

Winstdenken

Ondernemingen ondernemen niet

**Alles voor de
aandeelhouder**

Politici, beleidsmakers en economen zijn wanhopig op zoek naar verklaringen voor de lang aanhoudende lage economische groei. Een magere groei van 1 tot 2 procent is het 'nieuwe normaal'. Als gevolg van het ontbreken van een goede diagnose bestaan er grote verschillen van inzicht in het te voeren beleid om de groei te stimuleren. Versoepeling van de kredietverlening, het opvoeren van de overheidsinvesteringen in infrastructuur, verdere liberalisering van de arbeidsmarkt, het terugdringen van wet- en regelgeving, belastingverlaging om de consumptie op te voeren – de lijst is lang. In dit debat blijven de zeer teleurstellende prestaties van grote beursgenoteerde ondernemingen ten onrechte buiten beschouwing.

Deze ondernemingen hebben sinds het uitbreken van de crisis in 2008 hun investeringen slechts mondjesmaat verhoogd, het rendement op die investeringen nauwelijks opgevoerd en de productiviteit slechts lichtjes verbeterd. Het aandeel van nieuwe producten in de omzet bleef laag. Geen wonder, want de verantwoordelijke managers hebben zich niet beziggehouden met een gezonde ontwikkeling van hun onderneming, maar vooral met het verhogen van de winst door de kosten te verlagen. Daarbij zijn kostenverlagingen synoniem aan reorganisaties en dat is weer synoniem aan massaontslagen, met alle economische en maatschappelijke gevolgen van dien.

Dit is een grote gemiste kans, want de omstandigheden om te ondernemen waren juist uitzonderlijk gunstig. De rente was extreem laag en daarmee de kosten om investeringen te financieren. De lonen zijn sinds 2008 de facto bevroren. We weten nu ook dat grote ondernemingen door innovatieve constructies op grote schaal belasting hebben ontweken. En overheden waren in crisistijd erg scheutig met het verlenen van verkapte subsidies en bleken zeer bereid wetten en regels aan te passen.

Ondernemingen hebben niet in hun eigen belang gehandeld, maar evenmin in het belang van overheden die sociale voorzieningen in stand probeerden te houden en van burgers die al die jaren financieel onder druk stonden. De economische groei had veel hoger kunnen uitvallen als grote beursgenoteerde ondernemingen wel hun investeringen hadden verhoogd, hun productiviteit hadden opgevoerd en innovatiever waren geweest. Winst is noodzaak, maar

van een te grote nadruk op winst profiteren op korte termijn vooral beleggers en het bestuur van de onderneming. Leveranciers, klanten, werknemers en investeerders zijn de verliezers. En het gaat niet om kleine bedragen. De winsten van ondernemingen in de S&P 500, de beursindex van de grootste Amerikaanse ondernemingen, zijn bijvoorbeeld gestegen van 485 miljard dollar in 2009 tot bijna 1.000 miljard dollar in 2014.

Mythe

Alleen al het gebrek aan beduidende groei van de investeringen heeft grote macro-economische gevolgen gehad.

Er zijn genoeg redenen om niet te investeren: teruggelopen vraag, turbulentie op de financiële markten, geopolitieke crises. Maar bij Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen is tevens sprake van een onderliggend structureel probleem. Het doel van een onderneming is het zo hoog mogelijk opvoeren van het rendement voor de aandeelhouder door winstuitkeringen en een voortdurend stijgende beurskoers. Direct daaraan verbonden is het, ten koste van alles en jaar na jaar, realiseren van een stijging van de winst per aandeel. Daarbij komen veel ondernemingen hun aandeelhouders nog verder tegemoet door zich vast te leggen op een te bereiken percentage. De voor de hand liggende veronderstelling is dat dit de beurskoers doet oplopen en zo het aandeelhoudersrendement verhoogt.

Een en ander heeft, paradoxaal genoeg, een drukkend effect op omvang en kwaliteit van de investeringsprogramma's. Hetzelfde zien we bij Europese beursgenoteerde ondernemingen, maar niet bij alle en niet in dezelfde mate. De volgende effecten treden op.

Een recente studie van McKinsey toont een en andermaal overtuigend aan dat het oorzakelijk verband tussen winst per aandeel en beurskoers niet bestaat. Er zijn factoren die een veel grotere invloed hebben op de beurskoers. Bijvoorbeeld het beleid van centrale banken, olieprijs, valutaschommelingen en veranderingen in belastingregimes. En ook het irrationele gedrag van zogenaamd professionele partijen. Beleggen wordt mede door emotie gedreven en daarbij overschatten beleggers hun vermogen te voorspellen in hoge mate.

Door hardnekkig vast te houden aan deze mythe worden tot diep in de organisatie beslissingen genomen om een illusoir doel dichterbij te brengen.



