

Tilburg University

De Valse Profeet

Bouwens, J.F.M.G.; van Lent, L.A.G.M.

Publication date:
2000

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

Citation for published version (APA):

Bouwens, J. F. M. G., & van Lent, L. A. G. M. (2000). *De Valse Profeet: EVangelie volgens Stern Steward & Co.* (FEW Research Memorandum; Vol. 787). CentER Accounting Research Group.

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.

De valse profeet: het EVAngelie volgens Stern Stewart & Co. *

Jan Bouwens
Universiteit Nyenrode
Straatweg 25
3621 BG Breukelen
e-mail: Bouwens@nyenrode.nl

Laurence van Lent
Katholieke Universiteit Brabant
CentER Accounting Research Group
Postbus 90153
5000 LE Tilburg
e-mail: L.A.G.M.vLent@kub.nl

* Prof. dr. J.F.M.G. Bouwens is als hoogleraar Management Accounting verbonden aan de Universiteit Nyenrode, Dr. L.A.G.M. van Lent is werkzaam als universitair hoofddocent aan het departement Accounting en Accountancy van de Katholieke Universiteit Brabant en als fellow aan de CentER Accounting Research Group.

De valse profeet: het EVAngelie volgens Stern Stewart & Co.

Door Jan Bouwens en Laurence van Lent¹

1. Inleiding

Kenmerkend voor elk *fin-de-siècle* is de zoektocht naar nieuwe waarheden. Dit artikel onderzoekt de nieuwe waarheid die het Economic Value Added-model (kortweg EVA) verkondigt te zijn binnen het vakgebied van financieel-economisch management. We leggen hierbij het accent op de beloofde objectiviteit van de maatstaf.

EVA, een isomorfe verschijningsvorm van *residual income*, wordt gepropageerd door het Amerikaanse consulting-bedrijf Stern Stewart & Co. En niet zonder gevolg: uiterst succesvolle en goed-renderende bedrijven als Coca-Cola, Eli Lilly, J.C. Penny, Bausch & Lomb en Toys “R” Us gebruiken EVA om hun managers duidelijk te maken dat aandeelhouderswaardecreatie het hoogste goed is. Stern Stewarts huisorgaan, *The EVAngelist*, meldt in een artikel uit januari 1999, dat ook een toenemend aantal Europese bedrijven EVA incorporeert in zijn prestatie-meetsysteem. Wederom gerenommeerde bedrijven als: Siemens, Diageo (met merken als Guinness stout, Johnny Walker, Haagen Dasz en Burger King) en het Deense ISS passen EVA toe. In hun begeleiding van beursintroductions gebruiken investeringsbanken het model om een beeld te verkrijgen van de ondernemingsprestaties. Rivaliserende consultancy firma’s blijven niet achter en ontwikkelen hun eigen versie van EVA; zo heeft de Boston Consultancy Group CFROI: de cash flow rate of return. Maar termen als Total Business Return, Economic Profit, Shareholder Value Increase en Economic Value Increase duiden alle op hetzelfde fenomeen; het door Alfred Marshall (1890) als nettobedrijfsresultaat minus vermogenskosten gedefinieerde Residual income. Overigens werd Residual income al toegepast in de jaren 20 door General Motors. In zijn boek *My years with General Motors*, beschrijft Alfred Sloan dat GM een rendementeis stelde van 15% (Return On Net Assets=RONA), 10% van het bedrijfsresultaat na aftrek van de rendementseis werd ter beschikking gesteld aan het management als bonus. In een

¹ De auteurs bedanken de volgende personen voor hun opbouwende opmerkingen: Prof. drs. G.G.M. Bak RA., A.J. Francissen R.A. en Dr. M.F.C.M. Wijn.

memorandum uit 1955 stelt het management van General Electric residual income voor als een mogelijk alternatief om de problemen die werden onderkend bij RONA te ondervangen. In academe werd na Marshalls vroege definitie weer aandacht gevraagd voor Residual income in een boekwerkje van David Solomons (1965) met de titel 'Divisional Performance'. Sindsdien bevat elk handboek over management accounting een behandeling van de eigenschappen van Residual income. Zowel in theorie als in praktijk is EVA nu dus al meer dan een eeuw bekend.

