



Duurzaamheid niet duur betaald

Auteur(s):

Stoops, H.W.J.

Smit, R.E.

Boleij, S.

Hein Stoops is student aan de Vrije Universiteit te Amsterdam en verrichtte zijn onderzoek in opdracht van ING Bank, afdeling Duurzaam Beleggen. Ruben Smit en Sander Boleij zijn als analisten aan deze afdeling verbonden.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4338, pagina 948, 7 december 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

balans

Veel bedrijven en beleggers verwachten een negatief verband tussen duurzame productie en financiële resultaten. Voor deze aanname bestaat echter geen empirische steun.

Duurzaamheid staat momenteel sterk in de belangstelling. Steeds meer ondernemingen lijken - naast een goed financieel resultaat - te streven naar een goede relatie met hun omgeving ¹. Anders gezegd: steeds meer bedrijven lijken de aandacht te verleggen van alleen 'shareholders value' - gericht op het verhogen van de beurskoers - naar 'stakeholders value' - gericht op een goede relatie met alle belanghebbenden van de onderneming, waaronder de aandeelhouders. Ondernemingen met oog voor duurzaamheid gaan er klaarblijkelijk vanuit dat hun aandacht voor milieu-, sociale en maatschappelijke vraagstukken de financiële resultaten van het bedrijf niet zal schaden. Mogelijk rekenen sommigen zelfs op een positief verband tussen een meer duurzame bedrijfsvoering en de financiële resultaten.

Er is echter ook een zeer groot aantal ondernemers dat een slechter financieel resultaat verwacht. Die verwachting vloeit vooral voort uit de kosten die het streven naar duurzaamheid met zich meebrengt. Wie weet aan welke eisen een ondernemer tegenwoordig moet voldoen op het gebied van milieuzorg, sociaal beleid en maatschappelijk beleid, kan zich die angst voor hogere kosten goed voorstellen. De vraag is dus of duurzame bedrijven daadwerkelijk betere dan wel slechtere financiële resultaten laten zien.

Duurzaamheid en financiële prestaties

Er is de afgelopen jaren het nodige onderzoek gedaan naar het verband tussen duurzaam ondernemen en financiële prestaties. Op een aantal punten is duidelijk geworden dat een beter milieuzorgsysteem gelijk op kan gaan met betere financiële prestaties. Hoe het verband precies ligt, is vooralsnog onbekend, maar velen gaan ervan uit dat aandacht voor de milieu-aspecten van bedrijfsprocessen leidt tot een efficiëntere inrichting van die processen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat het doorlichten van productieprocessen op milieueffecten ook mogelijkheden voor procesverbetering in beeld brengt. Verder leidt aandacht voor reductie van materiaalgebruik tot directe besparingen op voorraadkosten en logistieke kosten.

Het is bijvoorbeeld bekend dat het Amerikaanse 3M (Minnesota Mining and Manufacturing, bekend van onder andere de Post-It gele plakkertjes) de afgelopen jaren miljoenen heeft bespaard met haar 'Pollution Prevention Pays'-programma ². Dat niet iedereen dit voorbeeld volgt, is onder andere het gevolg van onbekendheid met de (technische) mogelijkheden, het ontbreken van de juiste prikkels in de milieuwetgeving en het ontbreken van dwang (bijvoorbeeld door boetes, strikte handhaving en milieueffingen) ³.

Over de financiële voordelen van een goed sociaal beleid - gericht op opleidingen, verzuimpreventie en dergelijke - is al het nodige bekend. Een procentpunt minder verzuim of verloop scheelt al snel miljoenen ⁴. Prioriteitstelling, gevestigde belangen en onbekendheid met de opbrengsten leiden ertoe dat ook in dit geval dergelijk beleid niet als vanzelf wordt doorgevoerd.

Toch is nog niet vastgesteld dat juist het streven naar duurzaamheid het verschil veroorzaakt tussen de financiële prestaties van 'duurzame' bedrijven en minder duurzame bedrijven. Het is zeer wel mogelijk dat een derde factor, de kwaliteit van het management in het algemeen, de bron is van zulke verschillen.

Focus op verschillen binnen één sector

In dit onderzoek willen wij niet ingaan op de oorzaken van verschillen in financiële prestaties tussen duurzame en minder duurzame bedrijven. De reden hiervoor is eenvoudig: er zijn zo veel factoren die deze verschillen kunnen verklaren, dat alleen gedetailleerde case-studies over lange perioden met zeer grote groepen echt uitsluitsel kunnen geven. Zulke onderzoeken zijn tot op heden erg moeilijk, door gebrek aan brede historische datasets. Daarnaast leiden ze zelden tot algemene, voor alle bedrijven geldige, conclusies.

Wij willen ons met name richten op de vraag of duurzame bedrijven betere of slechtere financiële prestaties laten zien dan minder duurzame bedrijven.

