

Ondernemingsfinanciering in het MAB, 1924–2024

Abe de Jong

Received 14 May 2024 | Accepted 18 September 2024 | Published 14 November 2024

Samenvatting

Ondernemingsfinanciering is een vakgebied binnen de bedrijfseconomie. Het Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie, voorheen Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde (MAB), publiceert al een eeuw belangrijke bijdragen aan dit vakgebied voor een brede kring van Nederlandse lezers, van academici tot professionals in de praktijk van accounting en financieel management. In dit artikel wordt een beschrijving gegeven van de ontwikkeling van de klassieke Nederlandse theorievorming en discussie hierover, naar moderne theorie. Ook wordt aandacht besteed aan empirische studies met Nederlandse data, die met name in de afgelopen vijftig jaar zijn gepubliceerd.

Relevantie voor de praktijk

Dit artikel geeft een overzicht van de geschiedenis van het denken over ondernemingsfinanciering in Nederland, op basis van een eeuw artikelen in dit maandblad. Dit is praktisch relevant, omdat de huidige Nederlandse praktijk gebaseerd is op traditionele en moderne ideeën. In een meer internationaal wordende economie is de buitenlandse literatuur over de jaren steeds belangrijker geworden.

Trefwoorden

Ondernemingsfinanciering, MAB, geschiedenis, vermogensstructuur, bedrijfseconomie, wetenschap

1. Inleiding

In 1924 verscheen het *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde* (MAB) voor het eerst onder redactie van de Amsterdamse hoogleraar Th. Limperg en vier mede-redacteuren. Volgens de inleiders was er behoefte aan een onafhankelijk vakblad, waarin naast accountancy- ook bedrijfseconomische vraagstukken aan bod konden komen. Ondertussen is er meer dan een eeuw verstreken. Het *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* – de nieuwe naam vanaf 1989 – is uitgegroeid tot het belangrijkste tijdschrift waarin wetenschappelijk onderbouwde bijdragen over de Nederlandse bedrijfseconomie worden gepubliceerd.

Ondernemingsfinanciering is in de afgelopen eeuw een vast bestanddeel van het MAB geweest. Ondanks het feit dat het zwaartepunt altijd bij de accountancy heeft gelegen,

zijn alle belangrijke ontwikkelingen in het denken over de financiering van ondernemingen in het MAB beschreven. Soms in de vorm van originele bijdrages, maar ook in besprekingen van dissertaties en leerboeken, en in polemieken tussen hoogleraren die elkaars ideeën betwistten.

In deze bijdrage geef ik een bloemlezing uit de rijke geschiedenis van het MAB waarin de financiering van ondernemingen centraal staat. De nadruk zal liggen op de theorieën voor de optimale financieringsstructuur, in het bijzonder de keuze tussen eigen en vreemd vermogen. Omdat het inhouden van winsten een belangrijke financieringsbron is, zal ik ook het uitbetalen van winsten in de vorm van dividenden en aandeleninkopen bespreken.

Het MAB is volledig digitaal beschikbaar, waarvan ik dankbaar gebruik heb gemaakt. Voor dit overzicht heb ik

(i) een aantal zoektermen gedefinieerd die algemeen zijn en waar ik in de titels van artikelen naar heb gezocht; (ii) naar een aantal specifieke termen gezocht in de teksten van artikelen; (iii) acht belangrijke Nederlandstalige boeken gekozen en gezocht op de naam van de auteur en steekwoorden in de titel; en (iv) gezocht op de namen Modigliani en Miller, omdat zij in diverse bijdragen de basis voor de moderne financieringstheorie hebben gelegd.¹ Deze zoekacties gaven 1154 resultaten, waarvan 786 unieke artikelen. Deze artikelen heb ik doorgenomen. Het vakgebied van de ondernemingsfinanciering was en is veel breder dan de financiering van ondernemingsactiviteiten. Het is niet mogelijk om binnen het bestek van deze bijdrage recht te doen aan het gehele vakgebied. Dit impliceert dat ondernemingsbestuur of corporate governance, risicomangement, fusies en overnames niet of zijdelings worden besproken. Ook is er in het MAB relatief weinig aandacht voor de financiering van kleine ondernemingen, en zal ik dit onderwerp niet bespreken, evenals een klein aantal empirische studies die niet-Nederlandse data analyseren.

2. De rol van financiering in de klassieke Nederlandse bedrijfseconomie

Toen de Amsterdamse hoogleraar Limperg met anderen in 1924 het MAB oprichtte, waren er in Nederland twee universiteiten waar de basis is gelegd voor de Nederlandse bedrijfseconomie. Naast Th. Limperg, die in 1922 als hoogleraar werd benoemd aan de Gemeentelijk Universiteit Amsterdam (later de Universiteit van Amsterdam), was in 1921 N.J. Polak benoemd aan de Nederlandsche Handels-Hoogeschool (de voorloper van Erasmus Universiteit Rotterdam). Polaks dissertatie uit 1921, *Eenige grondslagen voor de financiering der onderneming*, werd een standaardwerk, tot en met het verschijnen van de negende druk in 1950, na Polaks plotselinge overlijden in 1948. Limpergs werk op het gebied van ondernemingsfinanciering werd in eerste instantie gepubliceerd in collegedictaten, zoals het vierdelige *Leer der financiering*. In deze dictaten zijn veel originele normatieve gedachten uitgewerkt, wordt literatuur uit Engeland, Duitsland en de Verenigde Staten beschreven, en wordt er vooral kritisch naar Polaks werk gekeken. Hoewel in Nederland om deze reden van de Amsterdamse en Rotterdamse school werd gesproken, zijn de verschillen door een moderne bril bezien niet zo groot. Er was wel een belangrijk verschil. Limperg werkte vanuit boekhoudkundige principes en *accounting*-grootheden naar prescriptieve modellen voor optimale financiering. Polak was iets pragmatischer en zocht voor verschillende financieringsproblemen naar de beste oplossing, zonder een uniform denkmodel na te streven.