Tot voor kort werd in de standaardhandboeken over management accounting de behandeling van EVA afgesloten met de opmerking dat residual income weliswaar theoretisch de meest elegante maatstaf is, maar dat in de praktijk vooralsnog voorkeur wordt gegeven aan %-maatstaven zoals Return on Investment (ROI) of RONA. Het lijkt erop dat de inspanningen van Stern Stewart & Co. ervoor gezorgd hebben dat dit niet langer zonder meer waar is. Voor academici is de waarneming dat wetenschappelijke resultaten eindelijk erkenning vinden in de bedrijfspraktijk het *nec plus ultra*. Waarom dan toch een artikel gewijd aan residual income met de wat cynische titel: de valse profeet? Er is een aantal redenen te noemen om tot voorzichtigheid te manen voor het zonder meer overnemen van de EVA-methode of één van haar pendanten. In dit artikel besteden we aandacht aan één van die redenen. EVA-apostel Joel Stern, senior partner van Stern Stewart & Co., stelt onomwonden:

“...let me say that our ultimate aim with EVA is to eliminate altogether the need for subjectivity in the financial management (and incentive) system.”

Stern Stewart & Co wenst een financieel systeem te ontwikkelen waarin geen enkele plaats is voor subjectiviteit en daarmee opportunistisch gedrag door managers. Deels wordt de subjectiviteit uitgebannen door een veelvoud (164 om precies te zijn) van boekhoudkundige aanpassingen om zogenoemde 'accounting distortions' te verhelpen. We bespreken deze aanpassingen in de volgende paragraaf. Voorts wordt het belonings- en prestatie-meetsysteem zodanig ontworpen dat subjectieve oordelen van managers (op elk niveau) geen invloed kunnen hebben op de uitkomst van de prestatie-meting en beloning van medewerkers. We beweren in paragrafen 3 en 4 van dit artikel dat het uitbannen van subjectiviteit in het prestatie-meetsysteem (a) onmogelijk en (b) onwenselijk is. Paragraaf 5 vat de belangrijkste conclusies van dit artikel samen.

2. Wat is EVA?

Hoewel EVA al enige tijd zijn weg in management accounting handboeken heeft gevonden, is het wellicht goed om de belangrijkste stappen in de calculatie van EVA kort samen te vatten alvorens de boekhoudkundige aanpassingen aan de orde te stellen die Stern Stewart & Co voorstelt.

In essentie bestaat EVA uit een berekening volgens de onderstaande staffel:

	Opbrengst verkopen
-/-	Kosten vanwege operationele activiteiten (inclusief belastingen)
-/-	<u>Financieringskosten (vermogenskostenvoet * geïnvesteerd vermogen)</u>
	Economic Value Added

De idee is dat EVA een benadering dient te zijn van het economisch winstbegrip. In die zin verschilt EVA van het boekhoudkundige winstbegrip in drie aspecten (Stewart, 1994). Ten eerste is EVA de residuele winst na aftrek van alle vermogenskosten over de investeringen die zijn aangewend om een bepaald resultaat uit operationele activiteiten te bereiken. Ten tweede gebruikt EVA een rendementseis (vermogenskostenvoet) waarbij beleggers worden gecompenseerd voor het risico van de onderneming. Voor de beoordeling van het ondernemingsrisico wordt gebruik gemaakt van de moderne theorie van de vermogensmarkten. Met behulp van het Capital Asset Pricing Model wordt een specifieke, op de markt gebaseerde, risicovoet berekend voor de onderneming in kwestie en voor haar individuele divisies. Ten slotte worden de boekhoudregels aangepast om zodoende tot een prestatiemaatstaf te komen die niet wordt beïnvloed door ‘arbitraire’ accounting-regels. Stern Stewart gebruikt een lijst van 164 mogelijke boekhoudkundige aanpassingen. Naar eigen zeggen worden bij de meeste cliënten tussen de 20 en 25 aanpassingen overwogen, waarna zo’n 5 tot 10 veranderingen daadwerkelijk worden toegepast. In die zin bestaat er dan ook geen eenduidige definitie van EVA. Per bedrijf worden specifieke ‘accounting distortions’ geëlimineerd “to the extent it is practical to do so” (Stewart, 1994). Stern Stewart & Co heeft tot heden nimmer alle 164 aanpassingen gepubliceerd. De meest belangrijke zijn inmiddels echter wel in de literatuur bekend geraakt. Tabel 1 geeft een overzicht (ontleend aan Biddle, Bowen en Wallace, 1999).