Dit is niet het enige onderzoek met die onderzoeksvraag ⁵. In tegenstelling tot eerdere onderzoeken beperken wij ons echter tot één sector en nemen wij verschillende financiële maatstaven mee.

Wij onderzoeken niet alleen het effect op het verloop van de aandelenkoers, maar ook het effect op boekhoudkundige maatstaven als het rendement op de activa, de omzet en het eigen vermogen. De ontwikkeling van de aandelenkoers 'sec' is namelijk afhankelijk van factoren die weinig of niets met de duurzaamheid van de onderneming te maken hebben, zoals geruchten, macro-economische ontwikkelingen, enzovoort.

Sectorale verschillen kunnen de onderzoeksuitkomsten sterk vertekenen. Als wij bijvoorbeeld hadden onderzocht of bedrijven met een milieubeleid beter of slechter renderen dan bedrijven zonder, dan zou zijn gebleken dat bedrijven zonder een dergelijk beleid - denk met name aan banken, verzekeraars, mediabedrijven en telecommunicatie- en it-bedrijven - betere financiële prestaties laten zien dan bedrijven met een milieubeleid, te weten de zware industrie, mijnbouw, olie- en gassector en de transportsector. Dit verschil zou echter terug te voeren zijn op de verschillen in activiteiten, niet op het al dan niet hebben van een milieuzorgsysteem. Om dergelijke verstoringen uit te sluiten, hebben wij gekozen voor het bestuderen van één sector. Er is gekozen voor de Amerikaanse olie- en gassector omdat duurzaamheidsvraagstukken in deze sector een belangrijke rol spelen en er voldoende historische duurzame data over deze sector voorhanden zijn. Voor Europese bedrijven bestaan daarentegen nauwelijks betrouwbare historische data op sociaal of milieugebied. Dit komt voort uit de nog korte historie van duurzaam ondernemen en beleggen in Europa.

Duurzaamheidsscores

De bedrijven in de Amerikaanse olie- en gassector zijn allereerst over een periode van vijf jaar op een groot aantal financiële maatstaven, waaronder de beurskoers, met elkaar vergeleken ⁶. Vervolgens is de relatieve duurzaamheid van deze olie- en gasmaatschappijen in kaart gebracht. Daarvoor is gebruik gemaakt van onderzoeksdata van het Amerikaanse bureau Kinder, Lydenberg en Domini (kld). Dit bureau beoordeelt ieder jaar de duurzaamheid van bedrijven op 64 onderdelen. Zo wordt bijvoorbeeld gezien of bedrijven regelmatig boetes krijgen voor milieuovertredingen, zich inspinnen om de uitstoot van schadelijke stoffen terug te dringen, zich inspinnen om minderheden in dienst te nemen en of er sprake is van conflicten met omwonenden ⁷. Door alle verschillende deelscores te wegen en te cumuleren is vanaf 1996 een score voor duurzaamheid gecreëerd (zie [tabel 1](#)). In onze aanpak kennen we het zwaarste gewicht toe aan milieuzorg, veiligheid en de belangen van omwonenden. Met een uitgebreide gevoeligheidsanalyse zijn we nagegaan of er grote verschillen in de jaarlijkse rangcijfers ontstaan indien de gewichten anders verdeeld zouden zijn. Dit is niet het geval.

Tabel 1. Duurzaamheidsscores in 1996 en 2000, schaal 1 tot 100

bedrijf	1996	2000
Apache Corporation	80	85
Anadarko Petroleum Corporation	83	63
Baker Hughes Inc.	63	60
Burlington Resources, Inc.	65	60
Kerr-McGee Corporation	41	54
Schlumberger nv.	48	46
Rowan Companies, Inc.	58	45
Halliburton Company	37	45
usx-Marathon Corporation	33	41
Amerada Hess Corporation	42	40
Royal Dutch Petroleum	7	38
Unocal Corporation	49	32
Texaco Inc.	25	28
Ashland Inc.	23	25
Phillips Petroleum Company	41	20
Exxon Mobil Corporation	55	18
Chevron Corporation	38	9
Occidental Petroleum Corporation	40	6

De duurzaamheidsscores zijn een gewogen optelsom van scores op sociale, maatschappelijke en milieu-aspecten. De weging vond plaats op grond van de mate waarin deze criteria voor de betrokken industrie van belang zijn. De milieu-aspecten hebben het zwaarst gewogen.

