

Duurzaam ondernemen economisch zinvol

Maatschappelijk ondernemen leidt gemiddeld tot betere financiële prestaties en een hogere beurswaardering. Betere zorg voor het milieu, aandacht voor de gemeenschap, correcte omgang met werknemers en aandacht voor corporate governance loont.

Zorg voor ecologische en sociale duurzaamheid neemt toe. Ondernemingen besteden aandacht aan directe en indirecte maatschappelijke effecten van hun bedrijfsvoering. Meer en meer leeft het gevoel dat simultaan aan verplichtingen op economisch, ecologisch en sociaal terrein moet worden voldaan. Bij duurzaam ondernemen gaat het om de bijdrage van de ondernemingsactiviteiten aan het ondernemingsresultaat, de effecten op het milieu en de welvaart van belangengroeperingen. Momenteel is het echter nog steeds onduidelijk wat de relatie is tussen economisch succes en de aandacht voor duurzaam ondernemen. Permitteren alleen de meer succesvolle bedrijven het zich aandacht te schenken aan duurzaamheid, of leidt duurzaam ondernemen juist tot hogere winstgevendheid en hogere beurswaardering? Dit artikel doet verslag van een onderzoek naar deze mogelijke relatie tussen economisch succes en duurzaam ondernemen.

Duurzaamheid en economische effecten

Het argument voor een negatief effect van duurzaam ondernemen op financiële prestaties berust op de gedachte dat ondernemingen die duurzaam opereren gemiddeld meer kosten maken dan er opbrengsten tegenover staan. Een voorbeeld hiervan zou een investering kunnen zijn door een onderneming in apparatuur die de uitstoot van schadelijke stoffen tijdens het productieproces beperkt, terwijl een dergelijke investering door branchegenoten achterwege wordt gelaten. Het kostennadeel dat deze duurzame wijze van produceren met zich meebrengt, vertaalt zich mogelijk in een relatief lagere winstgevendheid en lagere waardering op de beurs. Daarnaast zou het aangaan van een dialoog met belangengroepen een moeizaam, langdurig en kostbaar proces zijn met mogelijk weinig kortetermijnresultaten (Chang and Wong, 2002). In de literatuur worden vele argumenten genoemd voor een positief effect van duurzaam ondernemen op het ondernemingsresultaat (Looman, 1996; Waddock en Graves, 1997; Preston en O'Bannon, 1997). Kosten van duurzaam ondernemen worden dan gering geacht in verhouding tot de potentiële baten. Voorbeelden hiervan zijn:

- consumenten kunnen in hun aankoopgedrag sociale en ecologische kenmerken van de onderneming zwaar meewegen;

- werknemers ontvangen sterke prikkels en tonen een grotere inzet met een resultaat dat groter is dan de kosten;
 - processen en producten achteraf aanpassen aan duurzame normen is mogelijk kostbaarder dan vroegtijdig met duurzaam ondernemen te starten;
 - kosten van duurzaam ondernemen kunnen lager zijn dan de waarde van toekomstige schadeclaims.
- Duurzaam ondernemen, en vooral een goed corporate governance-beleid, vergroot de relatie met de verschaffers van vreemd en eigen vermogen. Het vergroot de transparantie en neemt onzekerheden weg waardoor de vermogenskostenvoet daalt (Statman, 2000). Hiervoor is ingegaan op het effect van meer aandacht voor duurzaamheid op de winstgevendheid en waarde van de onderneming. Een omgekeerde relatie kan ook het geval zijn. Winstgevendheid kan een effect hebben op de bereidheid tot duurzaam ondernemen. Het behalen van goede financiële prestaties verschaft ondernemingen de mogelijkheid meer aandacht te schenken aan duurzaamheid dan ondernemingen die minder goede financiële prestaties behalen. In goede tijden worden extra beschikbare financiële middelen mogelijk eerder voor duurzaam ondernemen aangewend dan bijvoorbeeld voor extra dividenduitkeringen. In mindere tijden wordt vervolgens het eerst gesneden in de kosten van duurzaam ondernemen (zie Ullmann, 1985; Preston en O'Bannon, 1997 en Cohen, Fenn en Konar, 1997). Financiële ondernemingsresultaten zijn in deze visie een voorspeller van de score op het gebied van duurzaamheid.

