

DE BETEKENIS VAN PRIJSWIJZIGINGEN VOOR RENTABILITEIT EN VERMOGENSKOSTEN

door Dr. N. L. Ruizendaal

I. Inleiding

Het aantal publikaties dat in de loop van de tijd in Nederland over het waarde- en winstvraagstuk is verschenen, is legio. Dikwijls bevatten zij een nieuwe variant op reeds eerder ontwikkelde gedachten. Vele van deze publikaties gaven aanleiding tot uitvoerige gedachtenwisselingen, die de auteurs echter niet tot een eensluidende mening hebben gebracht. Men mag het zo stellen: er zijn verschillende theoretische grondslagen voor de winstbepaling. Ook in de praktijk worden tal van winstbegrippen gevolgd die dikwijls een variant zijn van theoretisch gefundeerde grondslagen. De diverse jaarverslagen vormen hiervan een bewijs.

Minder aandacht is in Nederland gegeven aan de vaststelling van de vermogenskosten. Het zijn vooral auteurs in de Verenigde Staten geweest die op dit gebied een grote activiteit hebben ontplooid. Maar ook deze auteurs zijn niet tot een eensluidende mening gekomen. Wel kan men stellen dat er in de literatuur over de vaststelling van de vermogenskosten twee stromingen zijn te onderkennen. Sterk vereenvoudigd zijn deze als volgt.

Eén stroming meent dat men voor de vaststelling van de kosten van het eigen vermogen dient uit te gaan van de winst/koersverhouding. Stel de nettowinst per aandeel van f 100 bedraagt f 20 en de beurskoers f 200 per aandeel. De kosten van het eigen vermogen bedragen dan - volgens aanhangers van deze stroming - $20/200 \times 100\% = 10\%$. De andere stroming is de opvatting toegedaan dat men dient uit te gaan van de „opportunity-costs” van het eigen vermogen. De „opportunity-costs” kan men vaststellen door na te gaan welke rentabiliteit zou worden verkregen indien men het eigen vermogen van een onderneming op een andere wijze belegt, bijvoorbeeld in een portefeuille van effecten die hetzelfde risicobeeld vertoont als de onderneming zelf.

Voor beleidsbeslissingen binnen de onderneming worden dikwijls rentabiliteit (winst als percentage van het vermogensbeslag) en vermogenskosten tegenover elkaar gesteld. Zoals bekend, vervullen de vermogenskosten de functie van de minimale rentabiliteit. Is de rentabiliteit van een onderneming of van bepaalde harer activiteiten lager dan de vermogenskosten - en is er geen uitzicht op verbetering - dan is het opstellen van een liquidatieplan voor deze onderneming (of voor bepaalde activiteiten) noodzakelijk. Ook voor de vaststelling van het investeringsplan van een onderneming spelen de vermogenskosten een centrale rol. Zo wordt ook bij de besturing van de onderneming meer en meer gebruik gemaakt van wiskundige modellen waarin veelal de factoren winst en vermogenskosten zijn opgenomen.

Voor het nemen van juiste beslissingen is het noodzakelijk dat rentabiliteit en vermogenskosten als vergelijkbare grootheden worden opgesteld. Voor zover kan worden nagegaan, is in de literatuur nog geen aandacht aan dit vraagstuk gegeven. Dit komt waarschijnlijk doordat degenen die zich actief

bezighouden met de problematiek rond kostprijzen en resultaten zich minder of in het geheel niet verdiepen in het vraagstuk der vermogenskosten.

In dit artikel wordt aangegeven hoe rentabiliteit (winst als percentage van het vermogensbeslag) en vermogenskosten op een vergelijkbare basis kunnen worden gebracht. Hiertoe zullen de begrippen waarde, winst, rentabiliteit en vermogenskosten als verbindingsschakels tussen de activa en passiva van de onderneming worden geplaatst. Het zal duidelijk zijn dat wij hierbij in het kader van een artikel beknopt moeten zijn. Het kan dan ook om niet meer gaan dan het weergeven van grondslagen. Wij vertrouwen dat dit niet tot misverstand aanleiding geeft.