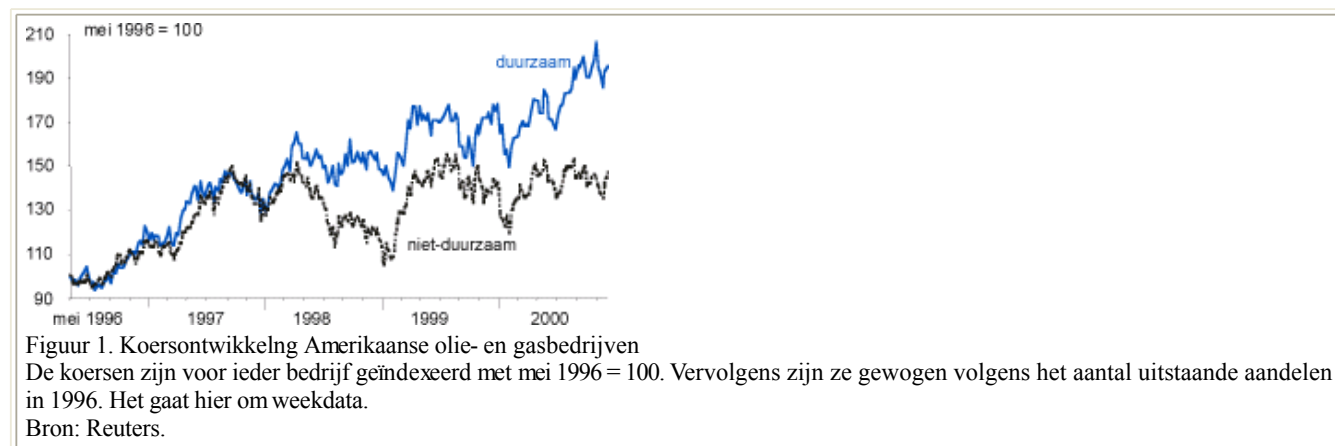
Shell in de middenmoot

Indien we 1996 als uitgangspunt nemen kan de sector worden opgedeeld in een 'duurzaam deel' en een 'minder duurzaam deel' (scores boven, respectievelijk onder het sectorgemiddelde). Anadarko Petroleum is een duidelijke voorloper, onder andere omdat het geen verstoorde verhoudingen heeft met inheemse bevolkingsgroepen. Ashland daarentegen kan in datzelfde jaar tot de achterblijvers worden gerekend onder andere vanwege de stevig verstoorde verhoudingen met inheemse bevolkingsgroepen en de overtredingen van de arbeidsomstandighedenwetgeving. Binnen de Amerikaanse olie- en gassector is Shell één van de bedrijven die de laatste jaren een duidelijke progressie heeft geboekt in zijn beoordeling van duurzaamheid. Momenteel bevindt het bedrijf zich in de middenmoot. Met name op het gebied van alternatieve energie en discriminatie zijn duidelijke verbeteringen geboekt.

Financiële prestaties

In [figuur 1](#) is de koersontwikkeling van duurzame bedrijven (in 1996 een bovengemiddelde score, in termen van voornoemd bureau Kinder, Lydenberg en Domini) vergeleken met die van niet-duurzame bedrijven (in 1996 een benedengemiddelde kld-score). Het koersresultaat is duidelijk in het voordeel van duurzame bedrijven. Dit suggereert dat de efficiëntiewinsten die duurzame bedrijven door

hun aandacht voor het productieproces en het sociaal beleid genereren, door de aandelenmarkt ook worden beloond. Ook de risico-rendementverhouding van de duurzame portefeuille is beter (tabel 2). Regel drie van deze tabel laat zien dat het risico van de duurzame portefeuille wel wat hoger is geweest dan dat van de niet-duurzame portefeuille, maar dat dit gecompenseerd is door het hogere rendement van de duurzame portefeuille.



Tabel 2. Risico-rendementverhouding van een duurzame versus een niet-duurzame portefeuille

	niet-duurzame portefeuille	duurzame portefeuille
gemiddeld weekrendement	0,21%	0,33%
standaarddeviatie van de weekrendementen	3,12%	3,30%
verhouding	0,07	0,10

Om de bedrijfseconomische prestaties van bovenstaande bedrijven te meten en mis-interpretatie als gevolg van veranderingen in accountingmaatstaven te voorkomen, hanteren we negen verschillende maatstaven (zie tabel 3)⁸. Met behulp van deze maatstaven is vervolgens getoetst of de financiële resultaten van duurzame bedrijven significant afwijken van de resultaten van minder duurzame bedrijven. Op basis van de tabel 3 kan worden geconcludeerd dat bedrijven die in 1996 tot de duurzame categorie behoorden, in de periode 1996-2000 sneller zijn gegroeid (zie groei totale activa) en relatief veel eigen vermogen hadden. Door dit relatief grote eigen vermogen, is het rendement op dit eigen vermogen relatief laag. Dat dit samenhangt met een verschil in duurzaamheidsscores, lijkt niet aannemelijk. Overige maatstaven voor de winstgevendheid zoals het rendement op de totale activa, de winstmarge en de groei van de netto winst, leveren geen significante verschillen op.

