

Tilburg University

Na de financiële crisis

Grazell, J.

Published in:
Controllers jaarnaal

Publication date:
2012

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Grazell, J. (2012). Na de financiële crisis: 'Business as usual' of trendbreuk (deel 2). *Controllers jaarnaal*, 7, 5-9.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Na de financiële crisis: ‘Business as usual’ of Trendbreuk? Deel 2¹

Drs. J. Grazell

In de inleiding van deel 1 van dit artikel werd gesteld dat het thema: ‘Business as usual’ of Trendbreuk? zal worden uitgewerkt voor de gevolgen van de financiële crisis op het economisch verkeer in de samenleving. Het onderwerp wordt benaderd vanuit de financieel-economische invalshoek voor bedrijven. Wat voor een invloed heeft de kredietcrisis van 2008 in de bankensector en de daarop volgende schuldencrisis in de publieke sector op het financiële management van ondernemingen? En dat, zoals eerder geschetst, in een wereld waarin de strijd om de verdeling van waarde (‘value capturing’) een steeds dominantere rol gaat spelen in plaats van de creatie van waarde (‘value creation’). Dit wordt weergegeven in tabel 2 op de verticale as van ‘value creation’ met de kwalificatie ‘laag’.

Behalve dat financieel management wordt gerelateerd aan financieringsbeslissingen en investeringsbeslissingen van ondernemingen zal de relatie tussen financiers en managers aan de orde komen.

Tabel 2	Titel: Inventarisatie van Waarde toe-eigeningsprocessen	
Hoog	Nachtmerrie	Hemel
Laag	Hel	Droom
Value creation Value capturing	Hoog	Laag
<p>Toelichting: Verticale as: aanwezigheid van waarde creatie in economie, bedrijfstak, , ‘Value creation’ Horizontale as: mogelijkheid van waarde toe-eigening <u>door concurrenten</u>, ‘Value capturing’ Bron: Hawawini, G., Subramanian, V., Verdin, P. (2003).</p>		

Zoals aan het einde van paragraaf twee van deel 1 van dit artikel werd gesteld zal in deze uiteenzetting het fenomeen van waarde toe-eigening verder worden bestudeerd vanuit de optiek van diegenen die het ondergaan als slachtoffer (zie in tabel 2 het kwadrant dat met de term “hel” wordt getypeerd). Het wordt dus opgevat als een bedreiging door anderen en niet gezien als een mogelijkheid om zelf toe te passen.

4. Thema's die zijn aan te wijzen in de nabije toekomst op de agenda van financieel managers

De thema's die op de agenda van managers komen te staan en waarbij waarde toe-eigening ('value-capturing') een centraal onderwerp is, zijn de volgende:

- Investeringsvraagstukken
- Financieringsvraagstukken
- Dividendvraagstuk
- Beloningsvraagstuk

4.1 Investeringsvraagstukken

Het afnemende vertrouwen ("trust") tussen deelnemers aan de maatschappij, de afkalvende trouw aan producten en merken ("brand loyalty") en het toenemende tempo van technologische vernieuwing zorgen er voor dat de levenscyclus van producten wordt verkort. Dit heeft een toenemende onomkeerbaarheid van investeringen tot gevolg. De toenemende vraagonzekerheid leidt tot een veel groter investeringsrisico. De meer turbulente omgeving rond investeringsprocessen maakt praktijken van waarde toe-eigening makkelijker uit te voeren. De 'screening' van goede investeringsprojecten wordt steeds moeilijker.

Investeringsprojecten zijn meestal in een drietal stadia te onderscheiden: de projectontwikkelingsfase, de constructie- of aankoopfase en de implementatie, operationele en onderhoudsfase. In alle drie de stadia zijn in de projectbudgetten vaak aanzienlijke tijd- en kostenoverschrijdingen te constateren. Als mogelijke oorzaken zijn aan te wijzen:

- Technische, economische en natuurlijke factoren
- Contractuele factoren (met mogelijk 'contractual failures' als gevolg)
- Organisatorische factoren (idem voor 'organizational failures')
- Institutionele factoren (idem voor 'institutional failures')

Het inbouwen van 'budgetary slack' om ruimte te creëren voor onvoorziene omstandigheden biedt ook gelegenheid om ruimte vrij te maken voor 'rent capturing' door allerlei 'stakeholders' zonder dat superieuren hier over geïnformeerd hoeven te zijn. Het niet in staat zijn om contracten te sluiten die 'contingency complete' zijn, zogenaamde complete contracten, veroorzaakt informatie-asymmetrie bij de verschillende betrokkenen van een project. Ook in aanbestedingsprocedures en daarin voorkomende veilingmechanismen liggen mogelijkheden om 'value capturing' geruisloos toe te passen.

