

## Boekbespreking

P. J. W. Duffhues, J. G. Groeneveld en J. van der Hilst (red.)

### *Financiële instrumenten*

Moderne vormen van financiering en risicobeheersing.  
Kluwer Bedrijfswetenschappen, 1990, 277 pagina's.

In de loop van de jaren tachtig is in het kielzog van internationale ontwikkelingen een veelheid van 'nieuwe' financiële instrumenten op de Nederlandse vermogensmarkt verschenen. Een en ander maakt deel uit van het veel besproken en beschreven verschijnsel 'financial innovation'. In de regel wordt financiële innovatie betrokken op enerzijds produktinnovatie ('new financial instruments') en anderzijds procesinnovatie. Bij financiële produktinnovaties gaat het om de ontwikkeling van nieuwe instrumenten voor de financiering en/of het beleggen; men denke in dit verband bijvoorbeeld aan de ontwikkeling en invoering van financiële futures, swaps, commercial paper, indexopties, en dergelijke. Procesinnovaties hebben in deze context vooral betrekking op technologische verbeteringen van logistieke operaties die binnen het financiële systeem plaatsvinden (vergelijk bijvoorbeeld het invoeren van geautomatiseerde handelondersteunende systemen op effectenbeurzen).

Het hier te bespreken Nederlandstalige boek is ontstaan uit syllabi, betrekking hebbende op financiële (produkt-)innovatie, ten behoeve van de voortgezette educatie georganiseerd door het NlvRA. De verschillende 'nieuwe' financiële instrumenten komen op uiteenlopende wijze aan de orde: de (theoretische en praktische) waardebeoordeling, institutionele-, fiscale- en verslaggevingsaspecten, enzovoort. Het woordje 'nieuw' staat niet voor niets tussen aanhalingstekens; de auteurs constateren op verschillende plekken zelf ook dat de diverse te bespreken in-

strumenten bij nadere beschouwing met behulp van 'financial engineering' vaak zijn opgebouwd uit reeds voorhanden 'oudere' instrumenten. Ten behoeve van de karakterisering en theoretische waardebeoordeling kan in dergelijke gevallen worden aangesloten bij voorhanden modellen en technieken.

Bij de samenstelling heeft de redactie 'een mix van wetenschap en beroepsuitoefening' als uitgangspunt gehanteerd; de verschillende auteurs zijn afkomstig uit zowel praktijk als wetenschap. Ze hoopt dat daarmee 'de studenten een praktisch leerboek en de 'praktijk' een wetenschappelijk kader is bezorgd' (zie voorwoord). Een dergelijke tweeledige doelstelling brengt het gevaar met zich mee dat enerzijds de praktische aspecten te vluchtig worden behandeld en anderzijds de theorie niet voldoende grondig aan de orde komt. De redactie heeft naar mijn mening dat gevaar niet geheel kunnen vermijden. Dit alles heeft geleid tot een bundel waarvan de hoofdstukken afzonderlijk kunnen worden gelezen maar die tevens inhoudelijk op sommige punten van niveau verschillen; ik kom daar nog op terug. Het boek is naar mijn mening, vanwege de institutionele en feitelijke inhoud, vooral te gebruiken als secundaire literatuur bij basiscursussen ondernemingsfinanciering. Een 'prakticus' die zijn theoretische kennis wil aanvullen c.q. bijspijkeren zou er goed aan doen om ook kennis te nemen van meer gespecialiseerde (internationale) literatuur op het onderhavige gebied (zie bijvoorbeeld Walmsley, 1988 en Hull, 1991).

De redactie heeft het boek in vijf secties onderverdeeld. Er wordt daarbij in navolging van de methode van de Bank voor Internationale Betalingen (1986) expliciet onderscheid gemaakt tussen 'on-balance-sheet' en 'off-balance-sheet' instrumenten. Internationale aspecten komen, zij het in beperkte mate, ook aan de orde.

In sectie 1, tevens hoofdstuk 1, wordt een conceptueel kader geschapen. Aan de hand van een heldere bespreking van de inzichten van diverse internationale auteurs worden de nieuwe fi-

nanciële instrumenten ingedeeld. Tevens wordt ingegaan op de ontstaansredenen en de noodzakelijke voorwaarden voor (blijvend) succes. Deze sectie zorgt mijns inziens voor een goede ondergrond voor de rest van het boek.

Sectie 2 heeft betrekking op financiële transacties die volledig op de balans tot uiting komen: 'on-balance-sheet financing'. De wat oppervlakkige behandeling van 'venture capital' in hoofdstuk 2 wordt gevolgd door een goed gestructureerd hoofdstuk over 'floating rate notes', 'zero coupon bonds' en 'junk bonds'. De daaropvolgende bespreking van een door VOC uitgegeven obligatielening met daaraan gekoppelde valuta-optie laat duidelijk zien hoe men een, op het eerste gezicht ingewikkeld, financieel instrument met voorhanden methodieken kan karakteriseren, 'ontleden' en theoretisch waarderen; het is echter jammer dat de schrijvers, waarschijnlijk omwille van de beoogde lezers-doelgroep, theoretisch gezien aan de oppervlakte blijven.

De relevantie van sectie 3 die betrekking heeft op internationale 'leasing' (hoofdstuk 5), en 'factoring' en 'leasing' (hoofdstuk 6) is mij niet geheel duidelijk geworden; nieuw kunnen die financieringsvormen moeilijk worden genoemd. Uiteraard zijn beide fenomenen in het kader van het onderscheid tussen 'on-' en 'off-balance-sheet financing' wel van belang. In het internationale 'leasing' hoofdstuk wordt echter nauwelijks op dat onderscheid ingegaan. En in hoofdstuk 6 wordt 'off-balance-sheet financing' (leidende tot balansverkorting en 'betere' financiële ratio's), naast andere al dan niet vermeende voordelen, als een belangrijk na te streven doel beschouwd; de auteur wekt daarmee de indruk ervan uit te gaan dat 'de financiële markt' niet door dergelijke constructies heen kijkt.

