

VU Research Portal

Corporate Sustainability Performance: Constructs, Measures and Investors' Responses

Dommerholt, E.

2009

document version

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

Dommerholt, E. (2009). *Corporate Sustainability Performance: Constructs, Measures and Investors' Responses*. [PhD-Thesis – Research external, graduation internal, Vrije Universiteit Amsterdam]. VU.

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.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

Summary in Dutch

Centraal in deze dissertatie¹ staat de fundamentele vraag hoe duurzaam bedrijfspresteren geëvalueerd kan worden en hoe beslissers, zoals beleggers, reageren op duurzaamheidsinformatie van bedrijven.

Deze dissertatie bestaat uit drie delen. **Deel Een** richt zich op de definiëring van duurzaam bedrijfspresteren, maar ook op de bijdrage van bedrijven aan duurzame ontwikkeling en de daaraan gelieerde kansen en dilemma's.

In hoofdstuk twee worden twaalf constructen met betrekking tot duurzaam bedrijfspresteren beschreven en geanalyseerd. Het gaat hierbij om: corporate social responsibility; corporate social responsiveness; social issues management; corporate social performance; sustainable development; corporate sustainability; business ethics; corporate social policy process; sustainable corporate performance; stakeholder management; corporate citizenship and triple-bottom-line

Evaluatie van de constructen vindt plaats op basis van de volgende criteria:

Construct convergentie. Als een construct identiek is gedefinieerd en toegepast door meerdere auteurs, dan wordt dat construct gekwalificeerd als convergent. Als een construct verschillend wordt geïnterpreteerd door verschillende auteurs, dan wordt het construct beoordeeld als divergent.

Construct categorisering verwijst naar de zogenoemde Donaldson en Preston typologie (Donaldson en Preston, 1995). Volgens deze typologie kunnen constructen descriptief, instrumenteel of normatief van aard zijn.

Het *analyse niveau*. Dit criterium verwijst naar de classificatie zoals beschreven door Clarkson (1995). Volgens deze classificatie kunnen het individu, de organisatie of de samenleving als geheel als uitgangspunt hebben.

Een van de belangrijkste conclusies van dit hoofdstuk is dat de meeste van de 12 constructen niet eenduidig worden gehanteerd en geïnterpreteerd. Dit gebrek aan eenduidigheid kan het gevolg zijn van een evolutieproces, waarbij auteurs voortbouwen op elkaars werk. We zien ook dat auteurs een heel eigen definitie toekennen aan een construct. In dit geval is eerder sprake van een 'definitiechaos'. Verder kennen de meeste constructen een normatieve inkadering. Dat wil zeggen dat deze constructen zich (impliciet) afzetten tegen het idee dat aandeelhoudersbelangen superieur zijn ten opzichte van de belangen van andere stakeholders. Bedrijven behoren de belangen van alle stakeholders, de natuurlijke omgevingen en de samenleving als geheel in beschouwing te betrekken. Hoewel de inkadering overwegend normatief is, zijn de meeste constructen in hun toepassing veelal descriptief of instrumenteel van aard. Bovendien nemen de meeste constructen de organisatie als uitgangspunt.

Het derde hoofdstuk laat zien dat het mondiale bedrijfsleven een substantiële bijdrage heeft geleverd aan duurzame ontwikkeling, Helaas is deze bijdrage grotendeels tenietgedaan door factoren die buiten de invloedssfeer van het bedrijfsleven liggen. Zo heeft het bedrijfsleven de energie-efficiency van zijn productieprocessen aanzienlijk verbeterd. Deze ontwikkelingen zijn echter overvleugeld door de wereldwijde bevolkingstoename en de stijging van de individuele welvaart. Hoewel de energie-efficiency van productieprocessen de afgelopen jaren is verbeterd lijkt het erop dat nog lang niet alle mogelijkheden zijn benut. Von Weizsäcker, Lovins and Lovins (1997) laten zien dat op basis van huidige (technologische) mogelijkheden vier keer zoveel welvaart gegenereerd kan worden uit bestaande hulpbronnen. Of anders geformuleerd, dat wij in staat zijn een eenheid welvaart een factor vier keer zo efficiënt te genereren als momenteel gebeurt.