Limpergs belangrijkste bijdrage is de vervangingswaardetheorie waarin een onderneming die streeft naar continuïteit ervoor moet zorgen dat de opbrengsten van

verkopen minstens de vervangingswaarde van de gebruikte en verbruikte productiemiddelen opleveren, en een vergoeding voor de financiers. Dit in tegenstelling tot de voordien gebruikte historische kostprijzen. Zeker in de Eerste Wereldoorlog en het interbellum, met hoge inflatie, was dit onderscheid belangrijk. Nu was dit vraagstuk in eerste instantie belangrijk voor de winstbepaling, maar ook relevant voor financiering. Limpergs rationele economische modellen voor de instandhoudingsdoelstelling beschreven hoeveel winst ondernemingen kunnen uitkeren opdat de toekomstige winstgevendheid kan worden veiliggesteld. Interne financiering, ook wel reserveringspolitiek genoemd, was een belangrijk onderwerp (Veenstra 1976).

In de klassieke bedrijfseconomie was de gouden balansregel een veelbeschreven uitgangspunt. Gebaseerd op praktische overwegingen was het startpunt voor de financieringsmodellen de omloopsnelheid van de verschillende activa van de onderneming (Polak 1921). Om te zorgen voor voldoende liquide middelen, moesten omlooptijden van het vermogen gematched worden met de looptijden van de activa. Maar, omdat korte leningen normaliter een hogere rente hebben dan langlopende leningen, zag Polak een reden om van de regel af te wijken. De optimale vermogensstructuur vindt een optimale balans tussen de zogeheten kritische termijn van de vermogensbehoefte en de vermogenskosten van de diverse bestanddelen. Overigens had Polak met collega-promovendus De Jongh afgesproken dat laatstgenoemde zich zou richten op kredietvormen; dit verklaart het woordje *eenige* in de titel van Polaks dissertatie, maar ook dat het werk een deel van financieringsvraagstukken onderbelicht laat (De Lange 1953).

Na Limperg en Polak was J.L. Meij (of Mey) de belangrijkste naoorlogse bedrijfseconoom; hij was vanaf 1948 hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen. Zijn dissertatie uit 1946, *Beschouwingen over het weerstandsvermogen en de financiële reorganisatie van ondernemingen* verdedigde hij aan de Katholieke Economisch Hogeschool (nu Universiteit van Tilburg). Zijn belangrijkste werk is het tweedelige *Leerboek der bedrijfseconomie*. De eerste druk verscheen in 1942, en in 1966 nam J.L. Bouma het werk over tot de laatste druk in 1991. Bouma (1966, pagina 326) karakteriseerde Meij's werk als volgt "Afgestudeerd aan de Rotterdamse Hogeschool schreef hij een leerboek in de Amsterdamse stijl. Hij adopteerde evenwel de Amsterdamse leer niet zonder meer. Zonder ook maar iemand te kort te willen doen, kan worden gesteld, dat zijn theoretische conceptie minder dogmatisch was dan de onversneden Amsterdamse leerstellingen." Waar voorheen de modellen statisch waren, introduceerde Meij onzekerheid en dynamiek, middels het begrip weerstandsvermogen. Dit duidt op de flexibiliteit om de financiering snel aan te passen aan wijzigingen in de vermogensbehoefte.

De Nederlandse literatuur was beïnvloed door met name Duitse en Amerikaanse teksten uit de vroege twintigste eeuw. In Amerika vond in de jaren 1950 en 1960 een aantal belangrijke ontwikkelingen plaats die bepalend zijn geweest voor de ontwikkeling van het vakgebied tot op dit moment, en die tot een globale harmonisatie in het den-

ken over ondernemingsfinanciering hebben geleid. Waar in Nederland nog over verschillende scholen werd gesproken, bleek dit een schermutseling in de achterhoede te zijn.

3. Overgang naar moderne ondernemingsfinanciering

In de moderne ondernemingsfinanciering wordt de investeringsbeslissing genomen door kasstromen te disconteren met een risicogecorrigeerde kostenvoet, en wordt de financieringsbeslissing hierna genomen, rekening houdend met de risicograad van de ondernemingsactiviteiten. Volgens Modigliani and Miller (1958) kan onder stringente voorwaarden de investeringsbeslissing volledig gescheiden worden van de financiering. Deze scheiding tussen reële en financiële beslissingen leidt tot een eenvoudiger normatief kader, in vergelijking met de traditionele Nederlandse aanpak. In de vroege jaren na 1958, verwijzen Nederlandse economen al wel naar de moderne theorie, maar is de directe relatie tussen activa en financiering nog sterk aanwezig.

De Jong (1968) begint met het uitgangspunt van Modigliani and Miller (1958) dat gegeven stringente veronderstellingen de vermogensstructuur van ondernemingen geen invloed op de vermogenskostenvoet en waarde heeft. Vervolgens construeert de auteur een model dat voortbouwt op Meijs *Leerboek* waarin het kapitaaloptimum wordt gebruikt om een optimale voorziening in de vermogensbehoefte af te leiden met beschikbare financieringsbronnen. De duur van de kapitaalbehoefte wordt gematched met de looptijd van de financiële instrumenten en de beschikbaarheid van interne financiering met behulp van lineair programmeren. De uitkomst is dat de onzekerheid in toekomstige inkomsten, en hiermee de interne financiering uit ingehouden winsten, een belangrijke determinant van de financieringsstructuur is. In een extensie wordt een additionele beperking opgelegd door een maximale schuldratio – weerstandsvermogen in Meijs termen – op te leggen. Het model is een elegante balanceeract tussen moderne theorie en de traditionele normatieve aanpak.

