

Random zakendoen en risicobeheer: kasgeld in Nederlandse bedrijven

Wim Westerman

Received 28 May 2021 | Accepted 8 November 2021 | Published 25 November 2021

Samenvatting

Als bedrijven meer zaken doen, hebben ze ook relatief meer liquiditeiten (“kasgeld”) nodig. Maar ook als ze meer risico hebben kan dat het geval zijn, vooral na de wereldwijde financiële crisis van 2008/09. De Nederlandse kasratio (kasgeld/activa) blijkt weliswaar in belangrijke mate stabiel te zijn, maar past zich vertraagd bij omstandigheden aan. Sommige bedrijfsspecifieke factoren doen er daarbij toe: de bedrijfsomvang, het niveau van het werkkapitaal en de marktwaarde versus boekwaarde ratio. De genoemde effecten worden aangetoond in een steekproef van beursgenoteerde bedrijven met hoofdkantoren in Nederland, waarbij er onderscheid wordt gemaakt tussen de jaren 2002–2009 en 2010–2018. Het idee dat het liquiditeitsbeheer steeds meer een onderdeel is geworden van het financieel risicobeheer in plaats van andersom is gewettigd vanwege de onverwachte positieve invloed van werkkapitaal en de invloed van volatiliteit van kasstromen op de kasratio na de financiële crisis.

Relevantie voor de praktijk

Beursgenoteerde Nederlandse bedrijven kennen een stabiele kasgeldpolitiek. Niettemin versterken de politiek rondom liquiditeiten en (overig) werkkapitaal elkaar en is de kasgeldpolitiek sinds de financiële crisis gevoelig geworden voor beweeglijkheid van de kasstromen. Liquiditeitsbeheer is daarmee steeds meer onderdeel geworden van financieel risicobeheer. Het advies is om de kasbehoefte goed af te stemmen op ontwikkelingen in de kasstroom en het werkkapitaal en risico's rondom het kasgeld te spreiden.

Trefwoorden

Kasgeld, Nederland, financiële crisis, (sectorale) cashflow volatiliteit, (complementair) werkkapitaal

1. Inleiding

Het risicoaspect bij de financiering lijkt er meer dan voorheen toe te doen en het aanhouden van liquiditeiten (“kasgeld”) is een serieuze kwestie geworden. Het lijkt erop dat de wereldwijde financiële crisis van 2008/09 hierbij de grote veranderaar is geweest. Als dit idee voor Nederlandse bedrijven bevestigd kan worden, is het goed om te weten wat er eigenlijk precies veranderd is. Dat maakt het zinvol om de ontwikkeling in het kasgeldniveau (versus activa; de kasratio) in de tijd te onderzoeken. De term kasgeld refereert aan kas plus kasequivalenten: hooguit over 3 maanden vrijvallende goederen.

Het bovenstaande leidt tot de volgende onderzoeksvraag: “Hoe heeft het niveau van het kasgeld zich bij Nederlandse bedrijven ontwikkeld en welke bedrijfsspecifieke invloeden zijn hierbij te onderkennen?”

Deze vraag is niet nieuw, ook niet voor MAB-lezers. Von Eije and Westerman (2011) onderzoeken min of meer dezelfde vraag, maar hebben uiteraard niet de periode na de financiële crisis mee kunnen nemen. Tevens is er internationale literatuur waarin een ruimer kader wordt getrokken. Standaardartikelen zijn afkomstig van Opler et al. (1999), Bates et al. (2009), Iskander-Datta and Jia (2012), Pinkowitz et al. (2013; 2016), alsook Graham and Leary (2018). Zij passen niet de schattingsmethodiek van

dit onderzoek toe en tevens is er door hen vrijwel geen aandacht geschonken aan de Nederlandse situatie. Mede wegens zijn specifieke karakter is Nederland echter een interessant land om (opnieuw) naar te kijken.

Ons land heeft qua regelgeving, cultuur en gewoonten zowel Continentaal-Europese als Angelsaksische kenmerken. Qua bruto nationaal product hoort Nederland bij de top 20 ter wereld. Het heeft een open economie als gekken wordt naar de handelsbalans en is het een belangrijke investeerder wereldwijd, ook zonder de investeringen die via ons land geleid worden. Nederland is een financieel centrum van betekenis met onder meer hoofdkantoren van multinationale ondernemingen, drie grote banken en een omvangrijke aandelenbeurs. Het onderzoek gaat over bedrijven die aan deze beurs genoteerd zijn.