II. Uitgangspunten

Zoals reeds is opgemerkt, zijn er verschillende theoretische grondslagen voor de winstbepaling en voor de vaststelling van de kosten van het eigen vermogen. Het is daarom van belang onze uitgangspunten nader te omlijnen.

In dit artikel wordt voor de winstbepaling de vervangingswaardegedachte gevolgd. Met name wordt ervan uitgegaan dat de materiële activa op vervangingswaarde worden gewaardeerd. Waardeveranderingen van produktiemiddelen dienen dan te leiden tot herwaarderingen. Alle herwaarderingen in opwaartse richting worden - aangezien zij geen kasmutatie inhouden - door ons in navolging van Koopmans¹⁾ quasi-investeringen genoemd. De tegenposten bij de passiva worden naar analogie hiervan betiteld als quasi-reserveringen. Herwaarderingen in neerwaartse richting kan men dan beschouwen als quasi-desinvesteringen met de overeenkomstige tegenposten quasi-dereserveringen.

De winst wordt berekend door de som van de verkoopopbrengsten te verminderen met de op basis van de vervangingswaarde berekende kostprijzen op de achtereenvolgende momenten van ruil van de verkochte goederen. Deze kostprijzen zijn berekend exclusief vermogenskosten.

Naast de winst dient ook de rentabiliteit te worden becijferd. Immers het is niet juist te kijken naar de winst zonder zich hierbij rekenschap te geven van het eigen vermogen waarmee deze winst is behaald. In dit artikel wordt ervan uitgegaan dat de berekening van het vermogen is gebaseerd op de vervangingswaarde van de produktiemiddelen.

De kosten van het eigen vermogen worden berekend op basis van de winst/koersverhouding. De winst is ontleend aan de jaarrekening opgesteld op basis van de vervangingswaarde zoals hierboven aangegeven. In dit artikel stellen wij de kosten van het eigen vermogen op 10% na belasting.

Bij de verdere uitwerking zal worden gewezen op het handhaven van de optimale financiële structuur. Deze structuur kan worden omschreven als het optimale geheel van relaties tussen de collectiviteit van de activa in de onderneming en de opbouw van het vermogen dat in deze activa belichaming heeft gevonden.²⁾ Onder deze relaties bevinden zich onder meer de nominale acti-

¹⁾ Voor een verdere uiteenzetting verwijzen wij naar: Koopmans, J. G.; „De budgetvergelijking als schakel tussen micro- en macro-economie”. Haarlem, 1955.

²⁾ Vergelijk: „De optimale financiële structuur” door A. I. Diepenhorst en H. Willems. Verschenen in „Kernproblemen der bedrijfseconomie”. Amsterdam/Brussel 1966.

va en de verhouding eigen en vreemd vermogen. Wanneer prijzen van goederen en diensten zich wijzigen, treden er - bij handhaving van de optimale financiële structuur - een tweetal effecten op.

a. Bij stijgende prijzen zal - ter handhaving van optimale verhoudingen - de omvang van de nominale activa dienen te worden vergroot. In de literatuur noemt men dit een financieringsnadeel. Prijsdaling heeft een tegengesteld effect.

b. Bij stijgende prijzen zal het eigen vermogen toenemen. Het vreemde vermogen dient dan - ter handhaving van de optimale financiële structuur - evenzo te worden vergroot. In de literatuur noemt men dit een financieringsvoordeel. Prijsdaling heeft ook hier een tegengesteld effect.

In de volgende paragraaf zal het vorenstaande met voorbeelden worden toegelicht.

III. Waarde, winst, rentabiliteit en vermogenskosten

In de in deze paragraaf gegeven voorbeelden wordt ervan uitgegaan dat:

a. het fiscaal is toegestaan de verschuldigde winstbelasting te berekenen op basis van de vervangingswaarde;

b. de uit afschrijving beschikbaar komende middelen onmiddellijk worden aangewend voor vervangingsinvesteringen, zodat de voorraad produktiemiddelen constant van omvang is.

In paragraaf IV en V zal op de betekenis van de veronderstellingen a. en b. nader worden ingegaan. In sectie A van deze paragraaf wordt er daarbij van uitgegaan dat een onderneming geheel met eigen vermogen is gefinancierd. In sectie B baseren wij ons op een onderneming gefinancierd met gedeeltelijk eigen en gedeeltelijk vreemd vermogen.