Bij de investeringsbeslissing wordt doorgaans een onderscheid gemaakt in investeren in autonome groei en investeren door groei via overnames. Een belangrijke strategische beslissing is in welke verhouding deze verschillende typen investeringen worden gedaan door het bedrijf.

Managers van ondernemingen dienen investeringen te toetsen aan de hand van de bijdrage aan de marktwaarde van het eigen vermogen. Managers kunnen echter hun eigen agenda op dit terrein doorvoeren door een bepaald soort gedrag te vertonen. Er wordt bijvoorbeeld teveel geïnvesteerd. Een zogenaamd 'overinvestment'-probleem doet zich dan voor. Er worden bijvoorbeeld grote bedragen geïnvesteerd in fusies en overnames die later waardevernietigend blijken te zijn, terwijl dit op voorhand al duidelijk kon zijn. Managers proberen hun bedrijf tot een imperium om te bouwen om meer activa en personeel te controleren ten einde een hogere beloning te kunnen incasseren. Managers worden ook tot dit type gedrag aangezet door organisatie adviseurs, zakenbanken, en/of fusie- en overname advocaten die belang hebben bij het tot stand brengen van zo veel mogelijk 'corporate control' transacties. Hoe meer 'deals' hoe meer provisie omzet op basis van 'no pay, no cure' stelsels voor deze partijen. Of er wordt te weinig geïnvesteerd doordat veelbelovende nieuwe producten die uit het onderzoeken ontwikkelingsproces voortkomen niet verder worden ontwikkeld en productie rijp worden gemaakt. Een zogenaamd 'underinvestment' probleem. Er worden dan grote bedragen gederfd doordat marktwaarde creatie wordt misgelopen. Managers minimaliseren hun investeringsinspanning in het eigen bedrijf en vertonen risicomijdend gedrag om tijd vrij te maken om netwerken te onderhouden buiten de eigen onderneming om via bijvoorbeeld het vervullen van commissariaten bij andere bedrijven (het onderhouden van een 'old boys network', clanvorming). Het onderhouden van netwerkcontacten geeft managers de gelegenheid elkaar de bal toe te spelen ('logrolling') tijdens het beloningsproces voor 'chief executive officers' via de 'remuneration committees' in de raden van commissarissen waarin zitting wordt genomen. Of voor het onderhouden van politieke contacten om lobby-activiteiten te ondernemen die overheidsregulering zodanig moet bijsturen dat ondernemingen zich in een bepaalde bedrijfstak kunnen verschansen ("managerial entrenchment") via toetredingsbarrières. Dit kan geschieden via bedrijfstak- en/of werkgeversverenigingen als de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB). Het 'overinvestment'- en 'underinvestment'-probleem zijn voorbeelden van ernstige agency-problemen die zich kunnen voordoen tussen managers en aandeelhouders.

4.2 Financieringsvraagstukken

Het toegenomen wantrouwen na de kredietcrisis zal het proces van financiële intermediatie gaan bemoeilijken. Herkapitalisatie van ondernemingen wordt een knelpunt als het risico op waarde toe-eigening toeneemt. Herfinanciering van ondernemingen zal toch al moeizamer verlopen als de financiële sector strenger wordt gereguleerd. Aan de periode van ‘easy credit’ en ‘soft budget constraints’ is terecht een einde gekomen nu de economie zich niet meer in een ‘booming’ stadium bevindt. Strengere kredietbeoordeling zal het gevolg zijn. Ook aan de periode van ‘quantitative easing’ door monetaire autoriteiten en lage rentevoeten komt na de bancaire kredietcrisis en de publieke schuldencrisis wellicht een einde. Tijdvoorkeurvoeten en risicopremies zullen dan een opwaartse beweging maken. Dit betekent hogere kostenvoeten die worden gebruikt bij het toepassen van investeringsselectiemethoden. Dit zal de financiering van zwakke projecten bemoeilijken.