Hierna wordt de onderzoeksvraag beantwoord. Eerst wordt in paragraaf 2 vanuit de literatuur het kader van de variabelen geschetst waarmee dat gebeurt. Daarna komen in paragraaf 3 de gegevensselectie, de toegepaste methodologie en de kernobservaties aan bod. De onderzoeksresultaten worden beschreven en besproken in paragraaf 4. Paragraaf 5 sluit het artikel af met een conclusie en enige aanbevelingen.

2. Keuze variabelen

De academische literatuur over kasgeld is omvangrijk. Keynes (1937) onderscheidt drie soorten motieven om kasgeld aan te houden. Het *transactiemotief* past bij de opmerking waarmee dit artikel is geopend: voor activiteiten zoals inkopen, produceren, verkopen en investeren is geld nodig. Het bruto nationaal product (BNP) indiceert dit voor het gemiddelde bedrijf. Verandering hierin kan positief uitwerken op kasniveaus in hoogconjunctuur: meer groei = meer geld nodig. Niettemin ligt in het onderzoek de nadruk op bedrijfsspecifieke factoren waaronder de bedrijfsomvang, de operationele cashflow, de interne investeringen en de externe investeringen via bijvoorbeeld overnames. Het *voorzorgsmotief* reflecteert onzekerheid. In crisistijden kan voor alle zekerheid eveneens meer geld aangehouden worden, het effect is dan dus positief. De volatiliteit van kasstromen alsook de uitgaven voor R&D kunnen dit indiceren. Het *speculatiemotief* kan ten slotte met de rentevoet als kostenvoet van geld in verband gebracht worden. Bij een verwachte stijging van de rente is het aanhouden van meer kasgeld lucratief.

De moderne theorievorming over kasgeld is sinds twee decennia volwassen. Opler et al. (1999) starten vanuit de gedachte dat kasgeldniveaus in perfecte markten irrelevant zijn. Dan kan kasgeld namelijk kosteloos aangehouden en gestald worden tegen dezelfde risicovrije rentevoet. Kasgeld is ook niet nodig om daarmee faillissementskosten tegen te gaan, omdat herstructureringen kosteloos zijn. Verder kunnen beleggers zelf vrijelijk hun eigen kaspositie vergroten of verkleinen. In imperfecte

markten ontstaan er echter marginale kosten en marginale opbrengsten van kasgeld. Dat leidt er conform de “trade-off”-visie toe dat bedrijven meer kasgeld aanhouden als ze risicovoller zijn (wegens een hogere marktwaarde versus boekwaarde, meer cashflow-onzekerheid, of meer R&D), kleiner zijn en langere conversiecycli hebben.¹ Voor bedrijven die door informatieproblemen lastiger financiering aan kunnen trekken, is het zinvol om relatief hoge kasniveaus aan te houden. Indicatoren daarvoor zijn hoge R&D-uitgaven, een hoge marktwaarde versus boekwaarde, weinig schuld, een laag dividend, weinig acquisities en een kleine bedrijfsomvang. Ten slotte is er nog de financiële hiërarchieconceptie, waarbij er geen optimaal kasniveau is, maar deze mechanisch stijgt bij hogere jaarlijkse kasstromen, afnemende dividendbetalingen en lagere investeringsuitgaven.

Daar waar Opler et al. (1999) nog een algemene belangstelling hebben, spitst de belangstelling van Bates et al. (2009) zich toe op de vraag waarom er in de V.S. zo veel meer kasgeld aan wordt gehouden dan eerder. Ze maken onderscheid tussen cashflows en (complementair, namelijk zonder kasgeld) werkkapitaal enerzijds, alsook tussen cashflowniveaus en sectorale onzekerheid² daarentrent anderzijds. Ook zij vinden gewoonlijk consistente bevestigingen van hun ideeën en benadrukken het belang van de laatstgenoemde variabele om hun vraag te beantwoorden. De voornaamste toevoeging van Iskandar-Datta and Jia (2012) is, dat zij kijken naar economisch grote landen naast de V.S. en daar soortgelijke patronen vinden. Deze kunnen zij op grond van eerdergenoemde factoren niet steeds verklaren. Er is dan ook ondertussen een ruime additionele literatuur ontstaan, die met name ingaat op de vraag waarom er landenverschillen zijn. Voor het hier te beschrijven onderzoek is deze literatuur echter minder relevant.