Recente studies tonen aan dat bepaalde onderdelen van duurzaam ondernemen, bijvoorbeeld het corporate governance-beleid (Gompers, Ishii en Metrick, 2003), positief uitwerken op de economische resultaten van een onderneming. Derwall, Günster, Bauer en Koedijk (2004) hebben aandelenrendementen onderzocht van bedrijven die door minimale ingrepen toch goedkoper en milieuvriendelijker werken. Deze onderzoekers vinden dat bedrijven met een hoge eco-efficiëntiescore significant hogere rendementen behalen dan bedrijven met lagere scores. Goede overzichten van de literatuur over economische gevolgen van duurzaam ondernemen worden gegeven in Griffin en Mahon (1997), Roman, Hayibor en Agle (1999), Margolis en Walsh (2003), en Verstegen en Van der Lans (2003). De meerderheid van de studies heeft betrekking op ondernemingen in de Verenigde Staten en concludeert dat een positief effect uitgaat van duurzaam ondernemen op economische resultaten.

**RONALD VAN DIJK EN
ANNIKA WONG**

Hoofd Kwantitatief Onderzoek/Aandelen, Portfolio Manager bij ING Investment Management

Onderzoeksvragen

Het maken van beleid ten aanzien van duurzame vraagstukken en het beleggen in ondernemingen op basis van duurzaamheidscriteria vereisen inzicht in de relatie tussen winstgevendheid en duurzaamheid beleid. In het voorgaande is beargumenteerd dat de relatie tussen duurzaam ondernemen en winstgevendheid theoretisch zowel positief als negatief kan zijn. Ook de richting van de causaliteit is onbekend. Het is zelfs denkbaar dat duurzaamheid en winstgevendheid elkaar tegelijkertijd beïnvloeden. Om deze verbanden te onderzoeken formuleren wij twee onderzoeksvragen die wij vervolgens gaan beantwoorden aan de hand van onze dataset. De eerste onderzoeksvraag is of duurzaam ondernemen invloed heeft op de winstgevendheid. De tweede onderzoeksvraag is of winstgevendheid invloed heeft op duurzaam ondernemen. Door deze vragen aan de hand van empirische data te beantwoorden wordt inzicht verkregen in de economische gevolgen van duurzaam ondernemen en kan beleid beter worden onderbouwd. De in dit onderzoek gebruikte informatie over het duurzaamheidsbeleid van ondernemingen is afkomstig van Dutch Sustainability Research (DSR). Scores zijn beschikbaar gesteld op de volgende thema's: gemeenschapszin, corporate governance, leveranciersrelaties, werknemers, milieu en klantenrelaties. Deze thema's worden samengevat in een maatstaf voor duurzaam: de totale duurzaamheidsscore.

Onze steekproef omvat 250 ondernemingen beursgenoteerd in vijftien Europese landen. De gehanteerde verdeling van de ondernemingen is representatief voor het Europese MSCI-universum dat bestaat uit de grootste beursgenoteerde ondernemingen in Europa. De ondernemingen in de steekproef vertegenwoordigen meer dan vijftig procent van de totale marktkapitalisatie.

Model en variabelen

Door middel van een econometrisch model wordt de relatie tussen duurzaam ondernemen en de financiële variabelen onderzocht. Het model (een simultaan model) geeft de mogelijkheid de richting van causaliteit te onderzoeken (Green, 2000). Verschillende te verklaren variabelen worden in een simultaan model opgenomen evenals exogene variabelen. De exogene ondernemingskarakteristieken zijn opgenomen in het model op basis van theoretische beschouwingen, eerdere studies waaronder Ullmann, (1985) en McWilliams en Siegel (2000), en een correlatieanalyse. Deze karakteristieken zijn: bedrijfsomvang, financieel risico en groei van de onderneming. Als databron is Thomson Financial Datastream gebruikt. Bedrijfsomvang wordt gemeten aan de hand van de marktwaarde van het eigen vermogen. Deze variabele wordt gevormd door de natuurlijke logaritme van de beurswaarde van de ondernemingen over een vijfjaargemiddelde (per 31 december, over 1999–2003). Een natuurlijke logaritme is gekozen om de invloed van extreem grote ondernemingen te verminderen in de statistische analyses, zodat een meer symmetrische verdeling ontstaat. Financieel risico wordt gemeten aan de hand van een solvabiliteitsratio:

de totale langetermijnschulden gedeeld door de totale activa. Ook voor deze variabele worden vijfjaargemiddelden genomen. Groei wordt gemeten aan de hand van de gemiddelde groei van de boekwaarde per aandeel over de genoemde vijf jaar.

Voor onderneming i luidt ons model bestaande uit twee vergelijkingen als volgt,

$$1) \quad ROE_i = \beta_{10} + \beta_{11} \times Duurzaam_i + \beta_{12} \times Groei_i + \beta_{13} \times Risico_i + \varepsilon_{i1}$$

$$2) \quad Duurzaam_i = \beta_{20} + \beta_{21} \times ROE_i + \beta_{22} \times Bedrijfsomvang_i + \varepsilon_{i2}$$

waarbij β_{10} , β_{11} , β_{12} , β_{13} , β_{20} , β_{21} , en β_{22} de parameters van het model zijn. De symbolen ε_{i1} en ε_{i2} zijn de gebruikelijke storingstermen. In de eerste vergelijking fungeert het vijfjaarsgemiddelde rendement op eigen vermogen (*Return on Equity*, ROE) als afhankelijk variabele. Deze wordt verklaard door de variabelen Duurzaam, Groei, (financieel) Risico en een storingsterm. Het rendement op eigen vermogen is een belangrijke maatstaf voor het succes van een onderneming. Deze ratio meet hoeveel rendement de onderneming behaalt op het door de aandeelhouders beschikbaar gesteld kapitaal. Duurzaam is de samenvattende score op duurzaam en het is een samenstelling van de eerder genoemde thema's. In de tweede vergelijking wordt Duurzaam verklaard door ROE, Bedrijfsomvang en een storingsterm.

Resultaten

De schattingsresultaten staan in tabel 1. Wij zien dat voor vergelijking 1 de schattingen van de parameters voor Duurzaam en Groei (β_{11} en β_{12}) significant positief zijn. Dit betekent dat duurzaam ondernemen en de groei van ondernemingen de winstgevendheid positief beïnvloedt. Risico heeft geen significant effect op ROE. Vergelijking 1 verklaart dertig procent (R^2) van de variatie in ROE. Naar aanleiding van deze resultaten kunnen wij concluderen dat duurzaam ondernemen invloed heeft op de winstgevendheid (Return on Equity). Gemiddeld geldt dat hoe meer aandacht een onderneming besteed aan duurzaam ondernemen, des te meer rendement op het eigen vermogen wordt gemaakt.

Tabel 1 laat ook zien dat de parameter schatting van ROE (β_{21}) niet significant is met een t-waarde gelijk aan $-0,8$. Wij vinden dus geen statistisch bewijs dat meer winstgevendende bedrijven meer of minder aandacht besteden aan duurzaam ondernemen. De schattingen tonen wel aan dat grotere bedrijven meer aandacht besteden aan duurzaam. Met een t-waarde van $3,8$ is de schatting van de parameter voor de Groei variabele statistisch significant op een 1%-significantie niveau. Ongeveer zes procent van de variatie in Duurzaam wordt verklaard door de variabelen in vergelijking 2.

Het significante effect van duurzaamheid als geheel roept de vraag op welke duurzaamheidsthema's nu bijdragen aan de winst op eigen vermogen en welke niet.