Ballendux and Van Vliet (1981) nemen het CAPM als uitgangspunt voor selectie van investeringen. Zij betogen dat alleen onder specifieke veronderstellingen het disconteren van toekomstige kasstromen met een kostenvoet die volgens het CAPM voor risico is gecorrigeerd tot de optimale investeringsbeslissing leidt. In het artikel wordt duidelijk dat de moderne methoden nog niet volledig geaccepteerd zijn. Wytzes (1983a) is ook kritisch over de netto-contante-waarde regel, omdat deze de selectie van investeringen te eenvoudig voorstelt. Naar zijn idee zouden ook de organisatiestructuur, acceptatie van risico's en beschikbare liquide middelen een rol moeten spelen.

Het werk van Jonkhart (1977, 1981) en in het bijzonder zijn dissertatie uit 1980 (besproken door Tempelaar (1980) in het MAB is een breuk met het verleden. Zo valt het Tempelaar op dat het proefschrift in het Engels is geschreven. Een eerste model introduceert fiscale voordelen en faillis-

sementskosten van vreemd vermogen en komt zo tot een optimale schuldratio (cf. Myers (1984)). Vervolgens wordt leencapaciteit geïntroduceerd, waarmee wordt getoond dat de optimale schuldratio lager is dan de maximale ratio. Door het toevoegen van agencyproblemen tussen verschaffers van eigen en vreemd vermogen (cf. Myers (1977)) wordt de optimale schuldratio hoger, tot de leencapaciteit uitgenut is. Eerdere studies onderscheidden diverse vormen van financiering; in navolging van moderne literatuur richt Jonkhart zich op de meer gestileerde keuze tussen eigen en vreemd vermogen. Hij volgt de Amerikaanse literatuur en combineert elementen uit deze moderne literatuur.

Aangezien de traditionele Nederlandse literatuur sterk normatief is, zijn er weinig empirische analyses in het MAB te vinden in de vroege periode. Er waren wel enkele dissertaties met beschrijvende empirische observaties verschenen voor de Tweede Wereldoorlog, maar pas daarna kwamen er studies met data en statistische methodes in het MAB. Jongman (1967) geeft bijvoorbeeld een interessante analyse van financieringsstromen met behulp van macro-economische data en Van Dissel (1967) geeft een algemene beschouwing over de rol van de beurs voor ondernemingsfinanciering, onderbouwd met nationale data. Van Ravestijn (1958) geeft een uitgebreide boekbespreking over onderzoek naar emissies na de Tweede Wereldoorlog, uitgevoerd door J.L. Meij, waarin klassieke Nederlandse theorie wordt getoetst en wordt geconcludeerd dat er in de onderzochte periode een schaarste aan kapitaal was. Dit is ook het onderwerp van de empirische studie van Lentz and Ozinga (1956), die een zeer uitgebreide beschrijving geven van de emissiemarkt, maar zonder theoretische literatuur aan te halen.

4. Moderne financieringstheorie

In het derde kwart van de twintigste eeuw vindt vanuit de Verenigde Staten een revisie plaats van de financieringstheorie. Markowitz (1952) bewijst dat een optimale portefeuille profiteert van diversificatie van risico. Sharpe (1964) bouwt dit model uit het tot het Capital Asset Pricing Model (CAPM), wat gebruikt kan worden om vermogenstitels te prijzen. Belangrijk is ook, zoals eerder genoemd, de theorie van optimale vermogensstructuur van Modigliani and Miller (1958), waarbij op de initiële irrelevantietheorema's wordt voortgewerkt en met fiscale voordelen en faillissementskosten voor iedere onderneming een optimale schuldratio ontstaat. In 1970 schrijft Fama een invloedrijk artikel over efficiëntie van financiële markten en in 1973 helpen twee artikelen van Merton en van Black and Scholes om opties te waarderen. Ten slotte is het werk van Jensen and Meckling (1976) belangrijk, waarmee de principaal-agenttheorie in de financieringsliteratuur wordt geïntroduceerd. Deze bijdragen hebben de basis gevormd voor wat nu wereldwijd vanuit financieringstekstboeken wordt gedoceerd.

Het MAB heeft een belangrijke rol gespeeld in het introduceren van de ideeën uit Amerika voor een Nederlands publiek. Goede voorbeelden hiervan zijn een bijdrage van Wytzes (1983b), waarin het model van Modigliani and

Miller (1958) wordt uitgelegd, en Douma's (1987) introductie in de "agency" theorie. Met name werk van Tempelaar (1988, 1990, 1991a, 1991b) is belangrijk in dezen. In introducties tot zijn dissertatie en oratie geeft hij een diepgaande beschrijving van de assumptie van het streven naar maximalisatie van aandeelhouderswaarde in de moderne financieringsliteratuur en heldere beschrijvingen van de ontwikkeling van de financieringsliteratuur. In deze teksten wordt altijd terugverwezen naar traditionele ideeën van Meij, Bouma en zijn generatiegenoten. Toen in 1990 Nobelprijzen voor Markowitz, Sharpe en Miller werden toegekend, zette Tempelaar deze pioniers nog eens in het zonnetje (Modigliani had al eerder de prijs ontvangen, maar vooral voor andere bijdragen aan de economische wetenschappen). Later zijn de moderne inzichten veel meer gemeengoed geworden en worden op universiteiten in Nederland de Nederlandstalige tekstboeken, bijvoorbeeld van Bouma, ingeruild voor Brealey and Myers' (1991) *Principles of Corporate Finance*. Een belangrijke uitzondering is het tweedelige leerboek van Duffhues (1997) *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten*, waarin een mooie synthese wordt gepresenteerd van klassieke Nederlandse bedrijfseconomie, institutionele achtergronden en moderne theorie.

