agent analyses: incentive contracts, asset ownership and job design, *Journal of Law, Economics and Organization*, jrg. 7, 1991, blz. 24-52.

⁴ Zie onder meer J. Davis, E. Fama en K. French, Characteristics, covariances, and average returns: 1929 to 1997, *Journal of Finance*, jrg. 55, 2000, blz. 389-406; E. Fama en K. French, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, jrg. 47, 1992, blz. 427-465 en E. Fama en K. French, Value versus growth: the international evidence, *Journal of Finance*, jrg. 53, 1998, blz. 1975-1999.