A. Ondernemingen volledig gefinancierd met eigen vermogen

Hieronder is in schema I een drieluik getekend, waarop een balans aan het einde van het jaar en winst- en verliesrekening over dat jaar zijn weergegeven. Op het middenluik staan de passiva, op het linkergedeelte de activa en op het rechtergedeelte de winst- en verliesrekening. Naast cijfers betrekking hebbend op een situatie met een stabiel prijsniveau is ook de situatie bij een inflatie van 5% per jaar aangegeven. De verhoudingen in het balansbeeld zonder inflatie worden geacht de verhoudingen bij een optimale financiële structuur te zijn.

Schema I
In duizenden gulden

Activa			Passiva			Winst- en Verliesrekening		
	0% inflatie	5% inflatie		0% inflatie	5% inflatie		0% inflatie	5% inflatie
Nominale activa	1.000	1.050	Eigen vermogen	8.000	8.050	Omzet	30.000	31.500
Productie-middelen	7.000	7.000	Quasi-reservering	—	350	./. Afschrijvingen	700	735
Quasi-investering	—	350				./. Overige kosten	27.700	29.085
						Winst voor belastingen	1.600	1.680
						./. Belastingen (50%)	800	840
Totaal	8.000	8.400		8.000	8.400	Winst na belastingen	800	840

$$\text{Rentabiliteit met 0\% inflatie} = \frac{800}{8.000} \times 100\% = 10\%$$

$$\text{Rentabiliteit met 5\% inflatie} = \frac{840}{8.400} \times 100\% = 10\%$$

De netto nominale activa (kas plus debiteuren minus crediteuren) zijn - ter handhaving van de continuïteit - in de situatie van inflatie 50 duizend gulden hoger dan in vergelijking met de toestand bij een stabiel prijsniveau. De financiering van de desbetreffende 50 duizend gulden is verondersteld te zijn verkregen door winstinhouding. De overige winst is uitgekeerd.

Voor de situatie van 5% inflatie per jaar is de daardoor optredende waardestijging van produktiemiddelen tot uitdrukking gebracht door een quasi-investering van 350 duizend gulden op te nemen. Onder de passiva is daarom een quasi-reservering ter grootte van eveneens 350 duizend gulden opgenomen. Het totaal vastgelegde vermogen neemt - uitsluitend door inflatie - toe met de stijging van de vervangingswaarde van de materiële produktiemiddelen.

Ook voor de winst- en verliesrekening is de vervangingswaardegedachte gevolgd. De afschrijvingen zijn namelijk op vervangingswaarde gebaseerd, zodat de winst na belastingen geen element van schijnwinst bevat. In de situatie van 5% inflatie per jaar is de winst - ceteris paribus - 40 duizend gulden hoger dan zonder deze inflatie. Maar ook het vastgelegde vermogen neemt bij een inflatoire ontwikkeling toe. In ons voorbeeld is deze toeneming 400 duizend gulden. Dit impliceert dat de rentabiliteit van de onderneming in schema I met en zonder inflatie 10% bedraagt.

De 10% rentabiliteit kan voor een situatie zonder inflatie worden vergeleken met de vermogenskosten (eveneens 10%), aangezien het vergelijkbare grootheden zijn. Hetzelfde kan niet worden gezegd voor een situatie met inflatie. Immers de continuïteit (bij optimale verhoudingen) kon alleen worden gehandhaafd door uitbreiding van de omvang van de nominale activa met 50 duizend gulden. De inhouding van 50 duizend gulden om de continuïteit te handhaven noemen wij quasi-vermogenskosten en het maakt 0,6% van het vermogen uit. De rentabiliteit van 10% dient daarom te worden gesteld te

genover 10,6% vermogenskosten, derhalve inclusief quasi-vermogenskosten. Pas dan heeft men vergelijkbare grootheden. Men kan dan concluderen dat de rentabiliteit in het laatste geval met 0,6% tekort schiet.