In de financieringssfeer zijn ook enige agency problemen te herkennen. Er bestaat informatie-asymmetrie tussen het management van een onderneming en de financiers ervan. Dit geldt vooral met betrekking tot de relatie tussen het management en de eigen vermogen verschaffers van beursgenoteerde bedrijven. Het management is bij uitstek de partij om de gediscoteerde verwachte vrije kasstromen, de rentabiliteitswaarde van de onderneming, te bepalen. Daardoor kan het voorkomen dat de aandelen van het bedrijf op de beurs tijdelijk worden overgewaardeerd respectievelijk ondergewaardeerd omdat de aandeelhouders verkeerde inschattingen maken ten aanzien van kasstroom perspectieven en risicograden. Het bestuur van de onderneming kan dit als best geplaatste vaststellen en daar gebruik van maken. Bij overwaardering kan een aandelenemissie worden geplaatst die nieuwe aandelen te koop aanbiedt tegen een te hoge emissieprijs. Dit leidt tot overkapitalisatie van het bedrijf. Er wordt immers geld aangetrokken zonder dat er een specifieke bestemming voor bestaat. Dit kan worden vermeden door het aangetrokken vermogen te gebruiken om leningen vervroegd af te lossen. Bij onderwaardering kan het bedrijf eigen aandelen inkopen tegen een te lage inkoopprijs. Het benodigde geld voor deze transactie kan desnoods worden geleend. Daardoor wordt het gevaar van onderkapitalisatie geneutraliseerd. Door dergelijke handelwijzen kunnen bedrijven tegen niet-marktconforme voorwaarden extra middelen zich toe-eigenen (“capturing”) die het in de toekomst makkelijker maken deze middelen aan te wenden om hogere vaste salarissen, bonussen, aandelen of optieregelingen aan het management toe te kennen die tot verwatering van het aandelenkapitaal zullen leiden. Ook dit betreft een ernstig agency probleem tussen managers en aandeelhouders in de financieringssfeer.

Tussen managers als vertegenwoordigers van de aandeelhouders en de vreemd vermogensverschaffers van de onderneming speelt nog een ander agency-probleem, namelijk dat van risicoverschuiving. Door veel vreemd vermogen aan te trekken kan het management in de verleiding komen om voor investeringsprojecten te kiezen met scheve risicoverdelingen. Een project met een kleine kans op een zeer succesvolle uitkomst leidt dan tot een enorm rendement voor de aandeelhouders terwijl een grote kans op een niet-succesvolle uitkomst vooral wordt gedragen door de vreemd vermogensverschaffers in de vorm van een faillissement. Een project met een dergelijke asymmetrische risicoverdeling kan onder een dergelijke financieringsstructuur dan interessant zijn om te accepteren. In een periode van goedkoop en overvloedig krediet die aan de kredietcrisis vooraf ging wordt het dan verleidelijk dergelijke projecten te initiëren.

Het financieren met vreemd vermogen kan overigens ook worden gebruikt om een agency probleem te bestrijden. Indien ondernemingen zich in een situatie bevinden waarin wordt beschikt over positieve 'free cash flows', zorgt vreemd vermogen financiering juist voor het tegengaan van verspilling van deze liquide middelen door het management ('free cash flow hypothese'). Veel vreemd vermogen zorgt voor disciplinerend van het management, en is een teken van kracht als ondernemingen in staat zijn zulke financieringsstructuren te realiseren. Het is een positief signaal naar de financiële markt toe. Dit mechanisme is veelvuldig ingezet door private equity funds en hedge funds. Overnamekandidaten werden geherstructureerd door hun vermogensstructuur aan te passen door ze met veel vreemd vermogen te financieren. Zolang het cash flow genererend vermogen van betrokken bedrijven op peil blijft wordt het beoogde effect bereikt. Echter op het moment dat door deze 'mean and lean' strategie er roofofbouw wordt gepleegd op het investeringsniveau van het fysieke en menselijke kapitaal van deze bedrijven kan de gehanteerde herstructurering op termijn funest uitpakken.

