

Prof. Dr. J. L. Bouma

## Financiële innovatie in theorie en praktijk

De Redactie van het *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde* streeft ernaar elk jaar een aflevering van dit tijdschrift te wijden aan een bepaald thema. Voor de jaargang 1984 heeft zij daarbij het oog op 'Financiële innovatie in theorie en praktijk'.

In de afgelopen jaren veranderden niet alleen de sociale, economische en juridische voorwaarden en omstandigheden waaronder de overdracht en het beheer van vermogen plaatsvinden, ook de theorievorming met betrekking tot deze onderwerpen is in vele opzichten op een nieuwe leest geschoeid. De leer van de ondernemingsfinanciering had tot rond het midden van onze eeuw in menig opzicht een fragmentarisch karakter. De behandelde deelproblemen (zoals die welke betrekking hebben op de keuze van de financiële structuur; de emissie van aandelen; de selectie van investeringsprojecten; het beheer van het werkkapitaal), stonden min of meer op zichzelf. Voor het aanbrengen van samenhang werd veelal een beroep gedaan op informele oordeelsvorming van de ondernemer, de manager en zijn adviseurs. Dit neemt niet weg dat er in de presentatie van de partiële theorieën wel enkele lijnen waren aangebracht, zoals die van de 'levenscyclus' van de onderneming: oprichting, groei, consolidatie, reorganisatie, fusie en liquidatie. De 'leidende beginselen', de doelstellingen van het financieel management (rentabiliteit op langere termijn; solvabiliteit; liquiditeit; weerstandsvermogen; elasticiteit), waren - ook in de theorie - overwegend kwalitatief van aard.

In de afgelopen decennia is vooral vanuit de anglo-amerikaanse hoek getracht 'algemene' financieringstheorieën te ontwerpen en daarin de reeds bestaande deeltheorieën - al dan niet na amendering - in te vlechten. Daarbij heeft men in de eerste plaats naar zgn. *verklarende* theorie gezocht en niet zozeer naar zgn. *normatieve* theorie. De centrale vraag is: 'wat zijn de gevolgen van alternatieve maatregelen terzake van financiering, investering en dividendbetaling voor de waarde van de onderneming?'; het geven van aanbevelingen voor de praktijk verschuift naar de achtergrond.

De theorie van de ondernemingsfinanciering wordt in tenminste twee richtingen uitgewerkt. Aan de ene kant wordt het financiële doen en laten van de onderneming in relatie gebracht tot de persoonlijke drijfveren van *in-*

*dividuen* (beleggers, managers, commissarissen) die bij de besluitvorming zijn betrokken. Hierbij valt vooral te denken aan de ‘agency theory’, zijnde een theorie die de aandacht richt op het beheersen van belangenconflicten. Hoewel deze theorie hier en daar formeel zeer indrukwekkend is uitgewerkt, heeft zij tot nog toe weinig praktisch bruikbare resultaten opgeleverd boven en buiten hetgeen, dat al algemeen bekend was.

Aan de andere kant wordt het financiewezen van de onderneming ingebed in een meer omvattend model van *financiële markten en instellingen*. Aan de hand van dit model worden de voorwaarden voor en de implicaties van het bestaan van evenwicht (op de markten) onderzocht. De resultaten van de marktgeoriënteerde theorieën van de ondernemingsfinanciering en het beleggersgedrag zijn intussen wel hier en daar in de sferen van de toepassing ‘opgepakt’, ook al is de uitwerking daarvan niet erg opvallend. De marktgeoriënteerde theorieën kunnen globaal gesproken in een viertal ‘families’ worden ingedeeld, te weten:

- De theorie van het *samenstellen van een beleggingsportefeuille*, kortweg: de (moderne) portefeuilletheorie. Deze theorie onderzoekt het gedrag van de belegger onder de uitdrukkelijke veronderstelling dat zijn aandacht is gericht op de relevante kenmerken van de *collectiviteit* van zijn beleggingsobjecten, in plaats van op die van *individuele* ‘fondsen’.
- Het ‘*Capital Asset Pricing Model*’ (CAPM) oftewel de theorie van de prijsvorming van beleggingsobjecten. Deze heeft ten doel de samenhang der (relatieve) prijzen van beleggingsobjecten in een toestand van evenwicht te verklaren. Zeer in het bijzonder wordt gezocht naar een kwantificeerbare relatie tussen de prijs en het risico van een ‘fonds’. Verwant aan deze ‘familie’ is het ‘Arbitrage Pricing Model’. Dit is een modeltype aan de hand waarvan men (los van de neo-klassiek economische onderbouwing van het ‘CAPM’) statistische relaties probeert te leggen tussen de prijs, respectievelijk de verwachte (vereiste) rentabiliteit, van een ‘fonds’ en enkele indices die kenmerkend worden geacht voor de kwaliteit van het economisch leven en de toestand op de vermogensmarkt.
- De theorie van de *efficiënte (vermogens-)markt*. Deze beoogt een verklaring te geven van de tijdsruimtelijke ontwikkeling van de prijzen op speculatieve markten. In het bijzonder wordt hierbij nagegaan in hoeverre relevante informatie zonder vertraging en zonder vertekening in de prijsvorming tot uitdrukking komt.
- De theorie van de *optieprijs*, meer in het algemeen de theorie van de prijs van voorwaardelijke rechten (‘contingent claims’). Het gaat hierbij niet alleen om beursopties (‘listed options’) zoals die op de optiebeurs worden verhandeld, ‘warrants’ of conversierechten (verbonden aan converteerbare leningen). Ook andere financieringsfiguren, zoals aandelen, zijn als opties (in casu: koopopties) op te vatten; de aandeelhouders kunnen na verloop van de krediettermijn de onderneming van de schuldeisers ‘terugkopen’ tegen betaling van de ‘uitoefenprijs’ (in casu: het overeengekomen bedrag van aflossing en opgelopen rente).

Mede op basis van deze theorieën zijn er met betrekking tot het financieel management diverse conclusies ontwikkeld inzake de relevantie en irrelevantie van de dividendpolitiek of van de keuze van de verhouding ondernemend/niet-ondernemend vermogen op de waarde van de onderneming. Sommige van deze conclusies zijn verrassend, hoewel de verrassing in vele gevallen wordt verwekt door talrijke, vaak nogal 'knellende' veronderstellingen. De toetsing van de betrokken theorieën wordt in het algemeen gekenmerkt door veel haken en ogen.

Het is uiteraard niet mogelijk al de genoemde theoretische ontwikkelingen diepgaand en evenwichtig te behandelen binnen het bestek van één aflevering van een tijdschrift. De Redactie heeft derhalve een beperkende selectie van onderwerpen moeten maken. De definitieve behandeling ervan is evenwel mede afhankelijk van de beschikbaarheid van terzake kundige auteurs.

Deze tweeledige beperking geldt eveneens met betrekking tot het opnemen van verhandelingen over de vernieuwingen in de *praktijk* van het financieel management en van financiële markten en instellingen. Naast de onderwerpen die in dit nummer in feite zijn besproken, zouden talloze andere hebben kunnen staan, zoals: de ontvlechting en 'opdeling' van concerns; de beheersing van de gevolgen van de geldontwaarding; het risico-management in relatie tot het financieel management; het financieel beheer van internationale ondernemingen; 'merchant banking'; 'venture capital'; 'de parallelmarkt'. Een betrekkelijk willekeurige greep, die zich ad libitum laat uitbreiden en detailleren.

Moge de inhoud van de onderhavige aflevering van het MAB, in weerwil van de gesignaleerde betrekkelijkheid, menige lezer een indruk geven van het nieuwe 'denken' en 'doen' op het terrein van de ondernemingsfinanciering.