Men zou ook de redenering kunnen volgen dat men bij inflatie niet met quasi-vermogenskosten moet rekenen, maar met een lagere winst. In deze gedachtengang dient de ingehouden 50 duizend gulden niet als winst te worden gezien maar als kosten. Volgt men dit standpunt, dan is de rentabiliteit in de situatie met inflatie geen 10% maar 9,4%. Deze 9,4% is dan vergelijkbaar met de 10% vermogenskosten. De conclusie is ook nu weer dat de rentabiliteit 0,6% tekort schiet.

B. Ondernemingen gedeeltelijk gefinancierd met vreemd vermogen

In sectie A. van deze paragraaf is ervan uitgegaan dat de activa geheel gefinancierd waren met eigen vermogen. Een dergelijke financieringsfiguur is meer uitzondering dan regel. In deze sectie gaan wij ervan uit dat een onderneming gedeeltelijk met vreemd vermogen is gefinancierd. Ter toelichting met een cijfervoorbeeld zijn in schema II weer de activa, passiva en de winsten verliesrekening van een onderneming getoond, eenmaal met- en eenmaal zonder inflatoire ontwikkeling. Ook nu weer worden de verhoudingen in het balansbeeld zonder inflatie geacht de verhoudingen bij een optimale financiële structuur te zijn.

Schema II
In duizenden gulden

	Activa		Passiva		Winst- en Verliesrekening			
	0% inflatie	5% inflatie	0% inflatie	5% inflatie		0% inflatie	5% inflatie	
Nominale activa	1.000	1.050	Eigen vermogen	4.000	4.025	Omzet	30.000	31.500
Productiemiddelen	7.000	7.000	Bankkrediet à 10%	—	25	./. Afschrijvingen	700	735
Quasi-investering	—	350	Quasi-reservering	—	175	./. Overige kosten	27.900	29.295
			Lening à 10%	4.000	4.175	./. Rente	400	420
Totaal	8.000	8.400		8.000	8.400	Winst voor belastingen	1.000	1.050
						./. Belastingen (50%)	500	525
						Winst na belastingen	500	525

Rentabiliteit met 0% inflatie $\frac{500}{4.000} \times 100\% = 12,5\%$

Rentabiliteit met 5% inflatie $\frac{525}{4.200} \times 100\% = 12,5\%$

De nominale activa zijn in de situatie van inflatie weer 50 duizend gulden hoger in vergelijking met een stabiel prijsniveau. De financiering van deze stijging is verondersteld te zijn verricht met 25 duizend gulden bankkrediet en 25 duizend gulden winstinhouding. De optimale financiële structuur is derhalve niet aangetast. Immers de verhouding eigen en vreemd vermogen was 1 : 1 en is na aantrekking van de 25 duizend gulden vreemd vermogen

1 : 1 gebleven. De quasi-investering ter grootte van 350 duizend gulden brengt ook nu weer een quasi-reservering van dezelfde omvang met zich mee. Hierdoor wordt de verhouding eigen en vreemd vermogen 1,1 : 1. Zie onderstaande vereenvoudigde tabel.

Schema III
In duizenden gulden

<i>Activa</i>			<i>Passiva</i>		
	<i>0% inflatie</i>	<i>5% inflatie</i>		<i>0% inflatie</i>	<i>5% inflatie</i>
Nominale activa	1.000	1.050	Eigen vermogen	4.000	4.025
Produktiemiddelen	7.000	7.000	Bankkrediet à 10%	—	25
Quasi-investering	—	350	Quasi-reservering	—	350
			Lening à 10%	4.000	4.000
	8.000	8.400		8.000	8.400

Zonder inflatie: verhouding eigen en vreemd vermogen $4.000 : 4.000 = 1 : 1$
Met inflatie: verhouding eigen en vreemd vermogen $4.375 : 4.025 = 1,1 : 1$

Om de optimale financiële structuur te herstellen dient het vreemde vermogen met 175 duizend gulden te worden vergroot (dit is in schema II tot uitdrukking gebracht) en aan de verstrekkers van eigen vermogen een even groot bedrag te worden gegeven.³⁾ Blijft dit laatste achterwege, dan veroorzaakt men een over-liquiditeit, hetgeen de optimale verhouding zou verstoren.