Verbetering van de energie-efficiency dient het eigenbelang van bedrijven. Het heeft een positief effect op de winstgevendheid en wordt daarom gewaardeerd door de aandeelhouders. Maar ook door andere stakeholders, zij het om andere redenen. Bescherming van de natuurlijke omgeving – bijvoorbeeld door reductie van CO₂ emissies - die verder gaat dan de wet vereist, is doorgaans niet in het belang van bedrijven. Hier ligt een belangrijke taak voor overheden en internationale autoriteiten. Bovendien kan het bedrijfsleven niet verantwoordelijk worden gehouden voor het lenigen van alle wereldwijde noden. Het aanpakken van maatschappelijke problemen en het aanbieden van (quasi) collectieve goederen, zoals onderwijs, gezondheidszorg, schoon drinkwater, is doorgaans het domein van overheden en internationale autoriteiten en niet van het (internationale) bedrijfsleven. Bedrijven zijn vooral verantwoordelijk voor (het dienen van de belangen van) hun stakeholders.

¹ Vertaald in het Nederlands luidt de titel van deze dissertatie als volgt: Duurzaam Bedrijfspresteren: Constructen, Maatstaven en Reacties van Beleggers.

We kunnen vier argumenten onderscheiden voor bedrijven om bij te dragen aan duurzame ontwikkeling:

1. *Druk en verwachtingen van stakeholders*. Elke institutie (en het bedrijfsleven is daarop geen uitzondering) opereert in een samenleving op basis van een (impliciet of expliciet) sociaal contract. Beleggers, overheden, werknemers, klanten, toeleveranciers, non-gouvernementele organisaties, etcetera, oefenen druk uit op bedrijven zich te conformeren aan de geldende normen, waarden en verwachtingen van het sociale systeem waar het bedrijf deel van uit maakt. Wanneer een bedrijf zich niet voegt naar deze druk kan dat uiteindelijk tot gevolg hebben dat het zijn maatschappelijke legitimiteit verliest, waardoor de continuïteit en groei gevaar lopen.
2. *Concurrentieel voordeel*. De concurrentiepositie van een bedrijf wordt mede bepaald door zijn *resources* en *capabilities* (Barney, 1991). "Resources" zijn activa waarover een bedrijf kan beschikken en uniek materieel, maar ook immaterieel van aard zijn. Bedrijven beschikken over een duurzaam concurrentieel voordeel als zij *resources* bezitten die niet substitueerbaar zijn, zeldzaam zijn, moeilijk zijn te repliceren, gebonden zijn aan een organisatie en sociaal complex van aard zijn (Hart, 1995). *Capabilities* daarentegen kunnen worden omschreven als het vermogen van een 'team' van *resources* een taak of activiteit uit te voeren. In essentie kan een *capability* worden opgevat als een routine of een stelsel van inter-acterende routines (Grant, 1991).
3. *Financieel presteren*. De afgelopen drie decennia is de relatie tussen duurzaam bedrijfspresteren en financieel presteren uitvoerig bestudeerd. De vraag of duurzaam bedrijfspresteren loont laat zich niet ondubbelzinnig met ja of nee beantwoorden. Belangrijker dan de vraag of duurzaam presteren loont is echter de vraag *wanneer en onder welke omstandigheden* duurzaam bedrijfspresteren leidt tot betere financiële prestaties.
4. *Ethiek*. Ethisch handelen staat voor het goede doen, omdat het goed is het goede te doen. Veel van de duurzaamheidsconstructen die besproken zijn in hoofdstuk 2 zijn (impliciet) gebaseerd op de gedachte dat duurzaam en economisch handelen categorisch verschillend zijn, omdat beide gebaseerd zijn op totaal verschillende waarden (Freeman, 1994). Ethisch handelen van bedrijven lijkt vooral te zijn ingegeven door eigenbelang. Zelfs als ethisch handelen niet bijdraagt aan de winstgevendheid van een bedrijf, blijft het niettemin gebonden aan financiële randvoorwaarden. Immers, als de kosten groter zijn dan de opbrengsten uit gewone bedrijfsuitoefening loopt uiteindelijk de continuïteit van de onderneming gevaar.

Op basis van bovenstaande argumenten kunnen drietal stakeholder clusters worden onderscheiden: *Aandeelhouders*, die verwachten dat de winst c.q. marktwaarde wordt gemaximaliseerd.

Andere primaire stakeholders (in het bijzonder klanten, medewerkers, leveranciers etc.) die van bedrijven commitment verwachten ten aanzien van duurzame ontwikkeling.