Accounting-vraagstuk	Conventionele behandeling	EVA aanpassing
Marketing- en R&D-kosten	onmiddellijk t.l.v. resultaat	activeren en afschrijven
Latente belastingen	activeren resp. passiveren	ongedaan maken activering of passivering om tot cash flow-reporting te komen
Betaalde goodwill	activeren en afschrijven binnen beperkte periode	afschrijvingen ongedaan maken om zodoende het oorspronkelijke investeringsbedrag te tonen
Operating leases	onmiddellijk t.l.v. resultaat	activeren en afschrijven; schuld passiveren en bijbehorende rentekosten boeken
Dubieuze debiteuren en garantiekosten	schat omvang voorziening	voorziening ongedaan maken om zodoende tot cash flow-reporting te komen
LIFO voorraadwaardering	toegestaan	omzetten tot FIFO
Onderhanden werk	activeren	elimineer activum
Gediscontinueerde activiteiten	opnemen onder activa en in resultaat	verwijderen uit activa en resultaat

Tabel 1: voorbeelden van accounting-aanpassingen volgens Stern Stewart & Co

Bron: Ontleend aan Biddle, Bowen en Wallace (1999)

In dit artikel illustreren we onze kanttekeningen door de aandacht te richten op de door EVA voorgestane activering en afschrijving van Marketing en R&D-uitgaven.

3. De falsificatie van objectiviteit

Binnen het EVA concept worden bedrijfsmiddelen met een positieve verwachte kasstroom bij voorkeur geactiveerd (Stewart, 1994). Toepassing van het positieve kasstroom criterium leidt ertoe dat ook reclamekosten kandidaat zijn voor activering. Het argument voor activering is ingegeven vanuit de premisse dat waardetoenemingen en -dalingen van activa ontstaan door mutaties in de verwachte economische opbrengstwaarde. Objectieve

vaststelling van de omvang van deze mutatie leidt metterdaad tot een rapportering van 'de ware winst'. Dat wil zeggen door van een actief de afname/toename in de verwachte kasstromen over een gegeven periode te meten komt men tot een afschrijvingsbedrag dat overeenstemt met de waardeverandering van het actief in economische zin. Door dit bedrag op te nemen in de winst-en-verliesrekening komt men dan vervolgens tot 'de ware winst'. Het is echter een misvatting te veronderstellen dat objectieve waarneming van veranderingen in de economische opbrengstwaarde kan bestaan. Dit heeft te maken met de verdeling van kennis tussen de managers binnen de onderneming. Managers krijgen beslissingsrechten toegekend op basis van de kennis die zij ter beschikking hebben. Naarmate de kennis van een ondergeschikte manager toeneemt ten opzichte van zijn superieur, wordt het efficiënter de ondergeschikte meer beslissingsbevoegdheden te geven. De efficiency-winst is met name toe te schrijven aan de context waarin de beslissing wordt genomen en de daaraan verbonden snelheid. Ter illustratie, stel een manager is verantwoordelijk voor de verkopen in een bepaald land. In zijn functie wordt de plaatselijke manager dagelijks met de dynamiek van de betrokken markt geconfronteerd. Hieruit leert deze hoe de markt reageert op acties (reclame, nieuwe producten) en welke activiteitenomvang (d.w.z. investering) deze reacties bewerkstelligen. Als gevolg hiervan ontstaat er een kennisverschil tussen de plaatselijke manager en zijn superieur die immers nog zelden de plaatselijke markt heeft bestudeerd. Zou de superieur over alle beslissingsrechten omtrent de investeringen beschikken, dan dient de plaatselijke manager zijn kennis omtrent de markt en de benodigde activiteitenomvang te delen met de superieur. Het is echter onmogelijk om deze kennis volledig over te brengen, gegeven (a) de tijd die dit vergt van zowel de ondergeschikte als de superieur en (b) de beperkte informatieverwerkingscapaciteit van de superieur die soortgelijke kennis van alle andere ondergeschikten moet absorberen. Deze twee aspecten maken het delen van kennis duur en als gevolg daarvan wordt het allengs goedkoper meer beslissingsrechten decentraal te lokaliseren naarmate kennisverschillen toenemen (Jensen en Meckling, 1992). Aan deze colokatie van kennis en beslissingsrechten is echter de prijs verbonden dat de beslisser, zonder mogelijkheden tot verificatie van de superieur, beslissingen neemt die tegen het belang in kunnen gaan van de onderneming als geheel. Verificatie wordt bemoeilijkt doordat het kennisverschil onomstotelijke bewijsvoering in de weg staat (Hart, 1995).