Veel van de genoemde agency-problemen doen zich voor bij beursgenoteerde bedrijven. De afstand tussen de financiers en de leiding van ondernemingen is te groot. Een mogelijkheid is om ondernemingen van de beurs te halen en als onderhands gefinancierd bedrijf verder te laten gaan. De afstand tussen financiers en management is dan een stuk kleiner waardoor beter toezicht kan worden uitgeoefend.

Private equity investeerders halen vaak bedrijven van de beurs, een 'change of control', en herfinancieren ze dan door meer vreemd vermogen aan te trekken (een 'leveraged

management buy out, LBO). Deze verandering van eigendomsverhoudingen en financieringstructuur wordt gemotiveerd met als argument dat de disciplinerende van de betreffende bedrijven wordt versterkt. Of dit ook werkelijk steeds het geval zal zijn valt te betwijfelen. De PCM-Apax case is een spectaculair voorbeeld van hoe bij dergelijke transacties eerder van waarde toe-eigening door de ‘financierende’ private equity partij Apax moet worden gesproken dan van waardecreatie. In 2010 werd het hoogste management van PCM hier voor veroordeeld vanwege wanbeleid door het Gerechtshof te Amsterdam.

4.3 Dividendvraagstukken

Het alomvattende doel van aandeelhouder waardecreatie betekent overigens niet dat aandeelhouders hun beloning alleen in de vorm van koerswinst wensen te ontvangen. Een andere beloningcomponent voor aandeelhouders bestaat uit het ontvangen van cash dividend. In welke combinatie de onderneming cash dividend, respectievelijk koerswinst moet toekennen aan de aandeelhouders wordt bestudeerd in de theorie over de dividendbeslissing. In een perfecte vermogensmarkt leert de financieringstheorie dat het er niet toe doet welke combinatie van cash dividend of koerswinst wordt gekozen. Met één of meer marktperfectionen die van kracht zijn in de praktijk, zoals transactiekosten en agency-kosten, kan de beslissing anders uitpakken. De ‘free cash flow’ hypothese stelt bijvoorbeeld dat managers de neiging hebben om de overvloedige liquide middelen te verspillen. Het is dan beter deze middelen uit te betalen aan de aandeelhouders die bij nieuwe investeringsprojecten altijd weer nieuw vermogen aan de onderneming beschikbaar kunnen stellen als het opportuun is, namelijk indien er een gereede kans is op waarde creatie.

4.4 Beloningsvraagstukken

Ook in de beloningssfeer doen zich spanningen voor tussen management en aandeelhouders. Een vergoedingenpakket voor managers bestaat doorgaans uit financiële en niet-financiële componenten. Het financiële deel bestaat uit een vast salaris plus een bonus, plus mogelijk een optieregeling en/of een aandelenpakket, plus secundaire arbeidsvoorwaarden zoals een pensioenregeling. Het niet-financiële deel bestaat uit inkomen in natura. De leden van de Raad van Bestuur onderhandelen met de ‘remuneration’-commissie van de Raad van Commissarissen over de omvang en samenstelling van dit pakket. Naleving van de gemaakte afspraken wordt verondersteld. Indien managers een groter dan afgesproken deel van hun beloning in natura aan zichzelf doen toekomen (‘self serving behavior’) wordt in de agency-literatuur gesproken over ‘consumption on the job’ of over ‘perquisites’.