Pinkowitz et al. (2013; 2016) grijpen de vraagstelling van Bates et al. (2009) opnieuw aan om onderzoek te doen, ditmaal binnen een wereldwijde populatie en met nadruk op de financiële crisis als mogelijk structurele aanjager van sindsdien toegenomen kasniveaus. Zij vinden daar echter geen aanwijzingen voor en wijzen meer op het belang van R&D-intensieve bedrijven in de V.S. als drijver voor verschillen tussen landen. Ook Graham and Leary (2018), die voor de V.S. een langetermijnperspectief hanteren, zien vooral stabiliteit in gedragingen van bedrijven. De schrijver van dit artikel waagde dit laatste echter, althans voor de Nederlandse situatie, toch enigszins te betwijfelen. Zich vooral concentrerend op bedrijfsspecifieke factoren zoals hierboven genoemd, sluit hij daarom aan bij eerder onderzoek (Von Eije and Westerman 2011, eigen waarnemingen bij bedrijven en ongepubliceerde basale regressies), om te zien in hoeverre de situatie in Nederland is veranderd. Zie voor een nadere omschrijving van de in het nieuwe onderzoek gebruikte variabelen Tabel 1. De gebruikte variabelen sluiten met name aan bij Bates et al. (2009) en vinden een ruime weerklank in de standaardliteratuur.

Tabel 1. Definitie variabelen.

Variabele	Definitie
<i>Kas</i>	Kas en kasequivalenten (CHE) gedeeld door de boekwaarde van de activa (AT).
<i>Omvang</i>	Het natuurlijke logaritme van de totale boekwaarde van de activa (AT), omgerekend naar USD op basis van gemiddelde jaarlijkse wisselkoersen, verkregen uit de OECD database.
<i>Dividend</i>	Binaire variabele, gelijk aan 1 als het bedrijf dividend uitkeert in het desbetreffende jaar (DVC).
<i>Cashflow</i>	Operationeel resultaat voor afschrijvingen (OIBDP), minus financiële kosten (XINT), winst-belasting (TXT) en dividend (DVC), gestandaardiseerd met de boekwaarde van de activa (AT).
<i>Cashflow vol</i>	De jaarlijkse standaarddeviatie van <i>Cashflow</i> is berekend voor elk bedrijf voor de voorgaande tien jaren (vanaf 1992 voor 2002). Minstens vijf observaties zijn vereist voor het berekenen van een standaarddeviatie. Daarna zijn jaargemiddelden over 2-cijfer SIC sectorcodes berekend.
<i>Acquisities</i>	Ratio van de acquisities (AQC) versus de boekwaarde van de activa (AT), ontbrekende waarden zijn op nul gesteld.
<i>R&D</i>	Ratio van de R&D uitgaven (XRD) versus de boekwaarde van de activa (AT), ontbrekende waarden zijn op nul gesteld.
<i>CAPEX</i>	Ratio van investeringsuitgaven (CAPX) versus de boekwaarde van de activa (AT).
<i>Schuldratio</i>	Lange termijn schuld (DLTT) plus schuld in vlottende passiva (DLC), gestandaardiseerd met de boekwaarde van de activa (AT).
<i>Werkkapitaal</i>	Vlottende activa (ACT) minus <i>Kas</i> (CHE), minus vlottende passiva (LCT), gestandaardiseerd met de boekwaarde van de activa (AT).
<i>MB ratio</i>	Marktwaaarde aandelenvermogen, plus totale activa (AT) minus boekwaarde eigen vermogen (CEQ), gedeeld door de totale boekwaarde van de activa (AT). De marktwaaarden zijn afgeleid uit Thomson Reuters Datastream. Als gehanteerde valuta niet pasten bij de Compustat data, is de marktwaaarde geconverteerd op basis van de wisselkoersen die verstrekt zijn door de OECD.
<i>Groei</i>	Groeipercentage van het bruto nationaal product, gebaseerd op gegevens van de Wereldbank.
<i>Interest</i>	Officiële rentepercentage per ultimo, zoals gehanteerd door de ECB bij transacties met banken.

Tenzij anders vermeld is de gegevensbron Compustat Global, voor zover van toepassing zijn de ID's aangegeven.

Grote bedrijven hebben relatief minder kasgeld nodig dan kleine, wegens schaalvoordelen bij het aantrekken en aanhouden van kasgeld, bij minder operationele onzekerheid. Een hogere marktwaaarde versus boekwaarde, als indicator voor groei, zal tot het aanhouden van meer kasgeld kunnen leiden. Meer R&D-uitgaven kunnen om dezelfde reden, maar ook wegens onzekerheden, eveneens tot een hoger kasniveau leiden. Bij meer cashflow kan minder kasgeld nodig zijn, voor zover deze niet elkaars substituten zijn. Complementair werkkapitaal wordt vaak ook als substituuut voor kasgeld beschouwd. Voor kapitaalsinvesteringen en overnames die met liquide worden voldaan is kasgeld nodig, dus wordt vaak een negatief verband verondersteld. Onzekerheid in de kasstroom leidt tot een grotere behoefte aan kasgeld. Een hogere schuld kan bij zowel een hoger als een lager kasniveau horen, afhankelijk van de toekomstige vermogensbehoefte. Dividendbetalers worden als kredietwaardig beschouwd en kunnen daarom relatief minder kasgeld nodig hebben.