De vraag die zich dan aandient is: welke reden heeft de plaatselijke manager om beslissingen te nemen die tegen het ondernemingsbelang ingaan? Het antwoord op deze vraag is eenvoudig te geven vanuit een economisch perspectief: de plaatselijk manager wordt beoordeeld op zijn prestaties in het betrokken land. Hetzij direct door zijn superieur, hetzij indirect doordat zijn interne en externe carrièreperspectief is verbonden aan het succes dat hij heeft in de huidige job. Door gebruik te maken van zijn investeringsbevoegdheden heeft de betrokken manager gelegenheid om deze prestaties te beïnvloeden. Deze prikkel tot opportunisme van de plaatselijke manager leidt tot een tweetal tegenkrachten. In de eerste plaats kan de superieur ervoor kiezen minder beslissingsrechten toe te kennen aan de plaatselijk manager dan in afwezigheid van opportunisme optimaal zou zijn. In de tweede plaats kan hij ervoor kiezen de toezichtsintensiteit te doen toenemen. Dit laatste houdt in dat de superieur beslissingen van managers voorafgaand aan implementatie beoordeelt (ratificatie), danwel dat deze achteraf beoordeelt of decentraal genomen beslissingen in overeenstemming waren met de ondernemingsdoelstelling (monitoring). EVA kan worden gebruikt als monitoringinstrument en als ratificatieinstrument. In beide hoedanigheden kan de uitkomst door zowel de superieur als door de lagere manager worden beïnvloed.

Er bestaan drie momenten waarop gebruik kan worden gemaakt van specifieke kennis. Het eerste moment doet zich voor wanneer de inrichting van het accountingsysteem wordt bepaald, het tweede moment doet zich voor wanneer een actief wordt verworven en een derde moment bestaat wanneer de waarde van het actief moet worden bepaald gedurende de gebruiksduur. Immers, de vraag of een duurzaam productiemiddel dient te worden geactiveerd wordt beantwoord door een oordeel te vormen over de mate waarin een uitgave leidt tot een vergroting van de productieve prestaties waarover de onderneming ten behoeve van de toekomst de beschikking heeft. Slechts de lokale manager, die verantwoordelijk is voor de bedrijfsvoering van het productiemiddel zal een meer betrouwbare inschatting kunnen geven van het verwachte toekomstige rendement. In termen van specifieke kennis, noodzakelijk voor het nemen van de optimale beslissing, is het derhalve de plaatselijke manager die het besluit activeren of niet-activeren het beste kan overzien. Als eenmaal besloten is tot activering, dan zal er periodiek moeten worden beoordeeld of de initiële verwachtingen over toekomstige prestaties nog immer geldig zijn. Dit vormt het derde moment waarop gebruik wordt gemaakt van specifieke kennis. Op basis hiervan wordt dan

ook de afschrijvingsbeslissing genomen. Het is weer de lokale manager die –gegeven de specifieke marktcondities waarmee hij wordt geconfronteerd – dit ‘impairment’ oordeel het beste kan geven. In dit artikel concentreren we ons op de wijze waarop het accountingsysteem wordt vormgegeven. In het bijzonder richten we ons op de keuze voor het principe om marketing- en R&D kosten wel of niet te activeren. Degene die *de facto* over de beslissingsrechten beschikt, heeft de mogelijkheid om de financiële prestaties te beïnvloeden via zijn kennisvoorsprong; hij heeft ook economische prikkels die hem motiveren gebruik te maken van deze mogelijkheden tot beïnvloeding van het financiële resultaat. Ter illustratie geven we het volgende voorbeeld omtrent de activering van reclame-uitgaven.

Harvest en Growth

Een onderneming bestaat uit twee divisies: Harvest en Growth. Beide divisies hebben in het verleden geïnvesteerd in activa waarop in economische zin niet wordt afgeschreven. Deze activa hebben een boekwaarde van 10.000 Euro. De investeringen omvatten acties die de loyaliteit van de klant bevorderen. Hiermee kan een tijdelijke groei worden bereikt omdat de betrokken klanten meer producten van Harvest en Growth zullen kopen ten koste van de concurrent. Voor de komende planperiode van vijf jaar is voorzien dat de Harvest-divisie een bescheiden groei kan realiseren terwijl de Growth-divisie sterker groeit. Dit vergt investeringen van respectievelijk 90 en 1.440 per jaar, met een verwachte opbrengst van achtereenvolgens 50 en 800 per periode gedurende drie jaren vanaf het jaar van investering. Planningen langer dan vijf jaar worden als speculatief aangemerkt en blijven daarom, afgezien van de verwachte basisinkomsten ad 980 achterwege. Vanaf de vierde periode worden geen investering gepland bij ontstentenis van nadere markt- en investeringsdata. Na periode vijf vallen de kasstromen terug naar het oorspronkelijke niveau van 980.