Secundaire stakeholders die de samenleving vertegenwoordigen, zoals non-gouvernementele organisaties (NGOs) en de media. Maar ook de overheid wordt tot deze groep gerekend. De overheid, NGOs en de media zijn in staat algemeen geldende normen en waarden waaraan bedrijven zich hebben te houden, af te dwingen. Wanneer bedrijven zich aan hun verantwoordelijkheden onttrekken lopen zij het gevaar hun maatschappelijke legitimiteit te verliezen.

Identificatie van stakeholder clusters geeft nog geen inzicht in de issues waarvan stakeholders vinden dat bedrijven zich in het kader van duurzame ontwikkeling mee bezig zouden moeten houden. In het vervolg van deze dissertatie worden deze issues, die feitelijk verwachtingen van stakeholders uitdrukken, aangeduid als Sustainability Items.

Deel Twee van deze dissertatie is gewijd aan maatstaven en meten van duurzaam bedrijfspresteren. In hoofdstuk 4 worden verschillende maatstaven van duurzaam bedrijfspresteren besproken. Deze maatstaven worden ingedeeld in twee groepen: multi-dimensionele en uni-dimensionele maatstaven. Multi-dimensionele maatstaven omvatten twee of meer aan duurzaam bedrijfspresteren gerelateerde attributen, terwijl uni-dimensionele maatstaven bestaan uit slechts een attribuut. In dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van (de inhoud) van een groot aantal multi- en uni-dimensionele maatstaven. Een belangrijk bezwaar dat aan deze maatstaven kleeft is dat een theoretische onderbouwing doorgaans ontbreekt. Bovendien zijn er geen aanwijzingen dat de attributen waaruit deze maatstaven zijn opgebouwd verwachtingen van stakeholdersgroepen weergeven.

Spreeken over duurzaam bedrijfspresteren vereist tevens een verduidelijking van de term *presteren*. Vooral de opvattingen en interpretaties van Carroll (1979), Wood (1991), Mitnick (2000) en Steg et al.

(2003) worden besproken. We kunnen stellen dat er grote verschillen bestaan tussen deze auteurs ten aanzien van de interpretatie van deze term.

Hoofdstuk 5 staat geheel in het teken van (de ontwikkeling van) het Corporate Sustainability Analysis Framework (CSAF)². Centraal staat het identificeren en wegen van Sustainability Items. Het CSAF is gemodelleerd naar een aantal constructen, modellen en maatstaven die zijn besproken in de hoofdstukken 2 en 4.

In totaal zijn meer dan 200 Sustainability Items onderscheiden. Deze zijn afgeleid uit een 24-tal duurzaamheids(rapportage)richtlijnen, zoals de in 2002 verschenen duurzaamheidsrapportagerichtlijnen van het Global Reporting Initiative, de Richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen van de OESO, etcetera. De Sustainability Items kunnen worden ingedeeld in vier Dimensies, te weten Governance, Sociaal, Milieu en Economisch.

Prestaties ten aanzien van Sustainability Items kunnen worden geëvalueerd aan de hand van een viertal prestatiedomeinen: principles (principes), practices (activiteiten), outcomes (resultaten) en stakeholder perceptions (stakeholder percepties). *Principles* verwijzen naar de (basis) waarden of overtuigingen van een bedrijf. *Principles* geven richting aan *Practices* (beleid, procedures, programma's management systemen, etc.). *Outcomes* verwijzen naar de positieve en negatieve effecten die het bedrijf op zijn interne en externe omgeving heeft. Bij *Stakeholder perceptions* gaat het om hoe stakeholders de principles, practices en outcomes interpreteren en waarderen.

Prestaties van bedrijven ten aanzien van Sustainability Items zijn gericht op het borgen van commitment ten aanzien van duurzame ontwikkeling, het beschermen van maatschappelijke legitimiteit en het verbeteren van de winstgevendheid.

