

Investeringsbeoordeling en financiële planning

Een commentaar

Drs. J.A. Schipperijn

1 Inleiding

Deze bijdrage beoogt een commentaar te leveren bij het artikel van Tempelaar. Dat artikel geeft een gedegen en interessant overzicht van de ontwikkeling van de financieringstheorie. Dit overzicht geeft mij geen aanleiding tot commentaar; mijn bijdrage heeft dan ook veeleer het karakter van een aanvulling. Deze aanvulling geschiedt tegen de achtergrond van de vraag wat de in het artikel geschetste ontwikkeling van de theorie van de ondernemingsfinanciering nu per saldo heeft opgeleverd voor de gebruikers ervan. Ik ben van mening dat – in het algemeen gesproken – de beoogde gebruikers niet, c.q. niet goed, uit de voeten kunnen met het instrumentarium dat hen door 'de financieringstheorie' wordt aangereikt. Voor de oplossing van hun problemen maken zij dan ook veelal gebruik van andere methoden. Er bestaat op het gebied van het financiële management in meer of mindere mate een tegenstelling tussen theorie en praktijk. Ik wil dit toelichten aan de hand van enig onderzoek met betrekking tot de praktijk van de investeringsselectie in ondernemingen. In het tweede gedeelte van dit commentaar wil ik vervolgens enige aandacht besteden aan een praktisch bruikbare benadering van de financiële planning.

2 Toepassing van methoden voor investeringsselectie

Aan het vraagstuk van de investeringsbeoordeling wordt in het artikel van Tempelaar slechts weinig aandacht besteed (de beperking van het thema wordt overigens ook uitdrukkelijk aange-

geven). Uit zijn artikel, zie paragraaf 2, blijkt dat reeds aan het begin van de jaren vijftig de disconteringsanalyse voor de investeringsselectie in het vak is geïntroduceerd. Er is sinds die tijd op diverse punten sprake geweest van nadere theorievorming, onder meer met betrekking tot de analyse van projectrisico's en vooral ook ten aanzien van de 'invulling' van disconteringsvoeten (zie bijvoorbeeld paragraaf 4.3 in het artikel van Tempelaar). Maar in essentie vormt de disconteringsanalyse ook heden ten dage nog de kern van de benadering van het investeringsprobleem in de financieringstheorie. In alle gangbare leerboeken omtrent de ondernemingsfinanciering worden de disconteringsmethoden uiteengezet. Ik doel hier met name op de methode van de interne rentabiliteit en die van de netto contante waarde. Andere methoden, zoals de terugverdienperiode en de gemiddelde boekhoudkundige rentabiliteit worden als theoretisch onjuist afgedaan. Zie bijvoorbeeld Bouma (1980), of Brealey en Myers (1988). Ook in allerlei 'recept-achtige' publikaties voor praktici wordt met betrekking tot de investeringsproblematiek in de regel een bloemlezing gegeven van disconteringsmethoden. Kortom, 'de praktijk' wordt reeds enige tientallen jaren in de richting van disconteringsmethoden gestuurd. Wat is het effect van dit zendingswerk?

In de Verenigde Staten zijn sinds de jaren zestig diverse onderzoeken verricht naar de methoden die in (veelal grote) ondernemingen worden toegepast bij het nemen van investeringsbeslissingen.

Drs. J. A. Schipperijn is universitair hoofddocent bij de vakgroep Bedrijfseconomie van de Rijksuniversiteit Groningen. Zijn onderwijs en onderzoek hebben in het bijzonder betrekking op de ondernemingsfinanciering.

gen. Een samenvatting van deze onderzoeken wordt gegeven door Reichert en anderen (1988). In dit artikel wordt tevens aangegeven in welke mate disconteringstechnieken (NPV en IRR) worden toegepast in 1980 en in 1985. In 1980 stelt 86% van de ondervraagde ondernemingen deze methoden te gebruiken, in 1985 is dit percentage opgelopen tot bijna 90. Opvallend is overigens dat naast het gebruik van de in de literatuur aanbevolen methoden ook veelvuldig andere, niet aanbevolen, technieken blijken te worden gebruikt.