In diverse bijdragen worden de moderne inzichten nog eens over het voetlicht gebracht: Schmeits (1993) doet dit voor investeringsselectie, en Moerland (1998) en Ligterink en Schmeits (1999) voor de effecten van corporate governance op de agencykosten van financiering. Ook in meer recente jaren zijn er diverse overzichtartikelen verschenen, zoals Duffhues' (2013) overzicht van de literatuur over het gebruik van derivaten voor hedging, waarin een heel uitgebreid overzicht wordt gegeven van de Amerikaanse literatuur over risicomanagement.

Hoewel het MAB in deze periode vooral werk publiceerde waarin nieuwe inzichten in de internationale literatuur voor Nederlandse lezers toegankelijk werden gemaakt, werden ook nieuwe ideeën gepubliceerd. Boot and Wijn (1991) presenteren een heldere redenering op basis van een gestileerd voorbeeld dat de belangentegenstelling tussen verschaffers van eigen en vreemd vermogen aantoonst bij een (naderende) insolventie, en waarin insolventie wordt gezien als het niet hebben van toegang tot kapitaalmarkten. Een andere uitzondering is de discussie van Ligterink and Boot (2011) over de regulering van rendementen in geval van monopolies. Het resultaat is een meer normatief artikel met een analyse van de effecten van regelgeving op de gemiddelde vermogenskostenvoet en beperkingen van de moderne financieringstheorie.

5. Empirisch onderzoek met Nederlandse data

In de afgelopen vijftig jaar is Nederlands onderzoek in ondernemingsfinanciering sterk veranderd. Op dit moment zullen de meeste wetenschappers aan universiteiten zich richten op internationale tijdschriften, en hierdoor

is het gebruik van Nederlandse data op de achtergrond geraakt. De lezers van de internationale *journals* hebben interesse in bevindingen voor Nederland, als er een ingenieuze causale test mogelijk is, door een exogene institutionele schok, of als een test kan worden gedaan die niet in andere, grotere economieën mogelijk is. Maar al in de zeventiger jaren van de vorige eeuw werden de nieuwe theorieën getest met Nederlandse data. De opkomst van statistische software-pakketten, digitale databases en steeds snellere computers heeft bijgedragen aan een snelle groei van empirisch onderzoek. Hiermee was de omslag compleet; van normatieve bedrijfseconomie van voor de Tweede Wereldoorlog naar positief onderzoek waarin moderne theorie empirisch getoetst wordt.

Diverse studies gebruiken data van Nederlandse ondernemingen om te schatten welke factoren van invloed zijn op de vermogensstructuur van beursfondsen. Cools and Spee (1990) doen dit voor data van 1977 tot 1988 en Kemna et al. (1994) met data over 1984–1990. Ten slotte beschrijven Van Dijk and De Jong (1998) een soortgelijke regressiestudie, maar de ondernemingskenmerken zijn verkregen met een enquête. In een andere enquête vragen Brounen et al. (2005a) naar determinanten van financieringskeuzes. Cools (1991) bevraagt in interviews Nederlandse CFO's ook hierover. Al met al is er voor de jaren 1977 tot 2005 veel empirisch bewijs voor diverse theoretische modellen gepubliceerd, waarin met name het belang van faillissementskosten en agencyproblemen werd onderzocht.

Er is ook een aantal studies dat specifiek ingaat op de relatie tussen corporate governance en financiering: De Jong and Moerland (1999), Van der Scheer and Sterken (2000), en Blom and Schauten (2003). Ten slotte is er aandacht voor de invloed van accountingregels op financiering: De Jong et al. (2006) bewijzen dat de introductie van IFRS leidt tot het terugkopen van preferente aandelen, omdat deze niet langer als eigen vermogen worden geclassificeerd en de gerapporteerde schuld ratio zou stijgen.

De introductie van nieuwe ondernemingen aan de Amsterdamse beurs, *initial public offerings* of *IPO's*, is in meerdere bijdragen voor het MAB onderzocht. Eijgenhuijsen (1989) meet bijvoorbeeld tussen 1982 en 1987 voor 53 introducties het rendement in de eerste dagen, ook wel *underpricing* genoemd. De auteur vindt een groot verschil tussen introducties met vaste inschrijvingsprijs (mediaan van 9.5%) en claimemissies (mediaan van -0.7%). Dit resultaat bewijst het belang van onderzoek in verschillende landen, omdat emissiemethodes verschillen. De Nederlandse rendementen blijken laag in internationaal vergelijk. Van Hoeijen and Van der Sar (1999) kijken naar een langere periode, 1980–1996, en meten voor 81 introducties een *underpricing* van gemiddeld 7,8%, maar 11% als een vaste prijs of *bookbuilding* wordt gebruikt. Met name financiële instellingen blijken een hoge *underpricing* te hebben. Van der Goot and Roosenboom (2001) bestuderen de invloed van governance op *IPO's* over 1984–1999 en 111 emissies: de gemiddelde *underpricing* is met 9,4% vergelijkbaar met resultaten uit eerder