Afhankelijk van de vraag of de investeringen wel of niet worden geactiveerd, bevat de operationele cash flow de jaarlijks terugkerende investering van 90 of 1.440. Immers in het eerste geval wordt het bedrag verondersteld in waarde af te nemen op basis van gebruik, terwijl in het tweede geval is verondersteld dat de investering onmiddellijk is verbruikt. In onderstaand schema wordt overeenkomstig de praktijk lineair afgeschreven (Stewart, 1994; Kaplan en Atkinson, 1998). Lineaire afschrijving is overigens niet in overeenstemming met de Stern Stewart EVA methodiek. Binnen het EVA model wordt – door middel van de al

eerdere genoemde accounting-aanpassingen – getracht de *economische waardevermindering* van een productiemiddel weer te geven (Stewart, 1994). Dit is opvallend omdat de economische afschrijving een schatting vergt van de vermindering van de nettocontantewaarde van een actief. De grootte van deze vermindering vormt het bedrag van de economische afschrijving. Het inschatten van de nettocontantewaarde van een productiemiddel betekent dat een schatting dient te worden gemaakt van de toekomstige cash flows die voortvloeien uit de aanwending van het productiemiddel (alsmede van de subjectieve kansverdeling voor elke mogelijke cash flow). Een dergelijke schatting is inherent subjectief en geeft vele mogelijkheden tot de manipulatie door managers die door Stern Stewart zo wordt gevreesd. Economische afschrijving mag dan wel dichter staan bij het bedrijfseconomische ideaalbeeld – implementatie betekent een inbreuk op het hoogste goed van het Stern Stewart model: geen subjectiviteit. Toepassing van het EVA model op de Harvest en Growth casussen voor wel en niet activeren is dan als volgt (WACC is 8%).

Jaar	Harvest					Growth				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Niet activeren:										
Investering	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
NOCF ^a = Net income	940	990	1.040	1.080	1.030	340	1.140	1.940	2.580	1.780
WACC	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>
EVA	140	190	240	280	230	-460	340	1.140	1.780	980
Wel Activeren:										
Investment base ^b	10.090	10.150	10.180	10.090	10.030	11.440	12.400	12.880	11.440	10.480
NOCF ^a	1.030	1.080	1.130	1.080	1.030	1.780	2.580	3.380	2.580	1.780
Afschrijving	30	60	90	60	30	480	960	1440	960	480
Winst	1.000	1.020	1.040	1.020	1.000	1.300	1.620	1.940	1.620	1.300
WACC	<u>807</u>	<u>812</u>	<u>814</u>	<u>807</u>	<u>803</u>	<u>915</u>	<u>992</u>	<u>1.030</u>	<u>915</u>	<u>838</u>
EVA	193	208	226	213	197	385	628	910	705	462

^a Netto operating cash flows, voor de eerste periode, niet (wel) activeren: 980 – 90 + 50 (980 + 50).

^b Investement base periode 2: $10.000+90-30+90=10.150$

Tabel 2: Harvest en Growth EVA-berekening.

Aan Tabel 2 valt op dat de winst bij activering gelijkmatiger vrijvalt dan wanneer activering achterwege blijft. In de tijd laat vooral de growth-divisie aanzienlijke winstschommelingen zien (minimum -460 en maximum 1.780), welke worden veroorzaakt door de gemaakt administratieve keuze om niet te activeren. Zonder verdere informatie zou men kunnen volhouden dat met activering een 'getrouwer beeld' wordt gegeven van winst- en vermogensontwikkeling. Het antwoord op de vraag of er inderdaad een getrouwer beeld wordt versterkt, kan pas worden gegeven nadat is vastgesteld wie de betrokken bedragen heeft vastgesteld, en of deze uitkomst kan worden geverifieerd. Deze vraag wordt beantwoord vanuit het perspectief van de twee belanghebbenden: de divisiemanager en de ondernemingsmanager.

De divisiemanager

Stel de divisiemanager stelt vast welk bedrag van de reclameactie als investering of periodekosten wordt aangemerkt. Het succes van deze manager wordt vanuit de concernleiding bepaald door de hoogte van de EVA. Indien deze manager verwacht de divisie over twee jaar te verlaten dan zal hij een prikkel hebben de EVAs binnen zijn particuliere planperiode (2 jaar) te maximaliseren. Dit doel wordt bereikt door zoveel mogelijk uitgaven als investeringsbedrag aan te merken. Hierdoor worden de winsten uit EVA naar de (korte) planperiode gehaald. Voor de Growth-divisie zou dit $[385 + 628=]$ 1.013 zijn tegen $[-460 + 340=]$ -120 indien geen gebruik zou worden gemaakt van de accounting-keuze tot niet-activeren. Dit effect wordt vergroot indien men (zoals hier is verondersteld) activa lineair afschrijft. Indien de manager verwacht vier jaren te blijven, dan zou hij betere vooruitzichten hebben indien hij voor onmiddellijke afschrijving van de investering koos. De gerapporteerde winst groeit dan in de tijd en is het hoogst op de datum van vertrek. Hierop kan de betrokken manager bogen indien hij in aanmerking tracht te komen voor een nieuwe functie. Let wel:

gegeven zijn specifieke kennis is de divisiemanager goed in staat de activeringskeuze economisch te motiveren. Een dergelijke motivering kan bezwaarlijk door superieuren in twijfel worden getrokken.

