

Capital Structure Choice

Prof. Dr. F.M. Tempelaar

BOEKBESPREKING

Kees Cools
Capital Structure Choice
 Dissertatie
 Katholieke Universiteit Brabant
 Tilburg, 1993

Capital Structure Choice is het proefschrift waarop de auteur aan het einde van 1993 is gepromoveerd aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Katholieke Universiteit Brabant. Onderwerp van het proefschrift is het vraagstuk van de vermogensstructuur van ondernemingen. Cools heeft aangaande dit onderwerp een lijvige (ca. 300 pp.) en interessante studie geproduceerd die zeer lezenswaard is. De volledige titel van het boek, *Capital Structure Choice: confronting (meta)theory, empirical tests and executive opinion*, geeft aan dat het om een veelomvattende studie gaat. Het vraagstuk wordt zowel theoretisch als empirisch onderzocht, volgens beide gezichtspunten op een uitvoerige en grondige wijze. Hierna geef ik een overzicht van de inhoud van het boek. Gelet op het feit dat er geen handelseditie van de dissertatie is verschenen, meen ik er goed aan te doen dit overzicht tamelijk uitgebreid te maken. De bespreking wordt afgesloten met enkele waarderende kanttekeningen.

Het boek bestaat uit 7 hoofdstukken, welke achtereenvolgens ingaan op de drie elementen die in de ondertitel worden genoemd. De hoofdstukken 2 en 3 geven een theoretische verhandeling, de

hoofdstukken 4 en 5 gaan in op de empirische toetsing, en hoofdstuk 6 bespreekt de gepeilde meningen van financiële managers. De hoofdstukken 1 en 7 bevatten respectievelijk de inleiding en de nabeschuiving met conclusies. Zoals uit de titel blijkt, is het boek in het Engels geschreven; het is voorzien van een duidelijke samenvatting in het Nederlands.

In het inleidende hoofdstuk wordt de vermogensstructuur betrokken op de relatieve hoeveelheden van de uiteenlopende vermogenstitels waarmee de onderneming is gefinancierd. Deze vermogenstitels worden in dit verband onderscheiden naar hun financiële rechten en zeggenschapsrechten. Per saldo heeft het begrip vermogensstructuur betrekking op de verhouding van het vreemde (niet ondernemende) vermogen en het eigen (ondernemende) vermogen van de onderneming, conform de wijze waarop dit in de financieringsliteratuur doorgaans gebeurt. Op basis hiervan wordt de structuur van het vermogen operationeel uitgedrukt in een 'leverage ratio' (de waarde van het vreemde vermogen als fractie van de waarde van het totale vermogen). In een latere fase van de studie speelt hierbij ook nog een nadere indeling van het vreemd vermogen in langlopend en kortlopend een rol.

Het theoretische deel van het boek valt uiteen in twee gedeelten, en daarmee treft de lezer meteen een van de specifieke aspecten van het door Cools verrichte onderzoek. Alvorens in hoofdstuk 3 in te gaan op de theorievorming inzake de vermogensstructuur, presenteert de auteur in hoofdstuk 2 eerst enige 'methodological skirmishes'. Hij ontwikkelt in dit hoofdstuk een metatheoretisch kader aan de hand waarvan de theorievorming omtrent de vermogensstructuur

Prof. Dr. F.M. Tempelaar is hoogleraar in de Bedrijfseconomie, in het bijzonder de Ondernemingsfinanciering, aan de Rijksuniversiteit Groningen.

kan worden gecategoriseerd en geanalyseerd. Ten behoeve van de ontwikkeling van een eigen metatheorie geeft Cools een overzicht van de wetenschapsfilosofische en methodologische denkbeelden van Popper, Kuhn, Lakatos en de Nederlander Hamminga. Voorts staat hij uitvoerig stil bij de postmodernistische opvattingen die in de economische wetenschap zijn geïntroduceerd door met name McCloskey en Klamer. Per saldo presenteert Cools een eigen metatheorie die specifiek is afgestemd op de theorievorming inzake de vermogensstructuur. Voor zijn 'metatheoretical story on capital structure research' (pp. 38-47) sluit hij in belangrijke mate aan bij de denkbeelden van Hamminga en bij de postmodernistische opvatting.

