

The relation between management control systems and shareholder value creation : three empirical studies

Citation for published version (APA):

Sampers, P. A. M. (2003). *The relation between management control systems and shareholder value creation : three empirical studies*. Universitaire Pers Maastricht.

Document status and date:

Published: 01/01/2003

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

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.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Summary in Dutch

The Relation Between Management Control Systems and Shareholder Value Creation.

Dit proefschrift bevat een drietal empirische onderzoeken naar de relatie tussen de creatie van aandeelhouderswaarde en de inrichting van het management control systeem van bedrijven. Het bespreekt de opzet, uitvoering en resultaten van een onderzoek dat begin 2001 werd uitgevoerd bij Nederlandse beursfondsen.

Hoofdstuk 1 geeft een inleiding in het proefschrift en beschrijft hoe de onderzoeksvragen hun oorsprong vinden in - enerzijds - concepten die in het management control vakgebied zijn ontwikkeld en - anderzijds - in theorie met betrekking tot ondernemingstrategie en tot financiering. Het proefschrift onderzoekt de effecten van het toepassen van 'value-based management' (VBM), een formele en systematische management aanpak die erop gericht is de doestelling van maximale waardecreatie voor aandeelhouders te realiseren. VBM is een concept met een achtergrond in de financieringstheorie, in dit proefschrift wordt VBM gezien als een bijzondere vorm van management control. Management control systemen zijn alle acties en maatregelen (processen) die de ondernemingsleiding gebruikt om zeker te stellen dat de strategie van de onderneming wordt gerealiseerd of, indien en voor zover nodig, wordt bijgesteld. Waar management control zich bezighoudt met de vraag hoe de ondernemingsleiding de realisatie van strategisch doestellingen kan waarborgen, richt ondernemingstrategie zich op de vraag wat deze doestellingen moeten zijn en hoe zij totstandkomen, evenals de vraag hoe die doestellingen uiteindelijk gerealiseerd gaan worden en welke middelen daarvoor nodig zijn. Vanuit deze concepten zijn een drietal kernvragen ontwikkeld die in het proefschrift centraal staan. Deze vragen zijn: (1) of de toepassing van VBM bijdraagt tot een verbetering van de creatie van waarde voor aandeelhouders; (2) of er een relatie bestaat tussen kenmerken van het management control systeem en de creatie van waarde voor aandeelhouders; en (3) in hoeverre de afstemming van de kenmerken van het management control systeem op de strategie van de onderneming bijdraagt tot creatie van waarde voor aandeelhouders?

De voor dit proefschrift relevante concepten en theorieën komen in hoofdstuk 2 aan de orde. Ten aanzien van VBM is de aandacht gericht op de definitie van het concept en de daaruit afgeleide prestatie maatstaven. De diverse, door management consultants ontwikkelde, VBM aanpakken worden niet uitgebreid besproken. Wel komt de inbedding van VBM in de theorie met betrekking tot ondernemingsfinanciering en relatie met het reeds lang in de economie bekende 'residual income' begrip aan de orde. De oorspronkelijke, op cybernetische principes gebaseerde, normatieve benadering van management control krijgt de aandacht evenals de verdere ontwikkeling in het denken over management control, waarbij gedragsaspecten van werknemers en managers, 'empowerment' en de invloed van externe onzekerheid en verandering aan de orde komen. Ook contingentie onderzoek naar de relatie tussen de inrichting van het management control systeem en diverse omgevingsfactoren wordt besproken. De inhoud van het begrip ondernemingstrategie wordt verder uitgewerkt op twee niveaus: (1) 'corporate' strategie die beschrijft hoe het hoofdkantoor individuele business units aanstuurt en keuzes maakt ten aanzien van de samenstelling van de portefeuille van business units; en (2) business strategie die beschrijft hoe individuele business units opereren in de markt en welke concurrentiestrategie zij volgen. Een drietal classificaties voor strategie wordt gepresenteerd: (1) strategische positie volgens het model van Porter (1980); (2) strategische typologie volgens Miles en Snow (1978); en (3) strategische missie zoals beschreven door Gupta en Govindarajan (1984).

Hoofdstuk 3 gaat in op eerdere empirische studies die voor dit proefschrift relevant zijn. Naar de effecten van de toepassing van VBM is met name onderzoek gedaan door management consultants. Uit dat onderzoek blijkt dat VBM inderdaad bijdraagt tot waardecreatie. Interpretatie van deze uitkomsten is echter lastig omdat de wetenschappelijke onderbouwing van de conclusies zwak is of ontbreekt. Studies naar de relatie tussen aandelenrendementen en de ontwikkeling van bepaalde value-based prestatie maatstaven, met name Economic Value Added (EVA), wijst uit dat deze maatstaven wel additionele informatiewaarde voor de kapitaalmarkt hebben, maar dat ze traditionele boekhoudkundige prestatie maatstaven in dit opzicht niet overtreffen. Onderzoek naar de toepassing van value-based prestatie maatstaven voor de vaststelling van prestatieafhankelijke beloning toont aan dat hierdoor het gedrag van managers wordt beïnvloed. Daarbij is echter niet vastgesteld of deze gedragsverandering meer waarde voor de aandeelhouders oplevert. Onderzoek naar de relatie tussen management control en business strategie heeft aangetoond dat aspecten als de toepassing van objectieve of subjectieve maatstaven, het belang dat wordt toegekend aan kostenbeheersing en de mate waarin 'tight' of 'loose' controls worden toegepast, afhankelijk zijn van de gevolgde strategie.