	Codes	Aspects	Weights
Governance	0.1	Overarching Principles	2,0%
	0.2	Overarching Processes	11,1%
	0.3	Stakeholders	2,7%
	0.4	Shareholders	1,7%
	0.5	The Board	3,0%
Social	1.1	Employees	26,9%
	1.2	Customers	7,4%
	1.3	Business partners	6,9%
	1.4	Community	12,3%
	1.5	Competitors	0,9%
	1.6	Providers of capital	0,1%
Environmental	2.1	Emissions	3,6%
	2.2	Life support	1,7%
	2.3	Products and services	2,9%
	2.4	Research and technology	0,8%
	2.5	Resources	4,2%
	2.6	Transport and equipment	0,9%
	2.7	Waste	2,3%
	2.8	Environmental conformance	4,9%
Economic	3.1	Economic market value	1,7%
	3.2	Economic performance drivers	0,2%
	3.3	Externalities	1,9%

Niet alle Sustainability Items zijn even belangrijk. Nevenstaande tabel laat de Aspect gewichten van het CSAF zien. Aspecten omvatten clusters van gerelateerde Sustainability Items. De gewichten geven een indruk van de relevantie die stakeholders aan deze Sustainability Items toekennen. Zoals te zien is de Sociale Dimensie met een gewicht van meer dan 54 procent de grootste van de vier. Vooral werknemers en gemeenschap gerelateerde Sustainability Items domineren. Met een gewicht van iets meer dan 21 procent is de Milieu Dimensie de op een na belangrijkste, op de voet gevolgd door de Governance Dimensie met een gewicht van iets meer dan 20 procent. De aan de Sustainability Items toegekende gewichten zijn getest en robuust

bevonden. Bovendien blijkt dat de aan het CSAF ten grondslag liggende duurzaamheids(rapportage)richtlijnen een verschillende interpretatie van duurzaam bedrijfspresteren belichamen. Dit betekent dat de richtlijnen niet zondermeer onderling uitwisselbaar zijn.

Deel Drie van de dissertatie richt zich vooral op de beleggingswereld. Twee aspecten zijn in dit verband vooral van belang: de waarschijnlijkheid dat beleggers informatie over duurzaam bedrijfspresteren begrijpen en waarderen, en de reactie van beleggers op dit soort informatie.

In hoofdstuk zes worden de methodologiën die ten grondslag liggen aan de Dow Jones Sustainability World Index (DJSI-World) en de Domini Social 400 Index (DSI) geanalyseerd aan de hand van algemeen beschikbare informatie. De DJSI-World en DSI zijn (mede) geïntroduceerd door en worden

² In het Nederlands aan te duiden als *Analysekader voor Duurzaam Bedrijfspresteren*.

ondersteund door respectievelijk de Zwitserse Sustainable Asset Management Group en het Amerikaanse Kinder, Lydenberg and Domini Research & Analytics Inc. Een duurzaamheids-evaluatiemethodologie omvat een diagnostisch instrument en een evaluatieprocedure. Met behulp van het diagnostisch instrument worden de duurzaamheidsprestaties geëvalueerd of gemeten. De evaluatieprocedure beschrijft hoe meetresultaten worden verwerkt. Het CSAF is gebruikt voor het analyseren van de diagnostische instrumenten die aan de DJSI-World en de DSI ten grondslag liggen. Van groot belang is dat beleggers in staat zijn de door de duurzaamheidsevaluatiemethodologie gecommuniceerde boodschap te interpreteren. Het lijkt erop dat beide instrumenten in beperkte mate issues omvatten die door economische en ethische beleggers belangrijk worden gevonden. Bovendien is het moeilijk een getrouw beeld van de evaluatieprocedures te schetsen. In zoverre informatie beschikbaar is, is deze complex, (mogelijk) verouderd en (mogelijk) onvolledig. De conclusie is daarom dan ook dat het zeer onwaarschijnlijk is dat beleggers in staat zijn (de resultaten) van de evaluatiemethodologieën in positieve of negatieve zin te waarderen.

Hoofdstuk zeven is gewijd aan de reactie van beleggers op duurzaamheidsinformatie.

Duurzaamheidsinformatie verwijst naar de resultaten van de duurzaamheidsevaluatiemethodologieën die ten grondslag liggen aan de DJSI-World en de DSI. De term resultaten verwijst in dit geval naar bedrijven die aan beide indexen worden toegevoegd, c.q. daaruit worden verwijderd.

Of beleggers al dan niet reageren op duurzaamheidsinformatie wordt onderzocht aan de hand van een zogenoemde event-study. Het 'event' is in dit geval de aankondiging dat bedrijven aan de indexen worden toegevoegd, of daaruit worden verwijderd. Bedrijven die aan de index worden toegevoegd worden beschouwd als duurzaamheidsleiders. Daar tegenover staat dat bedrijven die uit de indexen worden verwijderd niet langer als duurzaamheidsleiders kunnen worden beschouwd.