Nederlands onderzoek. Aandelen voor de bestuurders en opties voor het personeel hebben een positieve invloed op de waarde van de nieuwe ondernemingen. Van Frederikslust and Van der Geest (2000) bestuderen 1985–1998 en 106 introducties. De auteurs kijken zowel naar *underpricing* (gemiddeld 16%) als rendementen op de langere termijn. Op de langere termijn blijken ondernemingen relatief slecht te presteren, tenzij *private equity*-investeers betrokken zijn. Eije and Klaassen (2007) kijken ook naar de eerstedagsrendementen van introducties (55 waarnemingen over 1994–2005) en met name naar deze durfinvesteers, *venture capitalists*, vanwege de certificerende werking van hun betrokkenheid bij nieuwe beursondernemingen. De *underpricing* is 18–20% en wordt positief beïnvloed door *venture capitalists* bij groeiende ondernemingen. Ten slotte bestuderen De Jong et al. (2014) de *internet bubble* rond de eeuwwisseling: opportunistische motieven blijken een rol te spelen, want met name ondernemingen in sectoren met hoge beurswaarden gingen naar de beurs. Hoewel de meeste studies over aandelenemissies betrekking hebben op introducties, zijn ook reeds beursgenoteerde ondernemingen actief in het aantrekken van nieuw aandelenkapitaal. Een interessante studie is het werk van Eijgenhuijsen et al. (1972) naar 99 claimemissies tussen 1960 en 1970, waaruit blijkt dat de theoretische en intrinsieke waardes van de claim een goede voorspeller zijn voor koersen na emissie. Het is opvallend dat deze studie leunt op traditionele bedrijfs-economische modellen. Houweling and Scholtens (2007) daarentegen voeren een *event study* uit, waarbij zij voor 1991–2006 in de aankondiging van 66 aandelenemissies een gecorrigeerd effect van -1.5% van de aandelenprijs vinden, en dit is consistent met een beperkt signaaleffect van overwaardering.

Nederlandse ondernemingen kunnen kasmiddelen aan aandeelhouders uitkeren als dividend, maar ook door aandelen in te kopen. Vanwege fiscale onaantrekkelijkheid zijn inkopen pas laat in de twintigste eeuw in zwang gekomen. De eerste studies over winstuitkering gaan om deze reden over dividenden. Dorsman (1989) is een eerste complete studie naar dividendpolitiek, waarin eerst een model wordt geschat om te meten hoe snel dividenden aan winststijgingen worden aangepast. De gemiddelde onderneming geeft 79% (aanpassingssnelheid) van de winststijging direct door in het dividend. De Haan (1995) beschrijft ook econometrische analyses van het dividendbeleid van Nederlandse ondernemingen. Deze auteur vindt een aanpassingssnelheid van 54% en het doel is om 37% van de winst als dividend uit te keren. In latere studies worden ook aandeleninkopen bestudeerd (Van Ojen (1992) en Van der Sar et al. (2014)).

Hoewel de meeste empirische studies over financiering en dividendpolitiek gaan, komen ook andere onderwerpen aan bod. Een interessant artikel is dat van Van Ees et al. (1997) waarin een regressiemodel wordt geschat dat de investeringen in vaste activa van ondernemingen verklaart, om zo in kaart te brengen of financieringsfricties een negatief effect op investeringen hebben. Uit het onderzoek

blijkt inderdaad dat beperkte toegang tot kredieten de investeringen negatief beïnvloedt. Uit later enquête-onderzoek van Brounen et al. (2005b) blijkt dat de moderne financieringstheorie door Nederlandse CFO's wordt toegepast bij hun investeringsselectie. Ten slotte moet vermeld worden dat Eije and Westerman (2003) onderzoek hebben gedaan naar de hoeveelheid kasmiddelen die ondernemingen – met en zonder beursnotering – in Nederland aanhouden: voor alle ondernemingen wordt een afruil tussen kasmiddelen en andere liquide activa gevonden.

5. Conclusies en vooruitblik

Aan de hand van een eeuw met artikelen in het MAB kunnen we constateren dat het vakgebied van ondernemingsfinanciering een enorme ontwikkeling heeft doorgemaakt. Van een geïsoleerde discussie tussen lokale scholen en een focus op normatieve uitspraken is *corporate finance* in Nederland veranderd in een gebied waar wereldwijd geaccepteerde theoretische concepten zijn vertaald voor Nederlandse lezers. Het MAB was een belangrijke katalysator in dit proces. Ook zijn er in de afgelopen decennia diverse empirische studies met Nederlandse data in het MAB verschenen, waardoor de resultaten vergeleken kunnen worden met internationale studies – grotendeels voor de Verenigde Staten.

In deze jubileumbijdrage is het onmogelijk om recht te doen aan alle bijdrages op het gebied van ondernemingsfinanciering. Ik heb gekozen voor relatief veel aandacht voor vermogensstructuur en dividenden. Dit impliceert dat een aantal onderwerpen voor latere beschrijvingen zijn gelaten. Het eerste onderwerp dat een bijdrage verdient is financiële instrumenten. Er zijn diverse studies in het MAB over schuldfinanciering, waarbij gedacht moet worden aan premie- en lotterijleningen, surplus-obligatieleningen, huur en leasing, achtergestelde leningen, LIONS en voorfinanciering. In het bijzonder verdienen converteerbare obligaties en warrantleningen een nadere studie, want in het MAB is ruim aandacht geweest voor deze instrumenten. Ook voor bijzondere aandelen is aandacht gewenst, zoals gedeeltelijk volgestorte aandelen die alleen op incurante markten worden verhandeld en aandelen zonder nominale waarde.