Een ander belangrijk fenomeen dat zich in de financiële beloningsfeer voordoet is het toekennen van opties aan het management. Na introductie van dit instrument werd in eerste instantie gedacht dat dit het panacee was voor het oplossen van het agency-probleem tussen managers en aandeelhouders. Managers, in het bezit van optiepakketten, hebben nu belang bij het bevorderen van marktwaarde van de aandeelhouders, zo werd gedacht omdat ze daar nu via hun optiepakket onmiddellijk van mee profiteren. Na invoering van dit beloningsinstrument werden na verloop van tijd ook de keerzijden van dit middel duidelijk. Groepen managers in het bedrijfsleven hebben dit instrument aangewend om bij een opgaande beursontwikkeling en/of een aantrekkelijke fusie- en overnamemarkt de aanzienlijk in waarde gestegen call opties uit te oefenen om de daarmee goedkoop gekochte aandelen van de eigen onderneming onmiddellijk door te verkopen tegen aanzienlijk hogere koersen waardoor de manager in kwestie snel de status van vermogende particulier wist te bereiken en daarmee volledig onafhankelijk kwam te staan ten opzichte van de onderneming die men diende. Het ontbreken van een plafond ('pay cap') in de beloning met opties blijkt bij forse koersstijgingen zoals die zich voordoen bij fusie- en overnametransacties een averechts en pervers effect te kunnen hebben op het gedrag van de bestuurder. De bestuurder krijgt er direct financieel belang bij de onderneming in een fusie- en overnametransactie te betrekken. Het moedigt 'hit and run' gedrag aan. Of ondernemingen en andere betrokkenen hiermee gediend zijn is twijfelachtig.

Naast het toekennen van opties aan managers is het ook mogelijk de beloning rechtstreeks te doen toekomen in de vorm van het beschikbaar stellen van een aandelenpakket. Van deze beloningsvorm werd een vergelijkbaar effect verwacht als van het toekennen van opties. Aandeelhouders en managers hebben ook nu dezelfde belangen en daarom zullen managers het doel van de aandeelhouders willen nastreven. Maar ook nu kunnen ongewenste effecten optreden. Nu de aandeelhouderstructuur bestaat uit twee soorten aandeelhouders, namelijk insiders en outsiders, kan er tussen deze twee groepen een belangentegenstelling ontstaan. Hiervoor werd al beschreven welke gelegenheden zich voor managers kunnen voordoen indien het aandeel op de beurs tijdelijk is over- of ondergewaardeerd. Handel in de eigen aandelen door insiders betekent eigenlijk dat beter geïnformeerde aandeelhouders transacties aangaan met minder geïnformeerde aandeelhouders. Ook dit zet voor managers de poorten open om op korte termijn de positie van vermogende particulier te bereiken. De onderneming fungeert via boven beschreven ('value capturing') mechanismen als springplank, of anders gezegd als financiële hefboom ('leverage') voor het management om via de rol van

leidinggevende arbeid ('manager') de begeerde status van kapitalist (vermogende particulier, 'high net worth individual') te bereiken.

4.5 *Samenvatting*

Samenvattend kan worden gesteld dat het agency probleem tussen managers en aandeelhouders en vreemd vermogensverschaffers bestaat uit de volgende onderdelen:

- Screening en 'budgetary slack'-probleem bij de investeringen
- 'Overinvestment'-probleem
- 'Underinvestment'-probleem
- Her-, over- of onderkapitalisatie-probleem bij de financiering
- Risicoverschuiving-probleem bij de financiering
- 'Consumption-on-the-job'-probleem en 'excessive remuneration'-probleem ('self serving behavior')

Deze punten werden door Jensen en Meckling (1976) destijds in hun baanbrekende artikel over de agency theorie samengevat in de term: 'residual loss'. 'Residual loss' kan worden gezien als een vorm van 'value capturing'.

Aandeelhouders zullen pogingen ondernemen om dit 'residual loss', namelijk de gedeelde marktwaardestijging, te vermijden door toezichtmechanismen ('monitoring') in te stellen via een systeem van ondernemingsbestuur ('corporate governance'). Deze toezicht inspanningen van de zijde van de aandeelhouders gaan gepaard met het maken van kosten, zogenaamde 'monitoring costs'. Van de zijde van het management worden verantwoordingsinspanningen gevraagd die leiden tot verantwoordingskosten, oftewel 'bonding costs'. De suggestie in het artikel van Jensen en Meckling (1976) is dat de combinatie van 'residual loss', 'monitoring costs' en 'bonding costs' zal worden geoptimaliseerd.