3. Ontwikkeling kasniveau

De gegevens voor dit onderzoek zijn grotendeels ontleend aan een lopend project waarbij Amerikaanse en (West-) Europese kasniveaus met elkaar worden vergeleken, waarbij overigens opgemerkt moet worden dat de statistische methodiek verschilt. De gebruikte bron is Compustat Global, een database met gegevens over beursgenoteerde en dus veelal grote bedrijven. De financiële sector en nutsbedrijven zijn uitgezonderd. De uitsnede waarover hier

wordt gerapporteerd betreft bedrijven die hun hoofdkantoor in Nederland hebben.³ Het blijkt in de jaren 2002–2018 om 163 beursnoteringen te gaan, 137 in de periode 2002–2009 en 87 in de periode 2010–2018. Er zijn 1.046 observaties voor de populatie als geheel, waarvan 608 tot en met 2009 en 438 vanaf 2010. De algemene observaties, vermeld in Tabel 2, Tabel 3 en Tabel 4, wijken niet sterk af van wat gewoonlijk bij Nederlandse bedrijven wordt gevonden. Het gemeten gemiddeld kasniveau (12,4%) is conform het eerdere onderzoek van Von Eije and Westerman (2011).⁴ Helaas perkt onvolledigheid van gegevens over de volatiliteit van de kasstroom het aantal waarnemingen waarmee volledig gemodelleerd kan worden in.

In Figuur 1 wordt de ontwikkeling van de kasratio in de onderzoekspopulatie in de periode 2002–2018 weergegeven. Het lijkt erop dat een licht opwaartse trend, ook al gesignaleerd door Von Eije and Westerman (2011), rond 2010 wordt onderbroken en daarna gaat versnellen. Dat uit zich ook in het van 11,6% (2002–2009) naar 13,6% (2010–2018) gestegen kasniveau.⁵ Een modelspecificatie met een 2010–2018 dummy toont inderdaad een positief effect, maar deze is niet significant. Men kan dus niet zonder meer van een opgaande trend spreken. In de cijfers lijkt er met name vanaf 2012 een breuk te zitten, maar ook die wordt alleen in meer basale regressiemodellen dan hier getoond licht zichtbaar. Ook de overige waarnemingen verschillen veelal weinig onderling per periode.

Mogelijk is er dus meer stabiliteit dan het lijkt en/of zijn verbanden toch ingewikkelder. Dit wordt gezien met dynamische regressiemodellen. De 1-jaar vertraag-

Tabel 2. Algemene observaties Nederlandse bedrijven 2002–2018.

Nederland	N	Gemiddelde	Standaard dev.	Minimum	Maximum
Kas	1.046	0,124	0,149	0,000	0,961
Omvang	1.046	6,881	2,183	1,793	11,067
R&D	1.046	0,021	0,050	0,000	0,587
CAPEX	1.046	0,046	0,045	0,000	0,349
Schuldratio	1.046	0,231	0,177	0,000	1,278
Werkkapitaal	1.046	0,026	0,176	-0,844	0,461
Acquisities	1.046	0,023	0,049	-0,005	0,341
Dividend	1.046	0,770	0,421	0,000	1,000
MB ratio	1.046	1,660	1,131	0,548	9,721
Cashflow	1.046	0,051	0,119	-1,655	0,290
Cashflow vol	805	0,072	0,043	0,009	0,192
Groei	1.046	1,380	1,708	-3,667	3,773
Interest	1.046	1,649	1,325	0,000	4,250

Tabel 3. Algemene observaties Nederlandse bedrijven 2002–2009.

2002–2009	N	Gemiddelde	Standaard dev.	Minimum	Maximum
Kas	608	0,116	0,124	0,000	0,659
Omvang	608	6,521	2,164	1,793	11,067
R&D	608	0,014	0,038	0,000	0,449
CAPEX	608	0,051	0,051	0,000	0,349
Schuldratio	608	0,228	0,171	0,000	1,278
Werkkapitaal	608	0,041	0,179	-0,844	0,429
Acquisities	608	0,026	0,054	-0,005	0,341
Dividend	608	0,738	0,440	0,000	1,000
MB ratio	608	1,520	0,823	0,548	9,399
Cashflow	608	0,049	0,132	-1,655	0,290
Cashflow vol	431	0,077	0,044	0,017	0,167
Groei	608	1,359	1,996	-3,667	3,773
Interest	608	2,606	0,834	1,250	4,250

Tabel 4. Algemene observaties Nederlandse bedrijven 2010–2018.