Maar hoe gaan we verder? Boot (1996) en Boot and Cools (1997) waren meer dan een kwart eeuw geleden nog negatief over de bedrijfseconomie en financiering in het bijzonder. Zij constateerden een gebrek aan coherente theorie, waardoor financieel beleid in ondernemingen op drijfzand gebaseerd zou zijn. Het lijkt erop dat er sindsdien niets fundamenteel veranderd is. Op de irrelevantietheorema's van Modigliani and Miller (1958) staat nog steeds een bouwwerk van inefficiënties, zoals faillissementskosten, belastingeffecten, kosten van asymmetrische informatie en belangenverschillen, en niet-rationeel gedrag van beslisers. Dit raamwerk biedt de mogelijkheid om (i) normatieve modellen te maken, bijvoorbeeld de netto-contante-waarde regels voor investeringsselectie, (ii) gedrag te voorspellen,

zoals met *moral hazard* of signaleringsmodellen, en (iii) hypothesen te formuleren voor empirisch werk. De normatieve modellen zullen nooit meer dan een handreiking bieden vanwege de stringente veronderstellingen. Theoretisch en empirisch het gedrag van beslissers voorspellen is gedoemd om imperfect te zijn door de veelheid van factoren bij menselijke beslissingen. Maar aangezien er al decennia geen fundamentele veranderingen in de normatieve modellen zijn doorgevoerd en we nog steeds met dezelfde toolbox met inefficiënties werken die in de jaren 1970 is opgetuigd, verwacht ik weinig verbetering op dit front.

Mijn hoop is gevestigd op beter empirisch onderzoek. Ik zie hier drie richtingen. Ten eerste wordt veel onderzoek in de internationale *finance journals* uitgevoerd met Amerikaanse of wereldwijde data. Het zou een goed begin zijn om deze studies te repliceren met Nederlandse data. De data voor beursgenoteerde ondernemingen zijn al direct beschikbaar in commerciële databases, en ook voor niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn veel data voorhanden. Banken en andere Nederlandse financiële instellingen kunnen hier bijspringen door hun data beschikbaar te maken. Promovendi in Nederlandse PhD-trajecten zouden bijvoorbeeld korte Engelstalige artikelen in het MAB kunnen publiceren met een replicatie met Nederlandse data van een veel geciteerd artikel. Uiteraard moet dan kort de Nederlandse setting worden toegelicht, zodat de uitkomsten verantwoord kunnen worden geïnterpreteerd.

Ten tweede toont het overzicht van een eeuw MAB onderzoek aan dat er heel weinig empirisch onderzoek is gedaan tot de jaren '80 van de vorige eeuw. Maar de eerdere periodes zijn heel interessant, omdat zij andere institutio-

nele structuren bieden waarbinnen onderzoek gedaan kan worden. Ik denk bijvoorbeeld aan de beschrijvingen van Haccou (1954) over financiering van het herstel van de Nederlandse economie na de Tweede Wereldoorlog en de rol van de Herstelbank in het bijzonder. Aangezien in de wereld nu oorlogen woeden, is het nuttig om te leren van eerdere periodes van herstel en wederopbouw. Maar ook de *boom* in de Amsterdamse effectenmarkt in de jaren 1920 is nog bijna niet empirisch onderzocht. Het zou goed zijn als Nederlandse universiteiten investeren in het opbouwen van databases met grootschalige data voor dit historisch onderzoek. De Rijksuniversiteit Groningen heeft al een begin gemaakt met een database met beursgenoteerde effecten in Amsterdam van de eerste regelmatige *Prijscourant* in 1796 tot de start van digitale data via DataStream in 1973.

Ten derde kan de kloof tussen theorie en empirie beter gedicht worden, door onderzoek binnen Nederland te doen en institutionele variatie uit te nutten. Op dit moment worden geografische verschillen – bijvoorbeeld tussen landen of staten in de Verenigde Staten – gebruikt om effecten te meten en causaal te duiden. Met Nederlandse data is dit ook mogelijk, door de tijd. Een voorbeeld is een recent onderzoek naar dividendpolitiek van Nederlandse ondernemingen dat ik met Philip Fliers en Henry van Beusichem heb gedaan (De Jong et al. 2019) met data van 1903 tot en met 2003. Wij tonen aan dat in verschillende periodes verschillende motivaties bestonden voor dividendbetalingen: tot en met de jaren 1930 werden vooral statutaire regelingen uitgevoerd en nadien werden dividenden geëgaliseerd, totdat in de jaren '80 van de vorige eeuw agent-principaaloverwegingen dominant werden.

■ **A. de Jong – Abe** is hoogleraar ondernemingsfinanciering aan de Rijksuniversiteit Groningen en Monash University.

Noot

1. De zoekfunctie werkt op delen van woorden, dus “leningen” geeft ook “obligatieleningen” en “warrant-leningen”. Algemene termen: financiering, kapitaal, aandelen/aandeel, obligatie, lening, dividend, inkopen/inkoop, introductie, emissie, en Limperg. Specifieke termen: converteerbare obligatie, preferente aandelen, warrant lening, vermogensstructuur, en initial public offering. Nederlandstalige boeken (gezocht op delen van titels): Polak (1921) *Eenige grondslagen voor de financiering van de onderneming*; de Jongh (1922) *Beschouwingen over eenige effecten en credietvormen in hun betekenis voor de financiering der onderneming*; Meij (1946) *Weerstandsvermogen en financiële reorganisatie van ondernemingen*; Meij en Snel (1964) *Leerboek der bedrijfseconomie, Afdeling 1 Leer van de financiering*; Limperg (1966) *Bedrijfseconomie: verzameld werk van Prof. Dr. Th. Limperg jr*; Bouma (1980) *Leerboek der bedrijfseconomie, Deel 2 De theorie van de financiering van ondernemingen*; en Duffhues (1997), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten*.