De winst- en verliesrekening volgt hetzelfde patroon als in schema I tot uitdrukking komt, behoudens het rente-element. De rentekosten verbonden aan financiering met vreemd vermogen zijn in de winst- en verliesrekening opgenomen. De winst na belastingen kan dan ook alleen aan het eigen vermogen worden gerelateerd. De rentabiliteit blijkt dan 12,5% van het eigen vermogen te zijn en is gelijk voor een situatie met of zonder inflatie.

Nu de vermogenskosten. Voor een situatie zonder inflatie zijn deze kosten vergelijkbaar met de berekende rentabiliteit van 12,5%. Voor de situatie met inflatie zijn tweemaal aanpassingen nodig. De ene betreft de herziening voor de 25 duizend gulden ingehouden winst om (onder optimale condities) de continuïteit te handhaven. Deze 25 duizend gulden is 0,6% van het eigen vermogen. De andere herziening betreft de 175 duizend gulden financieringswinst die aan de verstrekkers van het eigen vermogen is doorgeschoven om de optimale financiële structuur te behouden. Deze 175 duizend gulden maakt 4,2% van het eigen vermogen uit.

Indien de vermogenskosten weer worden gesteld op 10%, bedragen de totale vermogenskosten (derhalve na bijtelling van 0,6% quasi-vermogens-

³⁾ Opgemerkt kan worden dat als gevolg van inflatie mogelijk een andere financiële structuur wordt gekozen. Een uitweiding hierover gaat te ver voor het doel van dit artikel. Zie hiertoe ons artikel „De financiering bij de Nederlandse ondernemingen sinds 1921”, verschenen in de bundel „Tot de orde geroepen”. Deventer 1967.

kosten en aftrek van 4,2% quasi-vermogenswinst) 6,4%. Men mag dan concluderen dat in deze situatie de rentabiliteit 6,1% boven de vermogenskosten ligt.

Ook nu zou men de redenering kunnen volgen dat men in een inflatoire situatie niet met quasi-vermogenskosten en quasi-vermogenswinst moet rekenen, maar met een andere winst. Dit zou dan inhouden het opnemen van de genoemde 25 duizend gulden financieringsverlies en de 175 duizend gulden financieringswinst in de verlies- en winstrekening. Doet men dit, dan laat zich een rentabiliteit berekenen van 16,1%. De conclusie blijft dan dat de rentabiliteit ($16,1\% - 10\% =$) 6,1% boven de kosten van het vermogen liggen.

IV. Fiscus en waardeveranderingen

In de berekeningen die in de voorafgaande paragraaf als toelichting zijn gegeven is er tot nu toe eenvoudigheidshalve van uitgegaan dat het fiscaal is toegestaan de verschuldigde belastingen te berekenen op basis van de vervangingswaarde. In Nederland en de meeste andere landen is dit niet toegelaten maar dienen de afschrijvingen voor de fiscale winstberekening op de historische aanschaffingswaarde te worden gebaseerd. Zulks heeft een tweeledig effect.

Indien de berekening van de belastingdruk dient te worden gebaseerd op historische uitgaafprijzen, dan impliceert dit bij een stijgend prijsniveau een hogere belasting op de bedrijfseconomische winst. De berekening van de winst - rekening houdend met de „gulden”-regel - levert geen bijzondere problemen op, zodat een uitweiding achterwege kan blijven. Het effect van inflatie op de belastingdruk treedt op ongeacht de financiële structuur van de onderneming.

Tegen een opwaardering, dus een quasi-investering, staat niet een volledige quasi-reservering indien het niet is toegestaan de verschuldigde belastingen te berekenen op basis van de vervangingswaarde. Immers indien een opwaardering fiscaal niet wordt erkend, ontstaat een latente belastingverplichting.

Bijvoorbeeld als een opwaardering 350 duizend gulden bedraagt en het winstbelastingpercentage is 50, dan dient onder de passiva te worden opgenomen:

quasi-reservering	175 duizend gulden
latente belastingverplichting	175 duizend gulden.

In het onderstaande schema is dit tot uitdrukking gebracht.