Nederland	N	Gemiddelde	Standaard dev.	Minimum	Maximum
Kas	438	0,136	0,177	0,001	0,961
Omvang	438	7,382	2,112	3,116	11,067
R&D	438	0,031	0,063	0,000	0,587
CAPEX	438	0,039	0,036	0,000	0,216
Schuldratio	438	0,235	0,185	0,000	1,278
Werkkapitaal	438	0,005	0,171	-0,835	0,461
Acquisities	438	0,019	0,040	-0,005	0,341
Dividend	438	0,813	0,391	0,000	1,000
MB ratio	438	1,853	1,433	0,628	9,721
Cashflow	438	0,054	0,098	-0,754	0,290
Cashflow vol	374	0,067	0,040	0,009	0,192
Groei	438	1,411	1,199	-1,030	2,911
Interest	438	0,320	0,435	0,000	1,200

de variabele *Kas* wordt hierbij als regressor opgenomen. Deze variabele heeft niet alleen grote invloed, maar helpt ook om endogeniteit van de afhankelijke variabele op te vangen. De andere onafhankelijke variabelen zijn bij de regressies eveneens één jaar vertraagd. Voor jaar- en sectoreffecten wordt gecorrigeerd. Met ‘correlated random effects’ worden bepaalde correlaties ondervangen. Er

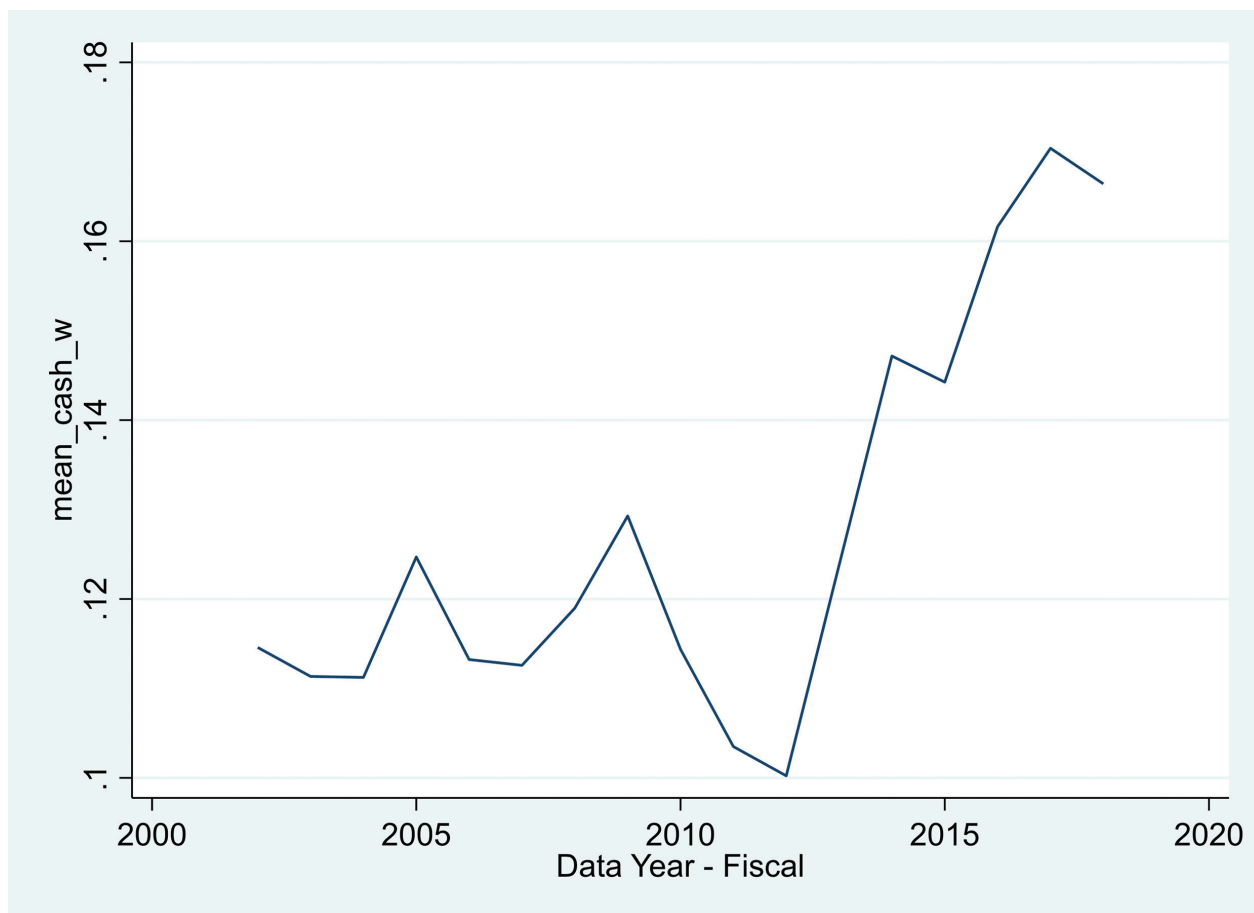
worden pseudo-dummy’s geïntroduceerd, daar waar additionele vaste effecten niet werken. De data worden afgekapt (‘winsorising’ op 1% en 99% niveau). Door het instellen van ‘Wooldridge conditions’ wordt met dynamiek en non-lineariteit in de gelegde verbanden rekening gehouden en ontstaat er een goed startpunt voor de regressies.