Wij herhalen de eerdere analyse maar nu voor het model:

$$1) \quad Duurzaam\ Thema_i = \beta_{20} + \beta_{21} \times ROE_i + \beta_{22} \times Bedrijfsomvang_i + \varepsilon_{i2}$$

$$2) \quad ROE_i = \beta_{10} + \beta_{11} \times Duurzaam\ Thema_i + \beta_{12} \times Groei_i + \beta_{13} \times Risico_i + \varepsilon_{i1}$$

tabel 1

Parameterschattingen voor de samenvattende score op Duurzaam					
	Verklarende Variabelen				
	ROE	Bedrijfsomvang	Duurzaam	Groei	Risico
Vergelijking 1: ROE als te verklaren variabele					
Parameter schatting (β)			0,19	0,66	-0,08
t-waarde			2,6	9,4	-1,2
$R^2=0,30$					
Vergelijking 2: Duurzaam als te verklaren variabele					
Parameter schatting	-0,32	10,3			
t-waarde	-0,8	3,8			
$R^2=0,06$					

met voor Duurzaam Thema een van de volgende thema's: gemeenschapszin, corporate governance, leveranciersrelaties, werknemers, milieu en klantenrelaties. De schattingsresultaten staan in tabel 2. De bovenste helft van tabel 2 laat zien dat vier thema's een significante en positieve invloed op ROE hebben: gemeenschapszin, corporate governance, werknemers en milieu. Dus gemiddeld geldt dat hoe meer aandacht een onderneming besteedt aan elk van deze duurzaamheidsthema's, hoe hoger op de lange termijn zijn rendement op eigen vermogen is. De geschatte parameter van milieu is het grootst van deze thema's. Dit zou erop kunnen wijzen dat milieu ook de belangrijkste factor is. De invloed van de thema's klantenrelaties en afnemers kan niet bevestigd worden. Evenals tabel 1 laat tabel 2 zien dat de groei van een onderneming significante invloed heeft op ROE. De resultaten in de tweede helft van tabel 2 tonen de invloed van ROE op Duurzaam. De mate van aandacht voor de duurzaamheidsthema's lijkt niet beïnvloed te worden door de winstgevendheid van de onderneming.

tabel 2

Schattingsresultaten voor de duurzaamheidsthema's.
Het symbool t staat voor t-waarde.

	Vergelijking 1: ROE als te verklaren variabele												
	β	t	β	t	β	t	β	t	β	t	β	t	
Gemeenschapszin	0,4	2,7											
Corp. Gov.			0,3	2,4									
Leveranciers					-1,1	-1,1							
Werknemers							0,5	2,5					
Milieu									0,6	2,9			
Klantenrelaties											0,3	1,1	
Groei	0,7	9,8	0,7	9,8	0,6	11,1	0,7	10,2	0,6	8,8	0,7	10,5	
R ²	0,32		0,31		0,31		0,32		0,28		0,35		
	Vergelijking 2: Duurzaamheidsthema als te verklaren variabele												
	Gemeenschap		Corp. Gov.		Leveranciers		Werknemers		Milieu		Klanten		
	β	t	β	t	β	t	β	t	β	t	β	t	
Bedrijfsomvang	1,6	3,8	-0,3	-0,8	-0,3	-1,0	3,8	3,7	3,4	4,8	1,5	1,2	
ROE	-0,1	-1,1	0,0	1,2	0,0	0,4	-0,1	-0,9	-0,1	-1,1	-0,1	-0,4	
R ²	0,06		0,01		0,00		0,05		0,09		0,01		

Nu wij het statistische significante effect van de mate van aandacht voor duurzaamheid op het rendement op eigen vermogen hebben vastgesteld rijst de vraag: wat is het verschil in ROE tussen bedrijven die veel en weinig aandacht besteden aan maatschappelijk verantwoord ondernemen? Tabel 3 laat zien dat in onze steekproef de minst duurzame ondernemingen gemiddeld 11,6 procent rendement op eigen vermogen halen, terwijl bedrijven die de meeste aandacht en middelen aan duurzaam ondernemen besteden gemiddeld vijftien procent halen. Een ROE verbetering van 3,4 procentpunt wordt door analisten als substantieel beschouwd. Dezelfde tabel laat zien dat dit hogere rendement ook door de aandelenbeurs wordt vertaald in een hogere waardering. Bedrijven in de steekproef met de laagste score voor duurzaam hebben een marktwaarde-boekwaarde ratio van 3,0. Voor bedrijven met de hoogste score is deze waarderingsratio tien procent hoger, namelijk 3,3.