Schema IV
In duizenden gulden

Activa			Passiva			Winst- en verliesrekening		
	0% inflatie	5% inflatie		0% inflatie	5% inflatie		0% inflatie	5% inflatie
Nominale activa	1.000	1.050	Eigen vermogen	4.000	4.025	Omzet	30.000	30.000
Productiemiddelen	7.000	7.000	Bankkrediet à 10%	—	25	./. Afschrijvingen	700	735
Quasi-investering	—	350	Quasi-reservering	—	175	./. Overige kosten	27.900	29.295
			Latente belastingverplichtingen	—	175	./. Rente	400	420
			Lening à 10%	4.000	4.000	Winst voor belastingen	1.000	1.050
Totaal	8.000	8.400		8.000	8.400	./. Belastingen (50%)	500	542
						Winst na belastingen	500	508

Rentabiliteit met 0% inflatie $\frac{500}{4.000} \times 100\% = 12,5\%$

Rentabiliteit met 5% inflatie $\frac{508}{4.200} \times 100\% = 12,1\%$

Het behoeft geen nader betoog dat een latente belastingverplichting het karakter heeft van vreemd vermogen.⁴⁾ Men kan de vraag stellen of de latente belastingverplichting voor de nominale waarde of voor de contante waarde moet worden opgenomen. Hierover bestaat geen eensluidende mening. Dit blijkt uit het preadvies en de daarop volgende discussies over het onderwerp „Belastingen naar de winst in de jaarrekening”.⁵⁾ In dit artikel is de nominale waarde opgenomen. Dit heeft het voordeel dat bij het verbruik der werkeenheden opgesloten in duurzame produktiemiddelen een adequaat deel van de latente belastingverplichting wordt gedebiteerd. In het voorbeeld van schema IV is dit 17,5 duizend gulden, aangezien de afschrijvingen 10% per jaar bedragen. Om de optimale financieringsstructuur te handhaven dient een even groot bedrag aan vreemde middelen te worden aangetrokken. Dit houdt dan in dat aan de verstrekkers van eigen vermogen 17,5 duizend gulden dient te worden doorgeschoven.

Tot nu toe is nog niet afzonderlijk aandacht besteed aan waardeinstijgingen van de voorraad. Deze waardeinstijgingen brengen ook weer een quasi-reservering en een latente belastingverplichting met zich mee. Er is derhalve geen principieel verschil met de waardeinstijgingen van vaste activa. Afwijkend is het „vrijvallen” van de latente belastingverplichting wanneer het zogenaamde

⁴⁾ Hoefnagels, W. L. G. S., „De invloed van fiscale afschrijvingen en investeringsaftrek op financiering, rentabiliteit en kostprijs”. Leiden 1961. Hoofdstuk II.

⁵⁾ Preadvies van J. Kooiman, besproken op de voorjaarsconferentie 1967 van het NivRA. (Zie: De Accountant, maandblad van de orde Nederlands Instituut van Registeraccountants, nummer 2.)

„ijzeren-voorraadstelsel” mag worden toegepast. In dit geval blijft de „latente belastingverplichting” ceteris paribus gehandhaafd.

V. Investerings- en afschrijvingen

Een van de uitgangspunten in paragraaf III was dat de uit afschrijving beschikbaar komende middelen onmiddellijk voor vervangingsinvesteringen werden aangewend. Dit impliceerde dat uit dien hoofde de activa in de nominale sfeer geen wijzigingen ondergingen. Het is zeer wel mogelijk dat de investeringen geringer zijn dan de uit afschrijving beschikbaar komende middelen.

Deze middelen kunnen diverse toepassingen krijgen:

(i) aflossing van vreemd vermogen en inkoop van eigen aandelen in een zodanige verhouding dat de optimale financieringsstructuur gehandhaafd blijft. Er ontstaat dan geen financieringsnadeel.

(ii) belegging in waardepapieren in de substantiële sfeer. Inflatie kan de waarde van deze belegging doen stijgen en deze waardeverandering is in onze terminologie een quasi-belegging. Zolang de waardeveranderingen van deze quasi-belegging gelijke tred houden met de waardeveranderingen van produktiemiddelen in de eigen onderneming, ontstaat geen financieringsnadeel.

Vorenstaande mogelijkheden zijn niet zinvol indien de over-liquiditeit van beperkte duur is. Tijdelijke uitzetting van overtollige middelen bij het bankwezen is dan veelal de oplossing. Het betoog over de betekenis van activa in de nominale sfeer is dan van toepassing.