Literatuur

- Ballendux FJ, Van Vliet JK (1980) Zijn investeringsselectienormen ondernemingsafhankelijk? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 54(12): 558–569. <https://doi.org/10.5117/mab.54.13515>
- Black F, Scholes M (1973) The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy* 81(3): 637–654. <https://doi.org/10.1086/260062>
- Blom JJA, Schauten MJB (2003) De kwaliteit van corporate governance en de kosten van vreemd vermogen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 77(11): 530–538. <https://doi.org/10.5117/mab.77.12767>
- Boot AWA (1996) Heeft de bedrijfseconomie gefaald? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 70(11): 554–556. <https://doi.org/10.5117/mab.70.12647>

- Boot AWA, Cools K (1997) Financieel beleid op drijfzand. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 71(6): 296–304. <https://doi.org/10.5117/mab.71.17451>
- Boot AWA, Ligterink J (2011) Regulering van rendementen: snappen we het wel echt? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 85(10): 521–529. <https://doi.org/10.5117/mab.85.11879>
- Boot AWA, Wijn MFCM (1991) Insolventie, vermogensstructuur en vermogensmarkt. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 65(1/2): 22–32. <https://doi.org/10.5117/mab.65.13967>
- Bouma JL (1966) In memoriam. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 40(9): 325–326. <https://doi.org/10.5117/mab.40.21414>
- Bouma JL (1980) *Leerboek der bedrijfseconomie*. Delwel, Wassenaar.
- Brealey RA, Myers SC (1991) *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill.
- Brounen D, De Jong A, Koedijk K (2005a) Theorie en praktijk van ondernemingsfinanciering: investeringselectie. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 79(5): 174–183. <https://doi.org/10.5117/mab.79.16890>
- Brounen D, De Jong A, Koedijk CG (2005b) Theorie en praktijk van ondernemingsfinanciering: vermogensstructuurkeuze. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 79(6): 293–302. <https://doi.org/10.5117/mab.79.17527>
- Cools K (1991) Financiële topmanagers over hun vermogensstructuur. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 65(3): 87–101. <https://doi.org/10.5117/mab.65.15591>
- Cools K, Spee R (1990) De vermogensstructuur van Nederlandse beursondernemingen, 1977–1988. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 64(10): 409–428. <https://doi.org/10.5117/mab.64.11585>
- De Haan L (1995) Dividendbeleid van Nederlandse beursondernemingen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 69(12): 774–785. <https://doi.org/10.5117/mab.69.13686>
- De Jong A, Moerland PW (1999) Beheersingsmechanismen in Nederland: substituuft of complement? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 73(10): 499–512. <https://doi.org/10.5117/mab.73.11722>
- De Jong A, Fliers P, Van Beusichem H (2019) Catering and dividend policy: evidence from the Netherlands over the twentieth century. *Financial History Review* 26(3): 321–358. <https://doi.org/10.1017/S0968565019000209>
- De Jong A, Rosellón MA, Verwijmeren P (2006) De invloed van IFRS op preferente aandelen in Nederland. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 80(7/8): 336–342. <https://doi.org/10.5117/mab.80.20821>
- De Jong A, Marra T, Roosenboom P (2014) Beursintroducties tijdens de technologie-bubbel in Nederland. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 88(9): 368–378. <https://doi.org/10.5117/mab.88.31351>
- De Jong SE (1968) Een operationele methode voor het bepalen van de optimale financiële structuur. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 42(3): 153–167. <https://doi.org/10.5117/mab.42.15432>
- De Jongh BH (1922) *Beschouwingen over eenige effecten- en credietvormen in hun beteekenis voor de financiering der onderneming*. Dissertatie Rotterdam.
- Dorsman AB (1989) Dividend en dividendpolitiek. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 63(1/2): 42–49. <https://doi.org/10.5117/mab.63.13947>
- Douma S (1987) Op weg naar een economische organisatie-theorie: agency-theorie. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 61(11): 420–432. <https://doi.org/10.5117/mab.61.12525>
- Duffhues PJW (1997) *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten*. Wolters-Noordhoff, Amsterdam.
- Duffhues P (2013) Derivatens, risicomangement en de balansstructuur van ondernemingen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 87(6): 267–281. <https://doi.org/10.5117/mab.87.17817>
- Eije HV, Klaassen J (2007) Venture capital en beursintroducties: nettowinstgroei en rendementen op de eerste dag. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 81(5): 207–215. <https://doi.org/10.5117/mab.81.16912>
- Eije HV, Westerman W (2003) Cash management bij multinationale ondernemingen in de eurozone. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 77(5): 236–241. <https://doi.org/10.5117/mab.77.16881>
- Eijgenhuijzen HG (1989) Aandelenintroducties op de Amsterdamse effectenbeurs en het verschijnsel 'underpricing'. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 63(4): 119–127. <https://doi.org/10.5117/mab.63.16167>
- Eijgenhuijzen HG, Rietkerk G, Boomsma W (1972) Theorie en werkelijkheid bij emissies van aandelen met recht van voorkeur. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 46(7): 281–296. <https://doi.org/10.5117/mab.46.20360>
- Haccou JF (1954) Aandelen zonder nominale waarde. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 28(9): 335–353. <https://doi.org/10.5117/mab.28.21275>
- Houweling F, Scholtens LJR (2007) De waarderingseffecten van aandelenemissies. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 81(9): 414–419. <https://doi.org/10.5117/mab.81.21861>
- Jensen MC, Meckling WH (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jongman CD (1967) Financieringsstromen en financieringsstructuur. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 41(4/5): 121–136. <https://doi.org/10.5117/mab.41.16369>
- Jonkhart MJL (1977) Leencapaciteit in het kader van de financiële structuur van de onderneming. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 51(11): 493–506. <https://doi.org/10.5117/mab.51.12438>
- Jonkhart MJL (1981) De vermogensstructuur van de onderneming. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 55(4): 212–219. <https://doi.org/10.5117/mab.55.16120>
- Kemna AGZ, Kloek T, Pieterse A (1994) Een empirische verklaring voor de vermogensstructuur van Nederlandse ondernemingen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 68(12): 737–751. <https://doi.org/10.5117/mab.68.13679>
- De Lange ATh (1953) *Boekbesprekingen*. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 27(2): 82–90. <https://doi.org/10.5117/mab.27.14780>
- Lentz T, Ozinga A (1956) Een onderzoek naar de emissie-bedrijvigheid van industriële, commerciële en transport ondernemingen in Nederland na de tweede wereldoorlog. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 30(4): 146–166. <https://doi.org/10.5117/mab.30.15998>
- Ligterink JE, Schmeits A (1999) De vermogenskostenvoet van ondernemingen en de moderne financieringstheorie. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 73(4): 196–206. <https://doi.org/10.5117/mab.73.16259>

