

## VAN DE REDACTIE

Tot ons leedwezen ziet de Heer Ch. Hageman zich, in verband met zijn overige werkzaamheden, genoodzaakt af te treden als mede-redacteur van de rubriek: „uit het Buitenland”.

De Heer Hageman heeft gedurende een reeks van jaren met grote bekwaamheid deze taak vervuld. In October 1931 trad hij tot de redactie van de rubriek „uit het Buitenland” toe. Wij zeggen hem dank voor zijn medewerking.

Tot ons genoegen hebben wij Drs L. J. M. Roozen bereid gevonden om de opengevallen plaats in te nemen. Wij heten hem gaarne welkom.

---

## DE PRIJSSTIJGING EN HAAR INVLOED OP DE FINANCIERING

*door Prof. Dr. P. P. van Berkum*

De financiële structuur van onze ondernemingen was, na de voltooiing der in de depressieperiode noodzakelijk geworden reorganisaties in het algemeen vóór 1940 gezond. „Gezond” in zoverre de kapitaalcijfers verhoudingen tot de goederensector vastlegden, waaruit, goede en slechte jaren dooreengenomen, opbrengsten konden worden afgeleid, welke reële winstmogelijkheden op het kapitaal in het uitzicht stelden. Dit evenwicht is thans in vele gevallen verbroken. Het vermogen der ondernemingen is niet meer op de oude voet tot dezelfde prestatie in staat. Uiterlijk schijnt het tegendeel het geval, maar hier dreigen wij in de bekende geld-illusie verstrikt te raken. Uiterlijk gaat alles nog goed. De jaarverslagen, die thans gepubliceerd worden, vermelden in vele gevallen een krachtige opleving. Het verlies van de laatste oorlogsjaren werd, hoe omvangrijk soms, in betrekkelijk korte tijd weggewerkt uit de winsten, die men heette te maken. In enkele gevallen ging men zelfs nog sneller te werk door de opgelopen verliezen uit een opwaartse herwaardering van het vaste actief te delgen om daarna direct de dividendbetaling te hervatten. Bij dit alles hebben zich de beurskoersen door een stijgende beweging aangesloten.

Het is niet gemakkelijk het ongezone van de huidige situatie in korte trekken weer te geven, aangezien vele onzekere factoren, met name die van het toekomstige prijsverloop, niet zijn te overzien. Klaarblijkelijk schijnt men door de achteruitgegane koopkracht van het geld en de daarmee verband houdende sterk gestegen geldomzetten de financiële moeilijkheden, welke na de oorlog werden gevreesd, te hebben omzeild. Dit is echter maar schijn. Naarmate toch het volume der zaken zich uitbreidt zullen de eisen, welke de financiering stelt, snel stijgen. Zij zullen wegens de enorme prijsstijging van grondstoffen, arbeidsprestaties en outillage veel hoger zijn dan vóór de oorlog.

Men mag over het algemeen niet aannemen, dat de middelen hiertoe in de ondernemingen nog aanwezig zijn, want dit zou doen veronderstellen, dat de liquidatie van productiecapaciteit in de oorlogsjaren op voet van de thans voor heropbouw dezer capaciteit geldende vervangingsprijzen werd bewerkstelligd.

Wil men tot deze vergrote financiering in staat zijn en daarbij gezonde normen in acht nemen, dan zal uitgaande van het tegenwoordige prijspeil na kortere of langere tijd het merendeel der ondernemingen tot uitbreiding van het kapitaal moeten overgaan. Aanvankelijk zal nog getracht worden de onvermijdelijke spanningen in de bedrijfsfinanciering door middel van bankcrediet op te vangen. Inderdaad ziet men een ontwikkeling in deze richting. Zonder ons in te laten met de vraag, in hoe-