We zien inderdaad een marktreactie optreden bij de aankondiging dat bedrijven uit de DJSI-World worden verwijderd of worden toegevoegd aan de DSI. Deze resultaten zijn opmerkelijk gezien de conclusies van het vorige hoofdstuk. In het geval bedrijven in de DJSI-World worden opgenomen en uit de DSI worden verwijderd nemen we nauwelijks een marktreactie waar.

Voor de asymmetrische resultaten kan geen eenduidige verklaring worden gegeven. Mogelijk zijn er meerdere verklaringen:

- De indexen communiceren verschillende duurzaamheids en financiële signalen. We hebben gezien er substantiële verschillen bestaan tussen de interpretaties en operationaliseringen van duurzaam bedrijfspresteren van de beide indexen. Maar ook de financiële prestaties van beide indexen verschillen. Afgezet tegen een selectie van vergelijkbare indexen presteert de DJSI-World relatief slecht, terwijl de presentaties van de DSI niet als goed noch als slecht geclassificeerd kunnen worden.
- Duurzaamheidsignalen en financiële signalen van beide indexen worden door beleggers verschillend geïnterpreteerd. De DSI is een zogenoemde ethische index. Een kenmerk van ethische indexen is dat deze bestaan uit bedrijven die zich niet bezighouden met de productie van wapentuig, nucleaire energie, alcohol etcetera. De DJSI-World daarentegen is een duurzaamheidsindex. Duurzaamheidsindexen leggen doorgaans niet op voorhand beperkingen op aan bedrijven waarin wordt belegd. Bovendien, suggereert SAM dat duurzaam bedrijfspresteren (volgens zijn interpretatie en operationalisatie) leidt tot een hogere marktwaarde. Mogelijk dat de accentverschillen tussen beide indexen, maar mogelijk ook de reputaties van SAM en KLD verschillende typen beleggers aantrekken.
- Het is denkbaar dat bedrijven die deel uitmaken van de DJSI-World reeds als duurzaam werden aangemerkt lang voor de aankondiging dat zij in de index worden opgenomen. In dat geval bevat deze aankondiging geen nieuwe informatie en leidt daarom niet tot een waardestijging van de aandelen van deze bedrijven.
- Verder is het denkbaar dat slechts een klein deel van de beleggers feitelijk reageert op de aankondiging dat bedrijven in de DJSI-World worden opgenomen, maar dat een groter deel pas (veel) later reageert op het duurzaamheidssignaal. Omdat de reactie van beleggers is uitgesmeerd is over een langere periode zijn ook in dit geval geen substantiële waardestijgingen van de aandelen van de bedrijven waarneembaar.
- Wanneer bedrijven uit de DJSI-World worden verwijderd reageren beleggers wel, waardoor negatieve (cumulatieve) abnormal returns optreden. Omdat de financiële prestaties van deze bedrijven relatief slecht zijn – gezien de relatief slechte prestaties van de index- hebben beleggers er geen belang bij de aandelen van deze bedrijven aan te houden.
- In het geval van toevoegingen aan de DSI is het mogelijk dat beleggers pas geattendeerd worden op deze duurzaamheidsleiders op het moment van de aankondiging dat zij de index worden opgenomen. Omdat de financiële prestaties van de DSI nauwelijks afwijken van die van

vergelijkbare indexen, ligt het voor de hand te veronderstellen dat beleggers de aandelen van DSI-kandidaten kopen op basis van duurzaamheidsoverwegingen.

- Beleggers reageren niet in dezelfde mate op de aankondiging dat bedrijven aan de DSI worden toegevoegd, of daaruit worden verwijderd. Beleggers reageren in sterke mate als bedrijven in de index worden opgenomen, maar reageren nauwelijks als ze daaruit worden verwijderd. Mogelijk dat beleggers de aandelen van deze bedrijven aanhouden, omdat deze in financieel opzicht niet noodzakelijk slecht presteren. De financiële prestaties van de DSI wijken immers niet of nauwelijks van de prestaties van vergelijkbare indexen.

Echter, als we de resultaten van de DJSI-World en DSI combineren, kunnen we zeggen dat beleggers positief reageren op de aankondiging dat bedrijven aan duurzaamheids/ethische indexen worden toegevoegd. Zij reageren negatief wanneer bedrijven uit deze indexen worden verwijderd. In beide gevallen kan worden gesteld dat duurzaamheidsoverwegingen de overhand hebben bij aan- en verkoopbeslissingen van beleggers.