- Limperg Th (1937) *Leer der financiering*. Dictaat. Uitgewerkt en ingedeeld door G.D. Ribbius.
- Limperg Th (1966) *Bedrijfseconomie: verzameld werk van Prof. Dr. Th. Limperg jr.*
- Markowitz H (1952) Portfolio selection. *The Journal of Finance* 7: 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Meij JL (1942) *Leerboek der bedrijfseconomie*. Delwel.
- Meij JL (1946) *Weerstandsvermogen en financiële reorganisatie van ondernemingen*. Dissertatie.
- Meij JL, Snel PMMH (1964) *Leerboek der bedrijfseconomie*. Delwel.
- Merton RC (1973) Theory of rational option pricing. *The Bell Journal of Economics* 4: 141–183. <https://doi.org/10.2307/3003143>
- Modigliani F, Miller M (1958) The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 48(3): 261–297.
- Moerland PW (1998) Corporate governance en de vermogenskosten van de onderneming. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 72(3): 116–124. <https://doi.org/10.5117/mab.72.15658>
- Myers SC (1977) Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 55(2): 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers SC (1984) The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* 39(3): 575–592. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Van Ojen AW (1992) Inkoop van eigen aandelen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 66(4): 185–194. <https://doi.org/10.5117/mab.66.16196>
- Polak NJ (1921) *Eenige grondslagen voor de financiering der onderneming*. Dissertatie.
- Van Der Goot LRT, Roosenboom PGJ (2001) Corporate governance en de waardering van beursintroductions. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 75(3): 91–102. <https://doi.org/10.5117/mab.75.15688>
- Van Ravestijn HPW (1958) *Boekbesprekingen emissie-onderzoek*. *Maandblad Voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 32(9): 361–366. <https://doi.org/10.5117/mab.32.21342>
- Van Ees H, Garretsen JH, De Haan L, Sterken E (1997) Investerings en kredietbeperking. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 71(11): 557–567. <https://doi.org/10.5117/mab.71.12672>
- Van der Sar N, Schauten M, Hendrix K (2014) De ratio van terugkoop van eigen aandelen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 88(10): 401–408. <https://doi.org/10.5117/mab.88.31171>
- Van der Scheer WA, Sterken E (2000) Certificering en vermogensstructuur. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 74(11): 500–508. <https://doi.org/10.5117/mab.74.12732>
- Van Frederikslust RAI, Van Der Geest RA (2000) Rendementsontwikkeling van private equity onder steunde beursintroductions. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 74(9): 403–414. <https://doi.org/10.5117/mab.74.21764>
- Van Hoeijen HJ, Van Der Sar NL (1999) De performance van aandelenintroductions op de Amsterdamse effectenbeurs. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 73(3): 120–132. <https://doi.org/10.5117/mab.73.15669>
- Schmeits A (1993) Invloed van financiering op de beoordeling van investeringen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 67(3): 95–107. <https://doi.org/10.5117/mab.67.15610>
- Sharpe WF (1964) Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance* 19: 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Tempelaar F (1982) Bespreking Jonkhart's Optimal capital structure and corporate debt capacity. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 56(2): 97–102. <https://doi.org/10.5117/mab.56.15067>
- Tempelaar F (1988) Financieringstheorie en ondernemingsdoel. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 62(10): 444–460. <https://doi.org/10.5117/mab.62.11556>
- Tempelaar F (1990) Vermogensmarkt en onderneming: een lastig parket. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 64(1/2): 4–15. <https://doi.org/10.5117/mab.64.13953>
- Tempelaar F (1991a) Theorie van de ondernemingsfinanciering. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 65(6): 284–298. <https://doi.org/10.5117/mab.65.17396>
- Tempelaar F (1991b) Nobelprijs Economie 1990. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 65(5): 213–217. <https://doi.org/10.5117/mab.65.16771>
- Van Dijk R, De Jong A (1998) Determinanten van de vermogensstructuur van Nederlandse beursfondsen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 72(7/8): 383–397. <https://doi.org/10.5117/mab.72.20720>
- Van Dissel DJ (1967) Beurs en financiering. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 41(4/5): 190–195. <https://doi.org/10.5117/mab.41.16375>
- Veenstra RH (1976) Inhaalafschrijvingen, winstbepaling, financieringsstructuur en vervangingsbeleid. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 50(1): 25–45. <https://doi.org/10.5117/mab.50.10588>
- Wytzes HC (1983a) Van financieringsregels en -modellen naar een wijder perspectief. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 57(11): 505–516. <https://doi.org/10.5117/mab.57.12506>
- Wytzes HC (1983b) Een vergelijking van drie theorieën inzake de vermogensstructuur. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 57(3): 87–101. <https://doi.org/10.5117/mab.57.15541>