verre de banken, in verband met hun bijna geheel door de financiering van de schatkistbehoefte in beslag genomen credietcapaciteit, aan de particuliere credietvraag kunnen voldoen, noch acht slaand op mogelijke verscherping der bestaande credietcontrôle der centrale bank, is men geneigd de gezondheid van een dergelijke credietverlening ernstig in twijfel te trekken. Het laat zich immers aanzien, dat het merendeel van zulke credieten gebruikt zal worden om de basis-voorraadposities van de ondernemingen weer op te bouwen. Het strookt echter in genen dele met de beginselen van goede bankpolitiek voor dergelijke in wezen vast geïnvesteerde vermogenscomponenten crediet te fourneren. Op grond van hun bijzondere gevoeligheid voor liquiditeitsverstoringen moeten de banken zich houden aan de eis, dat hun credietverlening niet slechts naar de vorm, maar ook in wezen kortlopend is. In de tegenwoordige omstandigheden geldt deze regel in nog hogere mate, nu, volgend op een inflatoire ontwikkeling, de eventualiteit van een omkeer in de prijzen in de naaste toekomst niet onwaarschijnlijk mag heten. Als zij de hier veroordeelde weg zouden inslaan, moeten de banken bij een prijsdaling direct in moeilijkheden geraken. Er is dus alle reden vast te houden aan het beproefde bedrijfseconomische beginsel, hetwelk voorschrijft, de vaste kern van de in het bedrijf circulerende vermogensbestanddelen en in nog stelliger zin — zij het met voorbehoud van speciale gevallen, waarin langlopend crediet een rationele oplossing geeft — het complex van langdurige gebruiksactiva, geheel met eigen kapitaal te financieren.

De fouten in de financiering wegens afwijking van regels als de hiergenoemde, mogen evenwel, hoezeer zij op zichzelf de bron van moeilijkheden kunnen worden, de aandacht niet aftrekken van de cardinale kwestie, dat thans veelal nieuw kapitaal nodig is zonder dat een uitbreiding van de basis der productie en een verhoogde blijvende winstgevendheid in het spel zijn. Terugwinning van het oude, zij meer gemoderniseerde en weer van voorraden voorziene bedrijf komt allereerst in aanmerking.

Hieruit blijkt wel duidelijk, dat het bezit en de kapitaalkracht van de onderneming geen gelijke tred hebben gehouden met de op vervangings- of reproductiebasis berekende kosten van het oude productieapparaat. Moge met een vergroot kapitaal ook thans nog een behoorlijk rendement worden behaald, dit neemt niet weg, dat het bestaande kapitaal in een economisch ongunstiger verhouding tot de blijvende winstbronnen is komen te staan. De door de oorlog algemeen teweeg gebrachte verarming heeft deze ontwikkeling veroorzaakt en in zoverre kan moeilijk van enig verwijt aan de ondernemingen sprake zijn.

Wij stellen dus voorop, dat de bij de ondernemingen beschikbare kapitaalkracht nog slechts voor een gedeelte van de vroegere omvang der zaken in haar functie kan voorzien. Hierdoor rijst, naast de vraag, hoe het ontbrekende kan worden aangevuld, de nog belangrijker kwestie, of de invloeden, welke het verstoorde evenwicht hebben veroorzaakt, voldoende zijn onderkend en in hun verder voortwoekeren doelmatig kunnen worden tegengegaan.

Indien de toevoer van nieuw kapitaal er in redelijke mate toe kan bijdragen het jarenlang aan desinvestering blootgestelde productie-apparaat weer op het oude peil te brengen, spreekt uiteraard de noodzakelijkheid sterker en ligt het ook meer voor de hand, dat de onderneming zich bij elke verkoop weer zoveel mogelijk op het eventueel gestegen prijsniveau gaat baseren. Wanneer, zoals in het jongste verleden, de instandhouding van de productiecapaciteit een fysieke onmogelijkheid is en men zich