De geformuleerde metatheorie levert het kader aan de hand waarvan in hoofdstuk 3 het theoretische onderzoek naar de vermogensstructuur wordt samengevat. Zoals bij alle verhandelingen ter zake begint de uiteenzetting bij het baanbrekende werk van Modigliani en Miller uit de jaren vijftig. Vervolgens wordt de ontwikkeling van de theorie ingedeeld op basis van de wijze waarop de toegepaste veronderstellingen zich in de loop van het onderzoek wijzigen, mede in relatie tot de ontwikkeling van de afgeleide theorema's. Een metatheoretische conceptie die hierbij centraal staat is het mogelijkheidstheorema ('possibility theorem') dat zich onderscheidt van het alomvattende theorema ('encompassing theorem'). Een alomvattend theorema bestrijkt alle tot dan toe beschikbare theoretische kennis omtrent de vermogensstructuur en voegt daaraan iets toe (door een tot dan toe gehanteerde veronderstelling af te zwakken of te laten vervallen). Daarentegen baseert een mogelijkheidstheorema zich op slechts een deel van de reeds beschikbare kennis en richt zich daarbinnen op een specifieke toevoeging van kennis (in de regel: een of meer 'oude' veronderstellingen die bij de bestaande theoretische kennis niet meer worden gebruikt, worden opnieuw ingevoerd, en een specifieke andere veronderstelling wordt afgezwakt). Het ontwikkelen van steeds ruimere alomvattende theorema's is een uiting van het modernistische (dat wil zeggen: volgens filosofen zoals Descartes) streven naar ultieme, alles omvattende kennis. Mogelijkheids-theorema's weerspiegelen volgens Cools een postmodernistische kijk op de bereikbare kennis, die veeleer het karakter heeft van een verzameling 'possible stories' welke vanuit verschillende

gezichtspunten gezamenlijk bijdragen tot meer inzicht in het onderzochte fenomeen.

Hoofdstuk 3 bevat tegen deze metatheoretische achtergrond een duidelijk gestructureerd en veelomvattend overzicht van het theoretisch onderzoek van de vermogensstructuur. In dit onderzoek heerst sinds de jaren vijftig aanvankelijk het streven naar de ontwikkeling van alomvattende theorema's. Cools signaleert dat sinds het einde van de jaren zeventig de postmodernistische benadering geleidelijk binnentreedt en de theorievorming zich gaat ontwikkelen langs de lijnen van mogelijkheidstheorema's. In dit verband besteedt hij ruime aandacht aan de rol van denkbeelden inzake informatie-asymmetrie, 'moral hazard' en agency kosten in het theoretische onderzoek van de vermogensstructuur.

De hoofdstukken 4 en 5 betreffen het empirisch onderzoek van de vermogensstructuur. In het eerste van deze hoofdstukken presenteert Cools een uitvoerig overzicht van de belangrijkste empirische studies die sinds het einde van de jaren zestig zijn verricht. Het gaat hier vooral om 'cross sectional' studies, waarin de geobserveerde vermogensstructuren van bepaalde groepen ondernemingen via econometrische analyse in verband worden gebracht met uiteenlopende determinanten.