tabel 3

	Score op Duurzaam Ondernemen	Rendement op Eigen Vermogen	Marktwaarde-Boekwaarde
Laag		11,6%	3,0
Gemiddeld		13,4%	3,2
Hoog		15,0%	3,3

Conclusie

In dit artikel is aan de hand van empirische toetsing met data van beursgenoteerde Europese ondernemingen aangetoond dat duurzaam ondernemen positieve invloed heeft op financiële prestaties van ondernemingen. Positieve significante resultaten zijn gevonden met betrekking tot het rendement op eigen vermogen en de beurswaardering. Vooral bedrijven met aandacht voor de gemeenschap, corpo-

rate governance, werknemers en milieu laten hogere rendementcijfers optekenen. Een goede leefbaarheid in en rondom een onderneming loont. Ook de omgekeerde relatie is onderzocht. In onze analyses is de causaliteitsrelatie van financiële prestaties richting duurzaam ondernemen niet statistisch significant. De omgekeerde relatie hebben wij dus niet kunnen aantonen.

Wij concluderen evenals de Sociaal Economische Raad (Wijffels, 2000) dat duurzame activiteiten onlosmakelijk deel moeten uitmaken van ondernemingsbeleid en ondernemingsstrategie. Maatschappelijk verantwoord ondernemen verhoogt het rendement op eigenvermogen en de marktwaarde van de onderneming.

LITERATUUR

- Chang, E.C. en S.M.L. Wong (2002) *Managerial discretion and corporate performance of China's listed companies*, ongepubliceerd manuscript.
- Cohen, M.A., Fenn, S.A. en S. Konar (1997) *Environmental and financial performance: Are they related*. Washington D.C.: Investor Responsibility Research Center.
- Derwall, J., Günster, N., Bauer, R., en K. Koedijk (2004) The Eco-Efficiency Premium Puzzle, *Financial Analysts Journal*, 61(2) 51-63.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L. en A. Metrick (2003) Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 118(1), 107-155.
- Greene, W.H. (2000) *Econometric Analysis*, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Griffin, J.J. en J.F. Mahon (1997) The Corporate social performance and corporate financial performance debate. Twenty-five years of incomparable research, *Business & Society*, 36(1), 5-31.
- Looman, J. (1996) *Een beter milieu begint bij de marketeer; Onderneming, produkt en milieu in relatie tot marketing*. Alphen aan de Rijn: Samsom H.D. Tjeenk Willink.
- Margolis, J.D. en J.P. Walsh (2003) Misery loves companies: Whither social initiatives by business? *Administrative Science Quarterly*, 48(3), 268-305.
- McWilliams A. en D. Siegel (2000) Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal* 21(5), 603-609.
- Preston, L.E., en D.P. O'Bannon (1997) The corporate social-financial performance relationship. A typology and analysis, *Business and Society*, 36(4), 419-429.
- Roman, R.M. en S. Hayibor en B.R. Agle (1999) The relationship between social and financial performance. Repainting a portrait, *Business and Society*, 38 (4),109-125.
- Statman, M. (2000) Socially responsible mutual funds. *Financial Analyst Journal*, 30-39.
- Ullman, A.E. (1985) Data in search of a theory: a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure and economic performance of US firms., *Academy of Management Review*, 10(3), 540-557.
- Verstegen, J.A.A.M. en C.J.M. van der Lans (2003) *Wordt goed gedrag beloond? Economische aspecten van maatschappelijk verantwoord ondernemen in de agroketen*. LEI-rapport 2.03.16, september.
- Waddock, S.A. en S.B. Graves (1997) The corporate social performance-financial performance Link., *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Wijffels, H. (2000) *De Winst van Waarden*, Advies nr 00/11. Den Haag: SER.