Hoofdstuk 4 behandelt de opzet en uitvoering van het empirische onderzoek dat gebruik maakte van een enquête onder de Chief Financial Officers (CFOs) van bedrijven die eind 2000 aan de Amsterdamse beurs waren genoteerd (met uitzondering van financiële instellingen en buitenlandse bedrijven). In het voorjaar van 2001 zijn 169 bedrijven aangeschreven waarvan er uiteindelijk 68 de enquête retourneerden. Naast de enquêtegegevens zijn voor de betreffende bedrijven tevens gegevens over financiële prestaties en over koersontwikkeling van de aandelen verzameld. Aangezien de enquête niet anoniem was, bestond de mogelijkheid de enquêtegegevens te relateren aan de prestatie op beurs, wat nodig was voor de beantwoording van de onderzoeksvragen. Onderzoek naar de representativiteit van de responsgroep voor de gehele beurs geeft aan dat de bedrijven die meewerkten groter van omvang waren dan het gemiddelde van de aan de Amsterdamse beurs genoteerde bedrijven. Verder blijkt uit onderzoek van de terugontvangen enquêtes dat er geen aanwijzingen zijn dat de daarin opgenomen antwoorden afwijken van de antwoorden die gegeven zouden zijn door bedrijven die niet aan het onderzoek hebben meegewerkt.

In hoofdstuk 5 worden vier hypothesen ontwikkeld met betrekking tot de vraag of het hanteren van waardecreatie als centrale doelstelling, met andere woorden VBM toepassen, bijdraagt aan de creatie van waarde voor aandeelhouders. Waardecreatie wordt daarbij primair gemeten in termen van 'Relative Total Shareholder Return' (RTSR), de relatieve waardestijging van het aandeel (koersverandering en dividend) van de onderneming ten opzichte van de beursindex. Het blijkt dat meer dan 50 % van de onderzochte bedrijven VBM toepassen, maar dat die bedrijven niet beter presteren dan de groep die geen VBM toepast. Daarnaast is onderzocht of een verbetering van het rendement op eigenvermogen en van de winst per aandeel, afhangt van de toepassing van VBM. Ook hier was geen sprake van aantoonbaar betere prestaties bij bedrijven die VBM toepassen. In de laatste plaats is onderzocht in hoeverre de CFOs van de bedrijven die VBM toepassen meer tevreden zijn over de prestaties van hun onderneming, op het gebied van waardecreatie, dan hun collega's bij bedrijven die geen VBM toepassen. Dat blijkt voor een deel het geval te zijn. In zijn algemeenheid blijkt dat het toepassen van VBM bij de onderzochte bedrijven geen prestatieverbetering heeft opgeleverd. Dit kan duiden op een onjuiste toepassing van het concept, of op het feit dat CFOs weliswaar zeggen VBM toe te passen maar dit onvoldoende doorvoeren op lagere organisatieniveaus. Het kan ook zijn dat VBM gewoon niet werkt.

In hoofdstuk 6 komt het onderzoek naar de vraag of de inrichting van het management control systeem invloed heeft op de creatie van waarde voor de aandeelhouder aan de orde. Een tweetal onderzoeksvragen op dit gebied is geformuleerd. De inrichting van het management control systeem wordt gemeten aan de hand van het belang dat de CFOs toekennen aan 11 verschillende elementen van management control. De informatie hieromtrent is gerelateerd aan de waardecreatie van de onderzochte ondernemingen. Daaruit blijkt dat bedrijven die succesvol zijn in het creëren van waarde voor hun aandeelhouders meer belang hechten aan financiële prestatie maatstaven en aan prestatieafhankelijke beloning. Bedrijven die VBM toepassen hechten echter geen grotere waarde aan die specifieke aspecten van management control. Hierin kan een verklaring liggen voor het feit dat in de eerste studie geen hogere waardecreatie aangetoond kon worden voor bedrijven die VBM toepassen, blijkbaar vertalen die bedrijven het concept onvoldoende naar een op aandeelhouderswaarde gerichte inrichting van het management control systeem.

In de laatste, in hoofdstuk 7 besproken, studie is de relatie tussen de inrichting van het management control systeem en de strategie van de betrokkene onderneming onderzocht. De onderzochte bedrijven zijn ingedeeld op basis van strategische positie, waarbij eveneens de door de CFOs ingevulde enquêtes als informatiebron dienden. Het blijkt dat de strategie inderdaad invloed heeft op het relatieve belang dat CFOs aan bepaalde management controls toekennen. Meer specifiek, wanneer een differentiatiestrategie wordt gevolgd wordt een hoog belang gehecht aan niet-financiële prestatie maatstaven en ondernemingscultuur. Geen relatie werd gevonden tussen de gevolgde strategie en de adoptie van VBM. Op basis van de door de ondernemingen gerealiseerde RTSR is verder vastgesteld dat succesvolle bedrijven met een differentiatiestrategie meer belang hechten aan ondernemingscultuur, stijl van management en organisatiestructuur terwijl succesvolle bedrijven met een op kostenleiderschap gerichte strategie veel belang hechten aan budgettering, ondernemingscultuur, interne controle en organisatiestructuur. De afsluitende regressieanalyses hebben echter aangetoond dat de relatie tussen strategie en de kenmerken van het management control systeem geen significante bijdrage levert tot de verklaring van verschillen tussen ondernemingen in gerealiseerde RTSR, waarmee de conclusies uit deze studie niet eensluidend zijn en een gebied voor verder onderzoek opleveren.

Hoofdstuk 8 bevat een samenvatting van de in het voorafgaande gepresenteerde conclusies, aanbevelingen voor verder onderzoek en een bespreking van een aantal beperkingen van het empirische onderzoek.