De ondernemingsmanager

Stel nu dat de ondernemingsleiding de verdeling van reclameuitgaven tussen investering en kosten vaststelt. In het geval de ondernemingsleiding verwacht op korte termijn de huidige functie te verlaten heeft deze eveneens een prikkel om de winst op korte termijn te vergroten. Dit wordt met name bewerkstelligd indien er wordt geactiveerd, terwijl voor onmiddellijke afschrijving wordt gekozen indien men verwacht aan het einde van de planperiode de huidige functie te verlaten.

Beide managers kennen dus prikkels en mogelijkheden om de winst (en EVA) te beïnvloeden. De vraag wie *de facto* de mogelijkheid heeft tot winstbeïnvloeding (divisiemanager of ondernemingsmanager) is afhankelijk van de locatie van specifieke kennis.

Stern Stewart tegenmaatregel

Een maatregel die Stern Stewart & Co. gebruikt tegen opportunistisch laten vrijvallen van resultaten is dat bonussen worden gekoppeld aan de financiële prestaties over een termijn van drie jaren. Deze maatregel heft echter maar zeer ten dele het effect op dat managers de prikkel hebben om winsten naar voren te halen wanneer zij verwachten binnen afzienbare tijd de organisatie verlaten of binnen de onderneming een andere bedrijfseenheid gaan bezetten. Het is immers onzeker of de opvolgende manager de bonus voor de oorspronkelijke manager zeker zal stellen in de twee jaren na het vertrek van laatstgenoemde. De op korte termijn vertrekkende manager heeft daarom ook in dat geval een prikkel om verwachte cash flows te activeren.

Samenvattend

De prikkel tot activering bestaat indien de betrokken manager verwacht binnen afzienbare tijd een andere positie te bekleden, terwijl de investering het beste onmiddellijk als kosten worden genomen indien de manager verwacht voor langere tijd de betrokken functie op dezelfde plaats te vervullen. De mogelijkheden tot manipulatie zijn groot vanwege de

aanwezigheid van specifieke kennis. De aanwezigheid van specifieke kennis maakt het ons inziens onmogelijk voor Stern Stewart & Co het winstcijfer te ontdoen van subjectiviteit. Sterker, door activering volledig te verbieden ontstaat bij het zittende management de prikkel om de beloofde winst (uit de investering) ook daadwerkelijk te realiseren (niet activeren bij Growth levert in jaar 3 een winst op van 1.780, terwijl deze bij activering slechts 704 bedraagt). In conclusie, het is onwaarschijnlijk dat het gebruik van EVA een objectief winstcijfer levert.

4. De functie van subjectiviteit

Het doeleinde van accounting-prestatiemaatstaven, zoals nettowinst of return-on-investment, is om door de confrontatie van economische voordelen met economische offers een tijdige indicatie te geven van de bedrijfsprestatie, zowel voor wat betreft de verrichte activiteiten als voor toekomstige projecten. Daartoe gebruikt het accounting-systeem zogenoemde accruals. Met behulp van accruals worden simpele kasstromen getransformeerd naar cijfers die indicatief zijn over de financiële prestatie in een periode. Onderzoek toont aan dat door het accounting-systeem geproduceerde prestatimaatstaven veel succesvoller zijn in het geven van een beeld van de economische werkelijkheid van een bedrijf dan een veelvoud van alternatieven (inclusief cash flows en niet-financiële indicatoren) (zie bijvoorbeeld Dechow, 1994). Het succes van accounting maatstaven kan worden toegeschreven aan het feit dat bewust gebruik wordt gemaakt van de superieure kennis van managers om aan te geven hoe bepaalde economische gebeurtenissen de onderneming zullen beïnvloeden. Het accounting-systeem staat managers toe om deze informatie te communiceren door de manier waarop met behulp van accruals kasstromen worden getransformeerd naar accounting-cijfers. Indien de communicatie van de superieure informatie van managers (via accruals) geloofwaardig geschiedt dan vermindert daardoor de kenniskloof tussen ondergeschikten en superieuren, of meer in het algemeen tussen alle belangrijke partijen van een onderneming (Van Lent, 1999).

De subjectiviteit van het accounting-systeem is derhalve niet iets wat bestreden dient te worden, integendeel. Accounting maakt bewust gebruik van de superieure kennis die in de onderneming aanwezig is om zodoende een betere indicatie te kunnen geven van de economische prestatie van een bedrijf(sonderdeel). Stern Stewarts streven om de

subjectiviteit (en daarmee de mogelijkheid tot opportunistisch gedrag van managers) uit accounting te elimineren is dan ook een goed voorbeeld van ‘het kind met het badwater weggooien’. Juist door gebruik te maken van de subjectieve inzichten van het management is het accounting systeem in staat een superieur beeld te geven van de economische prestatie van de onderneming. Onderstaand voorbeeld kan deze stelling illustreren.