bij anticipaties op toekomstige prijzen geheel in speculatieve beschouwingen moet begeven is uiteraard de mogelijkheid veel groter, dat de economisch juiste normen uit het oog worden verloren en middelen afvloeien, welke als kapitaal in de onderneming hadden moeten blijven. Hoewel dus geleidelijk de richting naar economisch beter aangepaste verhoudingen wordt ingeslagen dreigt nochtans bij de groep der z.g. vaste activa, waar vervanging ofwel wegens de bestaande achterstand in de levering thans nog onmogelijk is, ofwel, waar zij bij de bestaande topprijzen van nieuwe outillage wordt uitgesteld, een bestendinging van oude fouten op te treden. Veelvuldig ontmoeten wij het verschijnsel, dat de afschrijving als het ware op de oude voet wordt voortgezet, zonder dat daarbij van de ingetreden grote prijsstijging nota wordt genomen. Het duidelijk uit de reeds besproken financieringstekorten blijkende gevolg hiervan is, dat thans op aanmerkelijk groter schaal dan men zou vermoeden producenten op hun vermogensbezit verder interen.

Het onderhavige proces van intering en schijnwelvaart kan geruime tijd voortgaan zonder voldoende aandacht te trekken, zolang n.l. het mogelijk blijkt op redelijk voordelige voorwaarden de reële tekorten door crediet-opneming te dekken.

Tot op zekere hoogte kan geconstateerd worden, dat de toestand van bedekte achteruitgang symptomatisch is voor het na de oorlog in zwang gekomen stelsel van overheidsleiding op economisch gebied. Hierdoor toch, met name door de vigerende prijsbeheersings- en fiscale politiek, welke hardnekkig aan het irreële standpunt der historische kostprijscalculatie blijft vasthouden, wordt weliswaar bereikt, dat de uiterlijke verschijnselen ener inflationaire ontwikkeling zoveel mogelijk worden onderdrukt, maar daar staan economisch grote nadelen tegenover. Deze namelijk, dat ondernemers en staat onvoldoende de werkelijkheid op het punt van maatregelen tot instandhouding van het productieapparaat onder de ogen zien. Het wil ons dan ook voorkomen, dat de krachten, welke het reële evenwicht in de financiering verstoren, geenszins zijn uitgewerkt, maar integendeel hun werking blijven uitoefenen.

Het is bovendien noodzakelijk de vraagstukken, welke deze evenwichtverstoring oproept, niet alleen te bezien in het licht der tegenwoordige hoge prijzen, maar ook in dat van de waarschijnlijkheid van een eventuele prijsdaling.

Weinig ondernemingen kunnen zich beroemen op de zeer ruime bedrijfswinsten, welke de scheepvaartondernemingen in de afgelopen jaren hebben behaald. Zij werden hierdoor in staat gesteld hun reservepositie krachtig te versterken en konden daarnevens de nieuwe aanschaffingen direct tot op het prijzenpeil van vóór de oorlog afschrijven. Het zal weinig tegenspraak ontmoeten wanneer wij ervan uitgaan, dat die ondernemingen, welke hun financieel evenwicht zijn kwijtgeraakt en zich genoopt zagen de prijsstijgingsgolf, anders dan uit normale bedrijfsoverschotten, met nieuwe middelen te financieren, met betrekking tot een eventuele prijsdaling in een veel kwetsbaarder positie verkeren. Speciale reserves, waaruit de delging van vermogensverliezen kunnen worden opgevangen, zijn, doordat de voorafgegane waardeinstijgingen niet in een voor zodanige delging vatbare vorm in het bedrijf konden worden vastgehouden, doorgaans niet in voldoende omvang aanwezig. Het ligt dus voor de hand, dat de bestaande kapitalisatie de eventuele stoot zal moeten opvangen. Dit zal ten tijde der optredende verliezen betekenen, dat, ofwel jarenlang de uitdeling van winst wordt stopgezet tot het verlies is ingehaald, ofwel dat, ter vermindering van dit pijnlijke proces, de verliezen direct op het