Zij introduceren in hun artikel ook het beeld van de onderneming als 'nexus of contract'. Het management zit als een spin centraal in het web van contracten dat de onderneming sluit met de overige participanten ('stakeholders'). Het management zit ingeklemd tussen enerzijds de financiers, de factor arbeid, de grondstoffenleveranciers en anderzijds de afnemers van goederen en diensten en benut deze centrale en machtige positie in het netwerk om waarde af te romen ('value capturing') die door andere 'stakeholders' is gegenereerd. Het vernieuwende van het artikel van Jensen en Meckling (1976) is dat zij dit sociale conflict tussen managers en aandeelhouders en vreemd vermogensverschaffers binnen bedrijven scherp stelden met het

ontwikkelen van de agency theorie. Daarmee integreerden zij het sociale conflict in de financieel-economische theorie (Vahabi, 2010).

5 Welke rol spelen deze thema's voor het gedrag en de activiteiten van de managers in de praktijk van alledag?

De thema's, zoals investeringsvraagstukken, financieringsvraagstukken en beloningsvraagstukken voor aandeelhouders en management, spelen natuurlijk een permanente rol in het werk van het management van ondernemingen. Het is de kerntaak van financieel management. Maar het in dit artikel aangesneden dieper liggende onderwerp van waardecreatie versus waarde toe-eigening is een minder voor de hand liggend onderwerp op de agenda van het management. Niet iedereen zal het thema in z'n volle draagwijdte doorzien vanwege de verhullende manier waarop er in wetenschap en praktijk mee wordt omgegaan en de ethische kant er van beseffen.

De georganiseerde misdaad is de meest extreme vorm van waarde toe-eigening. Denk daarbij aan maffiapraktijken als afpersing, wapen- en drugshandel, illegale afvalverwerking, etc. waarmee waarde wordt toegeëigend die vervolgens via witwaspraktijken in het officiële circuit worden gebracht. De informele economie van de onderwereld probeert zich geleidelijk via witwas transacties een positie in de formele economie van de bovenwereld te verwerven. Dat deze activiteiten illegaal en onethisch zijn is voor iedereen duidelijk. Maar waar ligt de grens? En zijn waarde toe-eigeningspraktijken die legaal zijn ook ethisch acceptabel? Welke effecten hebben waarde toe-eigeningspraktijken op de geloofwaardigheid en reputatie van ondernemingen? En daarmee op de geloofwaardigheid en reputatie van het management van die ondernemingen? Welke effecten hebben waarde toe-eigeningspraktijken op het proces van waarde creatie? Hoe destructief werkt dit verschijnsel uit op het inkomen genererend vermogen van een samenleving (Vahabi, 2004)?

De keerzijde van een vrije markteconomie zijn de daar in voorkomende waarde toe-eigenende ondernemingspraktijken als het oplichten van klanten en afnemers (zwendel, woekercontracten), het voeren van een roofzuchtige prijspolitiek ('predatory pricing') ten koste van concurrenten, het exploiteren en onderdrukken van werknemers en toeleveranciers (wurgcontracten), het uitputten van grondstoffen en energie (roofbouw) en het vernietigen van de natuurlijke omgeving. Het gaat vaak ook om gevallen van onevenwichtige markttransacties die onder hoge commerciële druk en mogelijk zelfs met corruptie tot stand komen. Aan de

kredietcrisis in de Verenigde Staten ligt onder meer de agressieve kredietverlening aan zogenaamde Ninja's ('no income, no job, no assets') ten grondslag. Huizenkopers die niet over een inkomen, een baan of activa beschikten vielen ten prooi aan de roofzuchtig uitleenpraktijken ('predatory lending') van financiële intermediairs die hiermee provisie verdienden. Het betreft hier allemaal de negatieve externe effecten die gepaard gaan met het gebruik van het marktmechanisme als coördinatiemechanisme in de economie. Een economie die in een crisis geraakt door afname van waardecreatie processen zal steeds meer ten prooi vallen aan zojuist beschreven immorele praktijken. Zie in tabel 3 het kwadrant over Roofmarkten ('predatory markets'). Goed functionerende instituties die hiervoor zijn ontwikkeld dienen hier een barrière tegen op te werpen. Denk aan het juridisch systeem en in de maatschappij geldende culturele normen en waarden en onderling vertrouwen ('trust').