Bij de bespreking van het verrichte empirische onderzoek besteedt Cools uitgebreid aandacht aan methodologische aspecten, welke naar zijn mening een cruciale rol spelen. Het empirisch onderzoek vergt van de beoefenaren ervan dat zij diverse belangrijke stappen zetten in aanvulling op hetgeen de theoretische onderzoekers hebben opgeleverd aan denkbeelden en inzichten omtrent de vermogensstructuur. Deze stappen betreffen onder meer het selecteren van meetbare benaderingsvariabelen ('proxies'), het specificeren van de relaties tussen variabelen en de specificatie van de stochastische structuur van model en variabelen. De wijze waarop deze stappen in concreto worden gezet is van grote invloed op de uitkomst van de empirische toetsingen, omdat de theoretische analyse van de vermogensstructuur voor de empirische onderzoekers veel ter nadere specificatie overlaat. Dit speelt in het onderhavige onderzoekprogramma een zodanige rol dat Cools van een immunisatiestrategie spreekt: de theorie is als het ware afgeschermd voor de resultaten van empirische toetsingen. Hij signaleert in dit ver-

band dat het empirisch onderzoek vooral gericht lijkt te zijn op de bevestiging van theoretische beweringen en niet op de weerlegging hiervan. Het is dan ook opvallend dat empirische onderzoekers de neiging hebben toetsingsuitkomsten die niet conform de theorie zijn vooral te wijten aan onvolkomenheden van het empirisch onderzoek (zoals meetfouten, onjuiste keuze van 'proxies', en dergelijke), in plaats van de houdbaarheid van de betrokken theorie aan de orde te stellen. Dit vormt een ondersteuning van de zogenaamde unilaterale onafhankelijkheidsstelling die Cools in het kader van zijn metatheorie heeft geponereerd met betrekking tot het onderzoek van de vermogensstructuur. Zie pag. 46: 'theory could have developed with the same speed and could have taken the same course as it has done, if no econometric research has been undertaken (one-way independence), but empirical research in the programme strongly depends on the theoretical work, as empirical papers are only likely to be accepted by academic journals if theories are tested (one-way dependence)'.

Niettemin constateert de auteur dat het verrichte empirische onderzoek de volgende globale conclusies rechtvaardigt: de 'leverage ratio' hangt positief samen met de hoeveelheid vaste activa, en negatief met de kans op faillissement, met de winstgevendheid, met marginale belastingbesparingen, met de uniekheid van het voortgebrachte produkt en met de kosten van de uitgaven voor research & development.

In hoofdstuk 5 presenteert Cools zijn eigen empirische onderzoek naar de vermogensstructuur van Nederlandse ondernemingen. Hij past zowel regressie-analyse als een factor-analytische techniek toe op gegevens over de jaren 1977, 1978 en 1987, 1988 van 100 aan de beurs genoteerde vennootschappen. De analyse wordt in stappen opgebouwd en uitvoerig toegelicht, onder meer in relatie met Nederlandse institutionele kenmerken. Per saldo leidt het onderzoek tot de conclusie dat de mate van financiering met vreemd vermogen negatief samenhangt met de hoogte van het bedrijfsrisico en met de winstgevendheid, en positief met de omvang van de onderneming. Voorts blijken activa-met-onderpandwaarde een positieve invloed te hebben op de hoeveelheid lange-termijn vreemd vermogen, en te realiseren belastingvoordelen uit anderen hoofde dan de aftrekbaarheid van interest hebben een onverwacht positief effect op de 'leverage ratio'. Een

andere interessante conclusie is dat de vermogensstructuren veeleer in boekwaarden moeten worden uitgedrukt dan in marktwaarden. Cools tekent hierbij aan dat de feitelijk waarneembare vermogensverhoudingen in dit verband als benadering ('proxy') worden genomen van de nagestreefde verhoudingen.