kapitaal worden afgeboekt. Met zodanige eventualiteit voor ogen moet het verreweg de minst gevaarlijke oplossing worden genoemd, wanneer de aantrekking van het benodigde kapitaal geschiedt in de vorm van volledig risicodragend kapitaal, derhalve door uitgifte van aandelen. Het is daarom een gelukkige omstandigheid, dat zich onder het grote getal emissies van bedrijven, welke in de laatste tijd hun weg naar de kapitaalmarkt vonden, slechts een beperkt aantal obligatieleningen en een nog beperkter aantal preferente kapitaaluitgiften worden aangetroffen. De hoge belastingen stimuleren tot op zekere hoogte het aantrekken van obligatiekapitaal, aangezien de uit de leningen voortspruitende rentelast de belastbare winst vermindert. Maar zowel de vaste verplichtingen van obligaties als de semi-vaste van preferente aandelen hebben het nadeel, dat zij in aanzienlijke mate de kwetsbaarheid van de onderneming bij een intredende prijzending verhogen. Wij aarzelen dan ook niet het een gelukkige omstandigheid te noemen, dat bij het merendeel der industriële bedrijven deze thans niet verantwoorde financieringsvormen achterwege zijn gebleven.

Welke de verwickelingen ook mogen zijn, die in de naaste toekomst gevreesd moeten worden, het is een feit, dat de meeste ondernemingen de financiële situatie met optimisme blijven beoordelen. Ook afgezien hiervan is in de gegeven omstandigheden het aantrekken van nieuw kapitaal — voor zover interne financiering niet volstaat — een welhaast onontkoombare eis, weshalve nog een enkele opmerking over de techniek der financiering moge worden gemaakt.

Een gelukkige factor op dit gebied vormen de over het geheel *à la hausse* georiënteerde beurskoersen, welke het gemakkelijk maken de normale weg van een beroep op de kapitaalmarkt in te slaan. Hier doet zich evenwel een grote moeilijkheid voor bij die ondernemingen, welke om enigerlei reden — men denke aan de belangrijke groep van niet „beursrijp” zijnde kleine en middelgrote ondernemingen — zich de toegang tot dit kapitaalreservoir zien afgesloten. Hun enige mogelijkheid is, afgezien van herstelbank-crediet, dat hier buiten beschouwing kan blijven, aandelen in eigen kring te plaatsen. Indien alle oude aandeelhouders naar evenredigheid van hun aandelenbezit tot de emissie worden toegelaten, blijft hun positie geheel onveranderd en het doet er dan ook niet toe, welke koers bij de emissie wordt aangenomen. Dit laatste levert evenwel grote moeilijkheden op, wanneer in verband met de omvang van de kapitaalbehoefte op deelnemers buiten de kring van oude aandeelhouders een beroep moet worden gedaan. Gaat men ervan uit, dat bij vele der kleine vennootschappen de intrinsieke waarde van de aandelen, door de aanwezigheid van grote open en stille reserves, niet zelden een veelvoud van de parikoers uitmaakt, dan zou de uitgifte tegen een hoge koers moeten geschieden, hetgeen voor haar welslagen niet gewenst is. Men zoekt daarom naar andere oplossingen en bij gebreke van de bij grote vennootschappen toepasselijke claimuitgifte zou het het meest voor de hand liggen, alvorens nieuw kapitaal aan te trekken, eerst het bestaande kapitaal te herkapitaliseren, totdat de oude aandelen ongeveer *à pari* komen te staan. Hierdoor zouden de bezwaren tegen een lage emissiekoers weggenomen kunnen worden. Deze oplossing, welke wij verreweg als de meest rationele beschouwen, wordt echter onmogelijk gemaakt omdat de als bonus aan de aandeelhouders uit te keren boekwinst, welke bij herkapitalisatie ontstaat, als inkomen wordt belast.<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Een alternatieve resp. aanvullende mogelijkheid ligt nog in een op het emissietijdstip plaatsvindende creatie van winstbewijzen, welke ten goede van de oude aandeel-