Volgens Stone and Gup (2015) is het gebruik van traditionele regressiemodellen minder gewenst bij gebruikmaking van een vertraagde afhankelijke variabele, hier dus *Kas*. Daarnaast moet de resulterende kasratio tussen 0 en 1 liggen, als een model wordt gebruikt om daarmee te voorspellen (Loudermilk 2007). Bij de toegepaste ‘Tobit’ specificaties kan hiervoor zorg gedragen worden. In de regel wordt dan de significantie van de variabelen lager dan bij traditionele specificaties. Tevens zijn traditionele maatstaven om de sterkte van een model te bepalen niet beschikbaar. Marginale effecten van veranderingen in afhankelijke variabelen kunnen echter wel worden uitgerekend. In versie 17 van het statistische softwarepakket Stata is een Tobit module opgenomen. Er is een specifieke commandostructuur (‘do file’) geschreven om daarmee de regressies uit te voeren.

modelspecificaties, waarbij de afhankelijke variabele niet wordt vertraagd en er geen Tobit-specificatie worden gebruikt, is dat anders. De vertraagde variabele *Kas* heeft grote invloed: een stijging hiervan met 1% leidt grofweg tot 0,5% meer kasgeld. Deze invloed is na de financiële crisis toegenomen. Blijkbaar wordt sindsdien nog meer dan eerder vertrouwd op ingesleten gewoonten. Daar waar Von Eije and Westerman (2011) ook een (zich wijzigend) trendeffect onderkennen, bevestigt dit het belang van een gedragsmatige benadering van kasniveau. Overigens kan het speculatiemotief niet aangetoond worden en is de variabele *Interest* hier niet significant.

Anders dan de economischegroeivariabele, doet de bedrijfsspecifieke *MB ratio*-variabele er wel toe. *Omvang* verliest zijn significantie in de loop der tijd. Het voordeel dat relatief grote bedrijven hebben bij het liquiditeits-

Figuur 1. Kasratio's in Nederlandse bedrijven (2002–2018). Gemiddelde kasratio (‘mean_cash_w’) per fiscaal jaar (‘Data Year - Fiscal’). Bron: Compustat Global.



4. Onderzoeksresultaten

Tabel 5 toont de uitkomsten van de regressiemodellen. Er wordt verschil gemaakt tussen de periode tot en met de financiële crisis (2002–2009), de jaren daarna (2010–2018) en het tijdvak als geheel. De meeste aangetroffen verbanden zijn niet significant. In bepaalde traditionele

beheer lijkt te eroderen. Dat kan te maken hebben met het verminderde belang van centralisatie van het cash management, zoals dat recent in de praktijk herkenbaar wordt. Daarnaast kan toegenomen risico bij bankrelaties ook een rol spelen: de afweging tussen kosteneffectiviteit (schaalvoordelen) en blootstellingsrisico valt dan minder ten voordele van het (één) huisbankiermodel uit. Daar-

naast kan het ook zijn dat de operationele risico's bij grote bedrijven sinds de crisis meer nopen tot het aanhouden van kasgeld. De variabelen die investeringen in ruime zin

meten (*R&D*, *CAPEX* en *Acquisities*) geven zelfstandig overigens geen aanleiding tot het maken van deze veronderstelling.

Tabel 5. Dynamische 2Tobit regressies kasniveaus Nederlandse bedrijven 2002–2018.