Het centrale thema van sectie 4 kan volgens de redactie worden gekenschetst als: 'verhandeling van risico' (pagina 115). In vijf opeenvolgende hoofdstukken worden diverse moder-

ne financiële instrumenten behandeld die alle een 'off-balance-sheet' karakter dragen (warants, futures, swaps, obligatie-opties, valuta-opties enzovoort). Deze sectie geeft een goed beeld van de theorie en mogelijke praktische toepassingen van diverse voorhanden instrumenten. Hoofdstuk 7 bevat een goed gestructureerd en helder geschreven verhaal over het gebruik van warrants op de nationale en internationale kapitaalmarkten. Tevens wordt daar aandacht besteed aan instrumenten die warrant-achtige eigenschappen bezitten. Algemene boodschap van de hoofdstukken 8, 10 en 11 is, dat het gebruik van moderne financiële instrumenten risico's met zich mee kan brengen, maar dat dit gebruik vooral het beheersen van reeds bestaande risico's dient (bijvoorbeeld door middel van een 'hedging'-strategie). Hoofdstuk 9 over obligatie-opties is naar mijn mening minder geslaagd; de voorbeelden zijn onduidelijk en steunen op ondoorzichtige modellen.

Verder bevat het hoofdstuk theoretische onvolkomenheden (volgens de auteur geeft de delta de kans aan dat een optie 'in-the-money' eindigt en tevens zou een verhoging van die kans betekenen dat de prijs van de optie stijgt, zie respectievelijk pagina 157 en 161; de eerste uitspraak is onjuist en de tweede uitspraak is niet algemeen geldend).

In sectie 5 komen de fiscale en verslaggevingsaspecten aan de orde. Het eerste hoofdstuk van deze sectie bevat een helder geschreven verhaal over de fiscale aspecten van eigen- en vreemd vermogen in het algemeen, en van zogenoemde hybride financieringsinstrumenten in het bijzonder. Vervolgens worden financiële innovaties beschreven in relatie met de externe verslaggeving en de besturingsinformatie van banken. Aansluitend komt de verwerking in de jaarrekening van niet-financiële instellingen aan de orde. Vooral dit (conceptuele) verhaal is erg verhelderend; wenselijkheden, mogelijkheden en onmogelijkheden worden op een duidelijke manier afgezet tegen de algemeen geldende richtlijnen.

De samenstelling van een coherent, kwalitatief evenwichtig boek, bestaande uit redelijk op zichzelf staande hoofdstukken, geschreven door diverse auteurs van verschillende 'komaf', met zowel 'praktici' als 'theoretici' als doelgroep, is een zeer moeilijke, zo niet een onmogelijk te volbrengen opgave. Het hier besproken boek laat dat zien. De kwalitatieve evenwichtigheid laat, zoals eerder vermeld, op sommige punten te wensen over. Toch is het de redactie gelukt, mede met behulp van verbindende teksten en een enkele in het bovenstaande toegelichte conceptuele keuze, voldoende coherentie aan te brengen. En er kan, mede gezien het feit dat het boek Nederlandstalig is, worden gesteld dat het een welkome aanvulling is op de reeds voorhanden (Engelstalige) literatuur op het vakgebied.

Drs. P. P. M. Smid

### Literatuur

- Bank for International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, Bazel, 1986.  
 J. Walmsley, *The New Financial Instruments*, Wiley, 1988.  
 J. Hull, *Introduction to Futures and Option Markets*, Prentice Hall, 1991.

Drs. P. P. M. Smid studeerde economie aan de Rijksuniversiteit Groningen (RUG). Doctoraal examen 1986. Thans werkzaam als universitair docent Ondernemingsfinanciering aan de Faculteit der Economische Wetenschappen (vakgroep Bedrijfseconomie) van de RUG.

## Binnengekomen boeken

Actualiteiten in Accountancy '91  
 Vera Studiereeks  
 Onder redactie van J. G. C. M. Buné e.a.  
 Uitgever: NivRA Amsterdam  
 Prijs: f 39,95

Een toekomst voor de Nederlandse Accountancy  
 Prof. Dr. A. J. Bindenga  
 Uitgever: Samsom Bedrijfsinformatie Alphen a/d Rijn

Studiewijzer bij Management en Cost Accounting van Colin Drury  
 F. A. M. J. Faas  
 Tweede druk  
 Uitgever: Interfaas, Amsterdam

Van het Concern  
 Mr. S. M. Bartman  
 Prof. Mr. A. F. M. Dorresteyn  
 Uitgever: Gouda Quint B.V., Arnhem

Economic Approaches to Organizations  
 S. Douma en H. Schreuder  
 Uitgever: Prentice Hall, Hemel Hempstead UK  
 Prijs: \$ 33,95

De strategie van inversificatie  
 H. Willems  
 Uitgever: Tilburg University Press  
 Prijs: f 47,50

Leerboek der bedrijfseconomie  
 Deel IIA  
 Ondernemingsfinanciering & Vermogensmarkt  
 Derde druk  
 Prof. Dr. J. L. Bouma  
 Uitgever: Delwel Uitgeverij B.V., Den Haag  
 Prijs: f 67,50

Strategische Samenwerking  
 Coopers & Lybrand Dijker Van Dien  
 Uitgever: Samsom Bedrijfsinformatie Alphen a/d Rijn