Terecht is er door Hofstra op gewezen, dat deze belastingheffing bezwaarlijk verdedigbaar is.<sup>2)</sup> De uitgifte van bonusaandelen voegt geen werkelijke rijkdom toe. Zij verandert slechts de rechtsverhouding, krachtens welke de gezamenlijke aandeelhouders tot het aanwezige vermogen van de naamloze vennootschap gerechtigd zijn. Wel kan de fiscus stellen, dat hij er recht op heeft te eniger tijd zijn deel te ontvangen van al hetgeende aandeelhouders in een naamloze vennootschap meer terug ontvangen dan zij daarin hebben gestort, maar daartegen kan opgeworpen worden, dat dit „meerdere” voorlopig in moeilijk verhandelbaar aandelenbezit wordt genoten en de belasting een directe geldverplichting met zich brengt, die liquiditeitshalve kwalijk na te komen is. Het gevolg is, dat kapitaalsuitbreiding veelal achterwege zal blijven, zodat de kleine veelal in opkomst en expansie zijnde vennootschappen in hun ontwikkeling worden geremd, danwel genoopt worden tot oplossingen hun toevlucht tenemen, die uit het oogpunt van gezonde bedrijfsfinanciering verwerpelijk zijn.

Resumerend stellen wij vast, dat de nog niet bedwongen tendenties tot prijsstijging spanningen oproepen, die tot aantrekking van extra voor de financiering benodigd kapitaal moeten leiden. Er doen zich in de bestaande situatie echter een aantal complicaties voor, waardoor de onevenwichtigheden van een normale haussebeweging ten dele worden verzwakt, maar ten dele ook worden toegespitst. Het stelsel van beheerste inflatie, dat in dit verband behoort te worden genoemd, leidt tot systematische onderwaardering van belangrijke kostprijns-elementen, hetgeen verdere aantasting van het financiële evenwicht in de hand werkt, zonder dat zulks duidelijk aan het licht komt. De rigoreuse belastingpolitiek ten slotte werkt belemmerend op de financiering van een belangrijke categorie van ondernemingen.

---

## ENIGE OPMERKINGEN OVER DE BETEKENIS VAN DE LEER VAN HET WINSTMAXIMUM

door Dr. J. L. Mey Jr.

Het streven naar maximale winst neemt in de verklaring van de prijsvorming tegenwoordig een belangrijke plaats in. Vooral in de Angelsaksische literatuur, maar ook in die van het continent van Europa, is de gedachte dat de producent steeds zal streven naar maximalisering van zijn winst, gemeengoed geworden. In de oudere economische literatuur werd het probleem van de maximum-winst gewoonlijk alleen bij de monopolistische prijsvorming ter sprake gebracht. De monopolie-prijs zou toch bij gegeven prijschaal van de vraag door niets anders worden bepaald dan door de wens van de monopolist, een zo groot mogelijke netto-winst bij de ruil van zijn producten te verwerven. Bij volkomen concurrentie werd met het streven van de individuele producent geen rekening gehouden, omdat men er à priori van uitging, dat bij volkomen concurrentie de prijs zich toch aan de kosten zou aanpassen en dat er bij deze markthouders komen. Op deze wijze is het doenlijk tot op zekere hoogte de extra rentabiliteitskansen voor de oude aandeelhouders te reserveren, n.l. door de toekenning van een bepaald percentage overwinst, resp. recht op een pro rato deel bij liquidatie, gecombineerd met het beding, dat de winstbewijzen tegen een vast bedrag afkoopbaar of uitlootbaar zijn. Fiscaal biedt deze regeling voordelen boven herkapitalisatie, maar in vergelijking met genoemd procédé wordt het nagestreefde doel, t.w. billijke afweging van de voorwaarden, waarop nieuwe kapitaal deelnemers worden toegelaten, o.i. onvolkomen bereikt.

<sup>2)</sup> Herkapitalisatie, Naamloze Vennootschap, Mei 1947.