Nederland	N	2002–2009	2010–2018	2002–2018
Kas	805	0,448*** (0,048)	0,541*** (0,051)	0,517*** (0,031)
Omvang	805	-0,038* (0,016)	0,010 (0,013)	-0,016** (0,007)
R&D	805	0,066 (0,271)	0,051 (0,146)	0,144 (0,114)
CAPEX	805	(0,104) (0,141)	0,071 (0,270)	0,006 (0,103)
Schuldratio	805	(0,009) (0,057)	0,009 (0,043)	0,025 (0,027)
Werkkapitaal	805	0,024 (0,047)	0,131*** (0,045)	0,063** (0,030)
Acquisities	805	0,076 (0,077)	-0,037 (0,076)	-0,043 (0,052)
MB ratio	805	0,016* (0,008)	0,016** (0,007)	0,008** (0,004)
Dividend	805	-0,021 (0,018)	-0,026 (0,026)	-0,026** (0,012)
Cashflow	805	0,025 (0,084)	-0,095 (0,078)	0,032 (0,051)
Cashflow vol	805	-0,363 (0,520)	0,914** (0,381)	0,177 (0,205)
Groei	805	0,160 (0,277)	0,001 (0,016)	0,006 (0,019)
Interest	805	-0,135 (0,199)	0,034 (0,287)	0,103 (0,354)

Standaarddeviaties staan tussen haakjes; *, ** en *** is significantie op 10%, 5%, respectievelijk 1%. Definities van de variabelen staan in Tabel 1. Alle variabelen zijn een jaar vertraagd. Vaste effecten zijn niet gerapporteerd.

De investeringen in werkkapitaal hebben in de loop der tijd wel meer invloed gekregen op het kasniveau. Het verwachte negatieve verband is niet aangetroffen, integendeel: het eerder niet-significante positieve verband is na de crisis goed zichtbaar geworden. Voor het onderhouden van het werkkapitaal is mogelijk onder-tussen eerder kasgeld dan schuld nodig. Daar kan een risicoperceptie achter zitten: werkkapitaal lijkt minder direct door banken gefinancierd te worden en meer indirect met bijvoorbeeld 'reverse factoring' constructies.⁶ Anders gezegd: bedrijven lijken bezig om op allerlei manieren met werkkapitaal en kasgeld hun liquiditeit te vergroten. De schuldratio valt in de modellen overigens weg, in lijn met wat Von Eije and Westerman (2011) vinden. Dividenduitkering heeft het verwachte negatieve effect op het kasniveau, wat bij opdeling in subperioden echter wegvalt. Opvallend is dat onzekerheid rondom kasstromen recent van belang is geworden. Meer onzekerheid \approx meer kas nodig. Hiermee lijkt een kernbevinding van dit onderzoek aangeraakt zijn, waar-over nu meer.

5. Conclusie

De gestelde vraag was: "Hoe heeft het niveau van het kasgeld zich bij Nederlandse bedrijven ontwikkeld en welke bedrijfsspecifieke invloeden zijn hierbij te onderkennen?" Het antwoord hierop is kortweg: "stabiel of licht opwaarts, bij meer risico". In lijn met eerder Nederlands onderzoek (Von Eije and Westerman 2011) kan het zijn, dat bedrijven met minder goede toegang tot financiële markten een hoger kasniveau moeten hanteren. Zij zien hun financiering aangetast en moeten uit voorzorg dus meer (gespreid) gaan sparen, vooral als ze hun werkkapitaal niet uit kunnen breiden en gevoelig voor veranderingen in cashflows zijn. Andere bedrijven kunnen minder angst over hun liquiditeit hebben en zullen het transactiemotief vooropstellen. Maar ook zij zijn terecht gekomen in een wereld waarin liquiditeit een grotere rol speelt dan voorheen.

Zoveel hoofden, zoveel zinnen. Als liquiditeitsbeheer echter traditioneel wordt begrepen als het beheer

van kasgelden en (complementair) werkkapitaal, kan gesteld worden dat het drie doelstellingen kent: 1) het verkrijgen en handhaven van toegang tot de geldmarkt, 2) het beschermen van het kortetermijnvermogen tegen financiële risico's en 3) het optimaliseren van de financiële logistiek. Opvallend is dat in sommige visies het tweede doel geen zelfstandige rol speelt, maar blijkens het bovenstaande van groot belang is geworden. Liquiditeitsbeheer ging vroeger over beheersing van kassaldo's en geldstromen, met een schuin oog op debiteuren, voorraden en mogelijk beleggingen en/of leningen. Liquiditeitsbeheer gaat nu echter over het beheersen van kortetermijnfinancieringsrisico's. Het is daarmee steeds meer een onderdeel geworden van financieel risicobeheer, in plaats van andersom zoals vroeger.