Een recente studie van McKinsey toont een en andermaal overtuigend aan dat het oorzakelijk verband tussen winst per aandeel en beurskoers niet bestaat

De nadruk op winst per aandeel draagt bij aan de verlamming van de ondernemingen uit de S&P 500. In het tweede kwartaal van 2015 hadden ze gezamenlijk 1.430 miljard dollar in kas, terwijl de investeringen ten opzichte van het jaar daarvoor met 5,6 procent daalden.

Investeringen komen in de knel om de simpele reden dat onvermijdelijke aanloopverliezen en hoge afschrijvingen op de winst- en verliesrekening drukken en op de korte termijn ten koste gaan van de winst per aandeel. Investeringsvertegenwoordigers ook een risico en dat kan ongewenste tijdelijke dalingen in de winstgroei opleveren. Als ondernemingen zich beperken tot investeringen die op korte termijn bijdragen aan de winst per aandeel, blijven grote kansen onbenut. Met het afstoten van investeringen die onvoldoende bijdragen aan de winst per aan-

deel wordt vaak waarde vernietigd. Bestuurders die grote aandelenpakketten bezitten en wier bonus gekoppeld is aan de winst per aandeel hebben nog een extra reden om investeringsvoorstellen af te keuren of uit te stellen en om investeringen af te stoten. Als deze factoren geen rol hadden gespeeld en de ondernemingen in de S&P 500 daardoor in 2014 een bescheiden 10 procent meer hadden geïnvesteerd, zou dat 0,4 procentpunt meer groei van de Amerikaanse economie hebben opgeleverd.

En dan zijn er de zeer omvangrijke inkoopprogramma's van aandelen van de S&P 500. Die verkleinen het aantal uitstaande aandelen en vergroten zo de winst per aandeel. In 2008 werd voor 350 miljard dollar ingekocht. Dat was in 2014 opgelopen tot 575 miljard dollar. Als in 2014 de helft van dit bedrag zou zijn geïnvesteerd, waarvan de helft in de VS, zou de Amerikaanse economie met 0,8 procentpunt extra zijn gegroeid.

De nadruk op winst per aandeel verklaart ook waarom overnames de voorkeur genieten boven investeringen in het eigen bedrijf. In 2014 vestigde de S&P 500 met 2.145 miljard dollar een nieuw overnamerecord, dat in 2015 zal worden overtroffen. In tegenstelling tot investeringen kunnen de kosten en afschrijvingen van overnames in de boekhouding over een groot aantal jaren worden uitgesmeerd. Zo kan de negatieve invloed op de winst per aandeel op korte termijn worden beperkt.

Nu wijst studie na studie uit dat meer dan de helft van de overnames mislukt, en in een kwart van de gevallen zijn de resultaten zo slecht dat de overname, tegen hoge kosten, weer ongedaan moet worden gemaakt. Als we bij wijze van gedachtenproef, zeer voorzichtig, aannemen dat eentiende van de totale overnamesom als definitief verloren moet worden beschouwd, vertegenwoordigt dat 1,3 procent van het Amerikaanse bnp in 2014.

Oplopende schade

Met bescheiden aanpassingen van het investeringsbeleid hadden grote Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven dus procenten meer aan de economische groei kunnen bijdragen. Dat is veel in het licht van de in 2014 gerealiseerde groei van 2,4 procent. Het verschil tussen groei en hoogconjunctuur in de VS zou het vertrouwen in de wereldeconomie sterk positief hebben beïnvloed en een cascade van economische activiteiten elders hebben veroorzaakt.

Door de nadruk op de winst per aandeel duperen grote beursgenoteerde ondernemingen hun aandeelhouders en de economie, en de schade die deze keus veroorzaakt is sinds 2008 alleen maar opgelopen.

Hier ligt een taak voor pensioenfondsen, belangenverenigingen van aandeelhouders, overheden en belastingbetalers. Dit ongedachte verbond moet ondernemingen dwingen om zich meer te richten op het creëren van economische waarde en minder op winst per aandeel. Gevestigde iconen als ExxonMobil, Pfizer en JP Morgan moeten worden ingeruild voor nieuwe iconen als Statoil, Bayer en Svenska Handelsbanken. De nieuwe iconen stellen het belang van de onderneming centraal en streven naar evenwichtige groei. Zo dragen ze structureel meer bij aan de groei van de economische als geheel. En dan blijkt ook nog dat ze op de beurs hoog worden gewaardeerd.



Donald Kalff is ondernemer, investeerder en publicist. Hij is de auteur van onder andere *Modern kapitalisme – Alternatieve grondslagen voor grote ondernemingen*.

Beursgenoteerde ondernemingen zijn te veel gericht op winstmaximalisatie, betoogt Donald Kalff. Ze innoveren niet en remmen zo de economische groei.