VI. Algemene en specifieke prijswijzigingen

Tot nu toe is gesproken over het effect van een *algemene prijsstijging (inflatie)* op rentabiliteit en vermogenskosten. Het tegengestelde geldt voor een *algemene daling van het prijsniveau (deflatie)*. Een nadere uitwerking van dit gestelde zou binnen het kader van dit artikel te ver gaan.

Naast algemene prijswijzigingen zijn er relatieve ofwel specifieke prijsveranderingen. Deze situatie is actueel wanneer de prijzen van produktiemiddelen een verloop vertonen dat afwijkt van de ontwikkeling van het algemene prijsniveau. Ook in dit geval kan men herwaarderingen in opwaartse richting beschouwen als een quasi-investering en in neerwaartse richting als een quasi-desinvestering. Het vorenstaande betoog ondergaat hierdoor geen wijziging.

Echter men is zich niet steeds voldoende ervan bewust dat specifieke prijsveranderingen invloed uitoefenen op de omvang van de nominale activa. Dit treedt vooral op de voorgrond bij bedrijfstakken die grondstoffenintensief zijn. De prijsbeweging van grondstoffen verloopt veelal afwijkend van die van het algemene prijsniveau.

De wijziging in de omvang van de nominale activa (kas plus debiteuren minus crediteuren) loopt daarom ook niet parallel met de inflatie, maar wordt mede beïnvloed door specifieke prijsveranderingen. Indien een onder-

neming met specifieke prijsbewegingen wordt geconfronteerd, dan dient de invloed die deze hebben op de nominale activa bij de berekening van de vermogenskosten in aanmerking te worden genomen.

VII. Different costs of capital for different profit concepts

Er zijn auteurs die de financieringsvoor- en -nadelen in de winstberekening willen opnemen. Hiermede dient dan rekening te worden gehouden bij de berekening van de vermogenskosten. Nog zeer recent heeft Van der Schroeff⁶⁾ het vraagstuk van de koopkrachtverheveling aan de orde gesteld. Hij is er daarbij een voorstander van, het effect van de koopkrachtverheveling in de winstbepaling op te nemen. Van der Schroeff doet dit door inhaalafschrijvingen als verlies *en* het financieringsvoordeel als winst in de resultatenrekening op te nemen.

Indien men het standpunt van Van der Schroeff wil volgen, is ook nog een aanpassing van de vermogenskosten vereist. Immers hij stelt voor, inhaalafschrijving toe te passen om de voor de verbruikte werkeenheden bestaande vervangingsverplichting te kunnen nakomen.⁷⁾ Derhalve richt Van der Schroeff zich op dat deel van de nominale activa dat wordt aangehouden voor de vervangingsverplichting. (In zijn voorbeelden spreekt hij van vrijgekomen middelen.) Dit impliceert dat voor de overige nominale activa de vermogenskosten alsnog dienen te worden aangepast.

Men kan zich afvragen of onze uiteenzetting gelijk is aan de toepassing van de vervangingswaardetheorie zoals Goudekets⁸⁾ die voor ogen stond. In Goudekets „An application of replacement value theory” wordt namelijk de winst of het verlies van koopkracht in nominale activa minus het vreemde vermogen in de verlies- en winstrekening opgenomen. De invloed van specifieke prijsbewegingen op de nominale activa en het vreemde vermogen blijft hierdoor buiten schot. Dit houdt in dat voor deze invloed de vermogenskosten dienen te worden aangepast.

Zoals in de inleiding is opgemerkt, zijn er tal van winstbegrippen. Essentieel is dat men de vermogenskosten op vergelijkbare basis opstelt. Alleen indien de vermogenskosten worden afgestemd op het winstbegrip of omgekeerd, kan een evenwichtige ontwikkeling van de onderneming rondom het optimum worden bevorderd.

Vandaar de uitspraak „different costs of capital for different profit concepts”.

⁶⁾ Schroeff, H. J. van der, „Winstbepaling en financieringsstructuur”. Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde. Februari 1969.

⁷⁾ Schroeff, H. J. van der, „Winstbepaling en financieringsstructuur”. Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde. Februari 1969. Blz. 53.

⁸⁾ Goudekets, A., „An application of replacement value theory”. Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde 1960. Blz. 349.