Tabel 3. Verschiltoets tussen bedrijven die een bovengemiddelde duurzaamheidsscore hebben (hoog) en bedrijven met een benedengemiddelde duurzaamheidsscore (laag). De financiële prestaties zijn de gemiddelde waarden tussen 1996 en 2000

	1996 hoog	1996 laag	verschil
netto-winst/gem. totale activa	4,35	5,39	-1,05
netto-winst/gem. eigen vermogen	9,59	14,85	-5,26*
netto-winst/totale omzet	7,21	4,94	2,28
netto winst index	116,74	95,95	20,80
schuld/totale activa	0,55	0,64	-0,09*
sd netto winst index	102,00	70,82	31,18
quick ratio ^a	1,31	0,90	0,41
groei totale activa	12,92	4,92	8,00*
groei totale omzet	21,98	13,52	8,46
winst per aandeel	108,23	91,70	16,54
koers/winst	28,04	32,60	-4,56
beurskoers	148,98	130,32	18,66*
beta ^b	0,30	0,30	0,00

* Significant op vijf procentniveau.

a. Vlottende activa minus voorraden/kort vreemd vermogen.

b. Beta uit het capm-model, met als marktrendement de Standard & Poor 500-index.

Tot slot

Op basis van ons onderzoek kan worden geconcludeerd dat duurzame Amerikaanse olie- en gasbedrijven in de periode van 1996 tot en met 2000 in financiële termen zeker niet slechter hebben gepresteerd dan minder duurzame bedrijven. Deze conclusie laat zien dat beleggers die ondernemingen tevens beoordelen op hun milieu, sociaal en maatschappelijk gedrag, niet per se genoeg moeten nemen met een lager rendement. Duurzaam ondernemen en beleggen is dus geen financiële onmogelijkheid.

Mogen deze conclusies nu een op een worden doorgetrokken naar Europese bedrijven? Voordat dit het geval is dient verder onderzoek plaats te vinden. Tot op heden zijn de data hiervoor evenwel niet altijd beschikbaar. Met name ondernemingen hebben op dit punt nog veel werk te doen. Een voor de hand liggende aanname zou zijn dat verschillen in instituties tussen de vs en Europa de resultaten moeilijk vergelijkbaar maken. Wij denken echter dat dit de uitkomsten slechts in beperkte mate verstoort. De reden hiervoor is dat duurzaam ofwel verantwoord ondernemen grotendeels een zaak is van interne procedures en overleg met belangengroepen. Verschillen in wetgevend kader en sanctiebeleid hebben hierop maar beperkte invloed.

1 Dit artikel bouwt voort op: R. Otten en C.G. Koedijk, [Beleggen met een goed gevoel](#), *ESB*, 13 april 2001, blz. 342-327; A.B.M. Soppe, [Heeft ethiek een prijs op Beursplein 5?](#), *ESB*, 10 november 2000, blz. 912-914; L.J.R. Scholtens en P. Sprengers, [Met meerwaarde meer mans](#), *ESB*, 15 september 2000, blz. 708-710.

2 3M, 3M Pollution Prevention Pays: Moving toward environmental sustainability, 1998, zie http://www.3M.com/about3M/environment/policies_about3P.jhtml.

3 Environmental Protection Agency, 1998, Searching for the profit in pollution prevention, case studies in corporate evaluation of environmental opportunities, april 1998 "...such investments were financially unattractive because of a combination of regulatory barriers and insufficient environmental enforcement."

4 Zie bijvoorbeeld R.W Mitchell, *Absence management can save big bucks*, National Underwriter, 11 december 2000; S.L Poe, *Cost of employees absences impacts business performance*, Workspan, mei 2001.

5 Voor een overzicht zie J.J. Griffin en J.F. Mahon, *The corporate social performance and corporate financial performance debate*, *Business & Society*, vol. 36, maart 1997, blz. 5-31 en R.M. Roman, S. Hayibor en B.R. Agle, *The relationship between social and financial performance*, *Business & Society*, vol. 38, maart 1999, blz. 109-126. Roman, Hayibor en Agle hebben alle relevante onderzoeken in de periode 1972-1997 bestudeerd. In totaal laten 33 studies een positieve relatie zien tussen duurzaamheid en financiële prestaties, tonen 14 studies geen effect aan en concluderen slechts vijf studies dat er een negatief verband is.

6 Er is voor een periode van vijf jaar gekozen (1996-2000) omdat er vóór 1996 niet voldoende financiële data beschikbaar zijn voor een representatieve steekproef.

7 Zie <http://www.kld.com/research/ratings.html>.

8 De data zijn ontleend aan Reuters en met behulp van jaarverslagen gecorrigeerd voor buitengewone groei door fusies en overnames.