Nadrukkelijk constateert Cools dat de voorgaande conclusies zijn gebaseerd op statistische verbanden. Echter hierachter gaan diverse keuzes van determinanten en 'proxies' schuil, voor welke achterliggende keuzes geen statistische toetsen voorhanden zijn. Bovendien wenst de auteur zich uiteindelijk te baseren op causale economische verbanden. Deze overwegingen leiden tot hoofdstuk 6, getiteld 'In Search of Causality: talking to Chief Financial Officers about their Capital Structure Choice'. In dit hoofdstuk wordt verslag gedaan van een serie semi-gestructureerde interviews, gehouden met de leidende financiële managers (leden van raden van bestuur) van 50 grote Nederlandse ondernemingen. Dit gedeelte van het onderzoek vormt een interessante afsluiting van de studie. De interviews stelden Cools in de gelegenheid niet uitsluitend het vraagstuk van de vermogensstructuur aan de orde te stellen. Zo bleek dat bijna 80% van de ondervraagden winstmaximalisatie (in het kader van het streven naar continuïteit) als voornaamste ondernemingsdoel hanteert in plaats van de binnen de financieringstheorie gepostuleerde waardemaximalisatie voor de zittende aandeelhouders, en dat de overgrote meerderheid van mening is dat het aandeel van de eigen onderneming op de effectenbeurs niet de correcte prijs krijgt.

Uit het interview-onderzoek komt als voornaamste determinant van de vermogensstructuur het bedrijfsrisico naar voren. De andere, eerder bepaalde determinanten worden niet uitdrukkelijk gevonden of blijken volgens de geïnterviewden op een andere wijze te functioneren (bijvoorbeeld: de omvang van de onderneming heeft hoogstens een indirecte invloed en winstgevendheid is geen determinant). Met betrekking tot de gewenste vermogensverhouding wordt veelal gestreefd naar een optimale bandbreedte, welke in de regel is uitgedrukt in boekwaarden van het vermogen. Interessant is in dit verband de bewering van Cools dat het zogenoemde 'pecking order' gedrag kan worden aangetroffen als een manier om tot een dergelijke bandbreedte te komen, dan wel er

binnen te bewegen. (De 'pecking order' hypothese stelt dat bij de financiering van activiteiten volgens een vaste volgorde wordt geput uit voorhanden bronnen: eerst wordt zoveel mogelijk gebruik gemaakt van interne financiering; vervolgens wordt gebruik gemaakt van vreemd vermogen met een voorkeur voor vormen waaraan relatief weinig risico kleeft; pas in laatste instantie zal gebruik worden gemaakt van eigen vermogen via de uitgifte van nieuwe aandelen).

Capital Structure Choice is een goed boek. Cools schrijft helder en op een prettig leesbare wijze, de redeneringen worden over het algemeen duidelijk toegelicht. Het is geen gemakkelijk boek, want het onderwerp is niet eenvoudig en de auteur heeft het zich niet gemakkelijk gemaakt. Vooral zijn metatheoretische 'bewogenheid' plaatst hem in de loop van zijn verhaal voor vele lastige vragen, maar het zijn juist deze vragen die naar mijn mening de dissertatie zeer de moeite waard maken. De theorie van de ondernemingsfinanciering verwordt niet zelden tot een abstract en gesloten denksysteem, en het empirisch onderzoek gaat regelmatig ten onder in econometrische en 'data'-technische exercities. Een studie die uitvoerig ingaat op het theoretische en het empirische onderzoek en daarbij steeds de fundamentele 'waarom'- en 'waartoe'-vragen stelt, is een aanwinst voor het vak. En Kees Cools toont zich in meer dan een opzicht een bekwaam vakman.

Uiteraard kunnen er ook bij deze studie kanttekeningen en kritische opmerkingen worden geplaatst. De uitvoering en vormgeving van de tekst vertoont vrijwel geen onvolkomenheden, behalve in sommige tabellen. De tabellen aan het einde van de hoofdstukken 2 en 3 vertonen de sporen van een samenhang die er kennelijk in een eerdere versie van het betoog is geweest, maar die in de gepubliceerde tekst is vervallen. Tabel 4.1 correspondeert niet geheel met de relevante tekst van hoofdstuk 4 en tabel 5.9.D zou volgens mij betrekking moeten hebben op 'trade credit' in plaats van het vermelde 'long term debt'. In het licht van het boek als geheel behoren dergelijke zaken echter tot de categorie 'peanuts'.