Tabel 3	Titel: Inventarisatie van typen markten	
Hoog	Groeimarkten	Oligarchische markten
Laag	Verdringingsmarkten	Roofmarkten ('predatory markets')
Value creation	Laag	Hoog
Value capturing		
Toelichting: Verticale as: aanwezigheid van waarde creatie in economie, bedrijfstak, , 'Value creation' Horizontale as: mogelijkheid tot waarde toe-eigening, 'Value capturing'		

Een interessante vraag in dit verband is of het achterwege laten van bepaalde waarde toe-eigeningspraktijken, zoals het adverteren voor rookwaren, alcohol of bepaalde voedingswaren voor bepaalde doelgroepen bijdraagt aan de geloofwaardigheid en reputatie van ondernemingen zodat gesproken kan worden van maatschappelijk verantwoord ondernemerschap?

Inmiddels is er een rijke wetenschappelijke literatuur ontstaan op het gebied van 'corporate social performance', 'corporate financial performance' en 'corporate social responsibility' en over de relatie die er mogelijk tussen deze begrippen bestaat. En deze thematiek wordt vaak

weer verbonden met het begrip duurzaamheid ('sustainability') en met de rentmeesterschaptheorie ('stewardship theory').

Dit onderwerp zal het gedrag en de activiteiten van managers in de praktijk van alledag veelvuldig gaan beheersen, zo is de verwachting. Zeker nu in de economische wetenschap meer ruimte is ontstaan voor pluriformiteit door de introductie van een nieuw paradigma dat bekend staat als 'performativity of language/theory'. Dit legt de legitimering van onproductieve economische activiteiten bloot door het verhullende en ideologische karakter van veel taalgebruik rond deze praktijken zichtbaar te maken.

Welke te ondernemen activiteiten dragen bij aan de financiële prestaties (financiële waarde creatie), aan de sociale prestaties (waardecreatie voor de 'stakeholders') en aan duurzaamheid (maatschappelijke waardecreatie)? Liggen deze activiteiten in elkaars verlengde? Of staan ze haaks op elkaar? Leveren deze activiteiten een bijdrage aan een duurzaam concurrentievoordeel voor de onderneming? Welke organisatievormen zijn het meest geschikt om duurzame activiteiten in onder te brengen? Vennootschappen of coöperatieve verenigingen?

Kortom een goedgevulde agenda met een stevige uitdaging waarvoor veel leiderschap is gevraagd. Zowel in het zakenleven, in de politiek en als in de wetenschap. Het financieel management zal vooral moeten blijven koersen op waardecreatie (Hawawini, Viallet, 2011).

Nadere informatie:

- Baumol, W.J. (1990), Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, Part 1., pp. 893-921.
- Baumol, W.J. (1996), Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, *Journal of Business venturing*, Vol. 11, No. 1, pp. 3-22.
- Baumol, W.J., Litan, R.E., Schramm, C.J. (2007), Good capitalism, Bad capitalism and the economics of growth and prosperity, Yale University Press.
- Boatright, J.R. (2010), Finance Ethics, Critical issues in theory and practice, Wiley.
- Fischer, T. (2011), Managing value capture: empirical analysis of managerial challenges in capturing value, Springer.
- Hawawini, G., Viallet, C. (2011), Finance for Executives: Managing for Value Creation, 4th edition, CengageBrain.
- Hawawini, G., Subramanian, V., Verdin, P. (2003), Creating and Capturing Value: the strategic drivers of superior performance, working paper Solvay ULB.
- Hull, N.R. (2009), Crossing the line, prime, subprime and predatory lending, *Maine Law Review*, vol.61, pp. 287-318.
- Jegers, M. (2010), Economische analyse van de onderneming, ASP.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Kaumann, S.(2009), Financing patterns of European Buy-Outs, Diplomica Verlag.
- Vahabi, M. (2004), The political economy of destructive power, Edward Elgar.
- Vahabi, M. (2010), Integrating social conflict into economic theory, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 34, pp. 687-708.

¹ Verschenen in: *Controllers Journaal*, Euroform Uitgeverij, 2012, nr. 7, juli, p. 5-9.