Voor onderzoekers liggen er nu veel wegen open. Ten opzichte van standaardonderzoek is het opvallend dat in de Nederlandse situatie het complementair werkkapitaal inderdaad complementair blijkt te zijn en het kasgeld niet substitueert. Dit vraagt om nader onderzoek. Alhoewel de rentevoet is verschrompeld en voorlopig een

niet-relevante factor lijkt te zijn, doet het financiële systeem er bij Nederlandse beursgenoteerde bedrijven vast wel toe: niet zozeer in kosten maar wel in risico. Het is dus nuttig om meer op aanbod en vraag in dit systeem in te zoomen en dit goed te bezien voor het specifieke Nederlandse financiële systeem. Daarnaast kan een landen- en/of regiovergelijking nuttig zijn, de auteur is hier op een deels afwijkende manier met anderen mee bezig. Verder is het nuttig om het kasbeheer en het werkkapitaalbeheer meer in onderlinge samenhang en wisselwerking te bestuderen.

In het bedrijfsleven heeft men al lang bedacht hoe er in de veranderde situatie gehandeld kan worden en dit ook toegepast tijdens bijvoorbeeld de Coronacrisis. Niettemin is het van belang om toch een paar aspecten te benadrukken. In aanvulling op algemene noties als het streven naar een coherent raamwerk en het vermijden van traditionele valkuilen zijn er een paar vuistregels uit dit onderzoek af te leiden: 1) stem de kasbehoefte af op ontwikkelingen in het werkkapitaal, 2) bewaak het risico rondom de eigen kasstroom en 3) bed het liquiditeitsbeheer in in het financieel risicobeheer.

-
- **Dr. W. (Wim) Westerman** is universitair docent bij de vakgroep economie, econometrie en financiering van de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Hij dankt Marc-Oliver Polten, Halit Gonenc en Michaela Kesina voor hun hulp bij de dataverzameling en de modellering. Eventueel resterende fouten en omissies komen uiteraard voor rekening van de auteur
-

Noten

1. Opler et al. (1999) gebruiken als indicator hiervoor het nettowerkkapitaal, in een specificatie die overeenkomt met wat in dit onderzoek als (complementair) werkkapitaal wordt aangeduid.
2. Von Eije and Westerman (2011) kijken niet naar onzekerheid op sectorniveau, maar doen dit op bedrijfsniveau. Specifieke risico's spelen dan een grotere rol.
3. Een kleine minderheid daarvan heeft een niet-Nederlands karakter en kan fiscaal gedreven zijn. Het gaat naar het lijkt om zo'n 10% van de observaties, waarbij vijf bedrijven er met meer dan vier waarnemingen uitspringen. Deze bedrijven met 65 observaties hebben over de onderzoeksperiode als geheel een relatief hoge kasratio van 14,3%.
4. Het onderzoek van Westerman and Von Eije (2011) beslaat de periode 1991 - 2009. De periode 2002 - 2009 krijgt daarbij speciale aandacht. Het onderzoek betreft 55 beursgenoteerde en (3.925) overige bedrijven.
5. Als nieuwkomers in de 2010–2018 populatie buiten beschouwing worden gelaten, overigens conform een analyse van Von Eije and Westerman (2011), is de cash ratio zelfs gedaald naar 10,2%, vergelijkbaar met de gehele periode tijdens het eerdere onderzoek (9,7%). Zie ook wat is opgemerkt onder noot 3.
6. Bij reverse factoring verkrijgt de crediteur krediet van de bank op basis van de kredietwaardigheid van de debiteur. Kredietvoorwaarden kunnen daardoor versoepelen.

Literatuur

- Bates TW, Kahle KM, Stulz RM (2009) Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance* 64(5): 1985–2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Graham JR, Leary MT (2018) The evolution of corporate cash. *The Review of Financial Studies* 31(11): 4288–4344. <https://doi.org/10.1111/jacf.12316>
- Iskandar-Datta ME, Jia Y (2012) Cross-country analysis of secular cash trends. *Journal of Banking & Finance* 36(3): 898–912. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.003>
- Keynes JM (1936; editie 1976) *The general theory of employment, interest and money*. The Royal Economic Society (London).

- Loudermilk MS (2007) Estimation of fractional dependent variables in dynamic panel data models with an application to firm dividend policy. *Journal of Business & Economic Statistics* 25: 462–472. <https://doi.org/10.1198/073500107000000098>
- Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R (1999) The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52(1): 3–46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Pinkowitz L, Stulz RM, Williamson, R (2013) Is there a US high cash holdings puzzle after the financial crisis? Fisher College of Business working paper 2013–03. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2253943>
- Pinkowitz L, Stulz RM, Williamson R (2016) Do US firms hold more cash than foreign firms do? *The Review of Financial Studies* 29(2): 309–348. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv064>
- Stone A-L, Gup BE (2015) Do business cycles influence corporate cash holdings? (15 april). <https://ssrn.com/abstract=2594332>
- Von Eije H, Westerman W (2011) Determinanten van de kaspercentages in Nederlandse bedrijven. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 86(9): 445–453. <https://doi.org/10.5117/mab.85.21901>