De belangrijkste inhoudelijke kanttekening zou ik willen plaatsen bij de motivering en methodologische integratie van hoofdstuk 6. Ik stel daarbij voorop dat ik het als een verdienste van Cools beschouw dat hij een survey-onderzoek met behulp van interviews heeft verricht. Deze metho-

de van empirisch onderzoek is tot dusverre in Nederland binnen het studieterrein van de financiering en belegging nog slechts sporadisch toegepast, terwijl ze een belangwekkende bron van kennis kan vormen. (Het is overigens verheugend te constateren dat survey-onderzoek, evenals onderzoek via case-studies, momenteel een toenemende belangstelling van onderzoekers binnen de financiële bedrijfseconomie geniet; in dit verband is het jammer dat Cools de toegepaste vragenlijst niet integraal als bijlage bij hoofdstuk 6 heeft opgenomen). Hoofdstuk 6 levert interessante informatie op, maar roept bij mij tevens een wezenlijke vraag op aangaande de betekenis van deze informatie in de context van de studie als geheel. Tot aan hoofdstuk 6 richt Cools' onderzoek zich op de vermogensstructuur als theoretisch en empirisch fenomeen binnen het krachtenveld van de vermogensmarkt en/of in het verband van databestanden met markt- en accounting-gegevens. Ter typering van het onderzoek wordt in de tekst soms gerefereerd aan de vraag 'How do firms choose their capital structures?' (in 1983 gesteld door Stewart Myers in zijn Presidential Address tot de American Finance Association; gepubliceerd in de *Journal of Finance*, 1984). Ik vraag mij af of dit de vraag is die vóór hoofdstuk 6 aan de orde is. Het gaat daar veeleer om de vraag wat we kunnen zeggen over de tot stand gekomen, observeerbare vermogensstructuren. Dus: 'wat kunnen we zeggen van het resultaat van de (kennelijke) keuzes', en niet: 'hoe wordt er gekozen'. De benadering volgens Modigliani en Miller levert naar mijn mening een economisch-rationeel 'verhaal' ('story') op ter duiding van vermogensstructuren als de resultaten van marktkrachten. Deze benadering vormt de ondertoon van de hoofdstukken 3, 4 en 5. Het is zeer relevant vervolgens ook de vragen te stellen zoals ze in hoofdstuk 6 worden gezien, maar gaat het dan eigenlijk niet over een ander type probleem? Ik meen dat Cools op dit punt niet de methodologische diepgang bereikt die hem in de rest van zijn dissertatie kenmerkt. Zijn uiteenzetting op pp. 256-258 is interessant, maar in mijn ogen niet bevredigend. Wat moet de lezer zich precies voorstellen bij de causaliteit waar Cools naar op zoek is? Welke plaats moet bijvoorbeeld worden toegekend aan de pragmatische kennis die naast de op theorievorming gebaseerde wetenschappelijke kennis een belangrijke plaats inneemt binnen de bedrijfseconomie? In hoeverre zouden antwoorden

op vragen naar het 'hoe' mede moeten worden geïnterpreteerd in het kader van denkbeelden omtrent beperkte rationaliteit, zoals die bijvoorbeeld worden uitgewerkt in de 'behavioral finance'? Ik ben mij er terdege van bewust dat het stellen van dergelijke vragen aanzienlijk eenvoudiger is dan het beantwoorden ervan. Om nog maar te zwijgen over de problemen die de implicaties van een en ander in het onderzoek teweeg kunnen brengen. De onderhavige kritische bespie-

geling heeft dan ook veeleer het karakter van een schot voor de boeg van toekomstig onderzoek, dan dat ze afbreuk doet aan mijn waardering voor de studie van Kees Cools.

Ik meen dat deze dissertatie verplichte kost zou moeten zijn voor iedere wetenschappelijke onderzoeker die zich begeeft op het terrein van de ondernemingsfinanciering (of voornemens is dat te doen).