Veronderstel de volgende situatie: een bedrijf bestaat uit een groot aantal divisies. De divisies concurreren onderling om de beschikbare investeringsfondsen. De ondernemingsleiding beslist over de allocatie van fondsen door de EVA-projecties van de divisies te vergelijken. Nu opereren sommige divisies in een markt waar nauwelijks groei in zit, toch willen ook deze managers graag fondsen toegewezen krijgen om hun eigen ambities (bijvoorbeeld meer personeelsleden) te verwezenlijken. Andere divisies beschikken over gouden investeringskansen waarvoor ze de ondernemingsfondsen dringend nodig hebben. Door de superieure kennis van de lokale divisiesmanagers, kan de ondernemingsleiding niet zien of de EVA-projecties van de managers opgesteld zijn vanwege de investeringskansen of vanwege particuliere ambities. Zonder verdere informatie zal de ondernemingsleiding uitgaan van een gemiddelde tussen beide mogelijkheden, waardoor de managers van de groei-divisies relatief te weinig gelden toegewezen krijgen. Hoe kan een manager van een groeidivisie zich nu onderscheiden van de minder-goede divisies om zodoende voldoende fondsen te verkrijgen om zijn investeringsprojecten tot ontwikkeling te brengen? Welnu, een mogelijkheid wordt geboden door de subjectiviteit in accounting. Een manager kan bijvoorbeeld besluiten om zeer conservatieve accounting-keuzen te maken. Conservatief wil in dezen zeggen, dat in het begin zoveel mogelijk uitgaven ten laste van het resultaat worden gebracht. Alleen managers die ervan overtuigd zijn uitgaven te doen welke uiteindelijk een positieve nettocontantewaarde kennen, zullen bereid zijn om de negatieve invloed op het resultaat toe te staan. Bijvoorbeeld, onze manager zou alle R&D-uitgaven en marketingkosten onmiddellijk ten laste van het resultaat kunnen brengen (en dus niet activeren en afschrijven zoals EVA voorstelt). Weliswaar wordt zijn huidige winst (en EVA) daardoor negatief beïnvloed, in de toekomst zullen deze uitgaven echter gaan renderen en zal EVA navenant stijgen. De manager van de minder-goede divisie zal niet snel een dergelijk accounting-keuze willen maken. Immers, de huidige negatieve effecten op EVA worden niet meer hersteld in de toekomst aangezien zijn divisie geen positieve NCW-projecten in

portefeuille heeft. Imitatie van de manager van de goede divisie is te kostbaar, het signaal dat wordt gegeven met behulp van een conservatief accounting-beleid (een subjectieve keuze!) werkt om een onderscheid te maken tussen “goede” en “slechte” divisies.

Natuurlijk zijn we niet zo naïef om te veronderstellen dat managers hun informatievoorsprong nimmer ten eigen voordele zullen aanwenden. Integendeel, in de vorige paragraaf maakten we reeds duidelijk hoe managers gebruik kunnen maken van de aanwezige kenniskloof om kortetermijnvoordelen in de wacht te slepen. Vandaar dat in de voorgaande alinea's de nadruk werd gelegd op het woord ‘geloofwaardig’. Overigens blijkt uit onderzoek dat opportunistisch gedrag van managers moeilijk valt aan te tonen. Veel van de vertoonde activiteiten van managers kunnen ook vanuit een efficiëntie-perspectief worden geanalyseerd en verklaard. In ieder geval lijkt steeds meer onderzoek erop te wijzen dat opportunisme geen lange-termijn, evenwichtsstrategie kan zijn voor managers. Als het voorkomt, dan is het een éénmalig, korte-termijn fenomeen.

Divisie-managers dienen derhalve de mogelijkheid te hebben om zelfstandig te kiezen tussen accounting-alternatieven. Het beperken van accounting-keuzemogelijkheden in de EVA-systematiek ontnemt managers de mogelijkheid signalen af te geven aan andere partijen in de onderneming. Zoals beschreven kan dit juist het omgekeerde effect bewerkstelligen dan wat EVA nastreeft: divisies kunnen te weinig gaan investeren in nieuwe projecten, omdat de ondernemingsleiding onvoldoende mogelijkheid heeft om ‘goede’ en ‘slechte’ projecten te onderscheiden.

5. Conclusies en samenvatting

In het bijbelboek Jeremiah wordt een valse profeet omschreven als hij wiens woord geen uitdaging vormt voor het geweten van mensen. De kernvraag van dit artikel is dan ook: vormt EVA een uitdaging voor het financieel-economisch geweten van managers. Met andere woorden: schudt EVA managers wakker of sust EVA hen in slaap in de overtuiging dat alles goed is? EVA lijkt in zekere zin te werken; het zeer beperkte empirische onderzoek (Wallace, 1997) laat zien dat investeringsbeslissingen genomen onder een EVA-regime dichter bij bedrijfseconomische ideaalregels komt dan voorheen. Echter, of dit gunstige effect ook op langere termijn kan worden volgehouden is onzeker (Hogan en Lewis, 2000). De verschillen

in kennis binnen elke organisatie maken het echter onmogelijk om elke vorm van subjectiviteit uit te bannen. Allereerst omdat elke toepassing van accounting-regels (activeren of niet) reeds het gebruik van specifieke, lokale kennis veronderstelt. Alleen de betrokken manager kan beoordelen of een bepaald productiemiddel in de toekomst tot positieve kasstromen komt of niet. Nadat gekozen is voor een bepaalde accounting-techniek is informatieverschaffing met handen en voeten gebonden aan subjectieve schattingen en projecties van het management. Het management heeft bepaalde prikkels om tot een schatting te komen. Enerzijds leiden die prikkels vooral tot het nastreven van het korte-termijn eigenbelang. Anderzijds zijn er voldoende redenen om de langetermijneffecten in het oog te behouden van de informatieverschaffing. Door de pogingen tot uitbanning van elke subjectiviteit in de prestatie maatstaf dreigt de vaststelling van de prestatie een mechanische exercitie te worden. Daarmee wordt de mogelijkheid teniet gedaan dat managers via accounting-keuzen hun superieure informatie communiceren naar andere belanghebbenden. Uiteindelijk kunnen daardoor investeringsproblemen ontstaan die de eerdere gunstige effecten van EVA overstemmen.

Het beeld dat het mogelijk is om financiële informatie te verstrekken die vrij is van subjectiviteit is vals. Zulks is niet alleen technisch onvoorstelbaar, maar vooral ook onwenselijk. De economische evolutie heeft ervoor gezorgd dat een accounting-systeem is ontstaan waar bewust, beperkte (en in balans gehouden) subjectiviteit een inherent onderdeel van is. Economische prikkels tussen partijen binnen de onderneming zorgen ervoor dat er voldoende waarborgen zijn dat de nettoeffecten van subjectiviteit (namelijk extra informatie en vermindering van de kenniskloof) positief zijn.

Literatuur:

Biddle, Gary C., Robert M. Bowen, en James S. Wallace (1997), 'Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values', *Journal of Accounting and Economics* 24, no. 3, pp. 301-336.

Biddle, Gary C., Robert M. Bowen, en James S. Wallace (1999), 'Evidence on EVA', *Journal of Applied Corporate Finance* 12, no. 2, pp. 69-79.

Hart, Oliver (1995), 'Firms, Contracts and Financial Structure', Clarendon Press: Oxford.

- Hogan, C. en Craig Lewis (2000), 'The Long-Run Performance of Firms Adopting Compensation Plans Based on Economic Profits', Working-Paper, Vanderbilt University.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, (1992) Specific and General Knowledge and Organizational Structure, in: Werin, L. and Wijkander, H. (Eds.) Contract Economics, Blackwell Publishers: Cambridge.
- Kaplan, R.S. en A.A. Atkinson, (1998), Advanced Management Accounting, third edition, Prentice Hall: Upper Saddle River, NJ.
- Lent, Laurence van (1999), Incomplete Contracting Theory in Empirical Accounting Research, CentER for Economic Research: Tilburg.
- Scott, William R. (1997), Financial Accounting Theory, Prentice Hall: Upper Saddle River, NJ.
- Sloan, Alfred P. (1963), My Years with General Motors, Doubleday: Garden City, NJ.
- Solomons, David (1965), Divisional Performance: Measurement and Control, Irwin: Homewood, IL.
- Stern Stewart EVA Roundtable (1994) *Journal of Applied Corporate Finance* 7, no. 2, pp. 46-70.
- Stewart, G. Bennett III (1994), 'EVA: Fact and Fantasy', *Journal of Applied Corporate Finance* 7, no. 2, pp. 71-84.
- Wallace, James S. (1997), 'Adopting Residual income-based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For?', *Journal of Accounting and Economics* 24, no. 3, pp. 275-300.
- Zimmerman, Jerold L. (1997), 'EVA and Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues', *Journal of Applied Corporate Finance* 10, no. 2, pp. 98-109.