Eigen onderzoek, in 1986 tezamen met Bouma uitgevoerd bij 69 Nederlandse industriële bedrijven (voornamelijk in het midden- en kleinbedrijf) laat een geheel ander beeld zien. Zie Bouma en Schipperijn (1988). Slechts 25% van de onderzochte ondernemingen verklaart gebruik te maken van disconteringsmethoden bij het nemen van investeringsbeslissingen. Opvallend is dat alle onderzochte ondernemingen, ook degene die disconteringsmethoden toepassen, gebruik maken van andere technieken: van de 69 bedrijven gebruiken er 48 methoden met betrekking tot de boekhoudkundige rentabiliteit, 41 passen methoden toe die iets zeggen over de liquiditeit en 34 gebruiken de terugverdienperiode (terwijl slechts 17 daarnaast ook disconteringsmethoden gebruiken). Bij het bezien van het opmerkelijke verschil tussen deze uitkomsten en die van het eerder vermelde Amerikaans onderzoek, dient te worden gewezen op het verschil in grootte van de onderzochte bedrijven.

Hoe zou het opvallend geringe gebruik van disconteringsmethoden in de onderzochte Nederlandse ondernemingen kunnen worden verklaard? In Bouma en Schipperijn (1986) worden bij wijze van hypothese drie groepen van factoren genoemd die relevant kunnen zijn voor de bruikbaarheid en het feitelijke gebruik van investeringsselectiemethoden. Uit het eerder genoemde onderzoek blijkt dat (1) de analytische kenmerken van disconteringstechnieken, (2) de kwaliteit van de gegevens, benodigd voor het op een juiste wijze hanteren van deze technieken, en (3) de deskundigheid van de gebruikers van de technieken, van invloed zijn op het gebruik dat ondernemingen maken van disconteringsmethoden.

Zie Bouma en Schipperijn (1988), pp. 27 en 31. Wanneer de gebruikers gewend zijn om te denken in en te werken met boekhoudkundige grootheden, dan ligt het voor de hand om ook de beoordeling van investeringsprojecten op die wijze te benaderen; dat wil zeggen: aan de hand van pro forma boekhoudkundige overzichten over een reeks van jaren corresponderend met de looptijd van de betrokken projecten. Uiteraard dienen dan tevens de financieringskosten en de invloed van onzekere (exogene) factoren in de beschouwing te worden betrokken. Met betrekking tot de laatstgenoemde invloed valt te denken aan de toepassing van gevoeligheids- en scenario-analyse. De beschikbaarheid van efficiënte 'spread sheet' computersoftware maakt een dergelijke benadering goed mogelijk.

3 Financiële planning en ontwerp

In het artikel van Tempelaar (paragraaf 4.1) wordt gewezen op het gebruik van mathematische programmeringsmodellen in de financiering. In dat verband wordt ook gewag gemaakt van de 'managerial' oriëntatie bij de toepassing van deze modellen. In het laatste deel van mijn commentaar wil ik hier nader op ingaan.

De benadering met behulp van planningstechnieken uit de 'operations research' (zoals de genoemde programmeringstechnieken) wordt veelal aangeduid als *planningbenadering*. Deze laatste term wordt ook wel specifiek betrokken op een door Ackoff (1979,1981) geïntroduceerde methode van interactieve planning en ontwerpende benadering. Planning wordt in dit verband beschouwd als een proces waarin alle betrokkenen zich beijveren om problemen op te lossen. Problemen maken in de regel deel uit van een 'problemen-kluwen'. Het beheersen hiervan vraagt om een proces van interdependente besluitvorming volgens een interactieve en tevens ontwerpende benadering. Deze benadering beoogt het systeem waarvan het probleem deel uitmaakt zodanig te veranderen, dat het dichter tot de door de betrokkenen als ideaal gewenste situatie geraakt. Kenmerkend voor het proces volgens deze benadering zijn: participatie van betrokkenen, continuïteit, en onverbreekelijke

samenhang tussen delen en het geheel van het systeem. Als zodanig heeft dit proces karakteristieken in zich van de intern-gedragstheorie. Zie ook Bouma (1982), hoofdstuk 4.

Specifiek gericht op het vraagstuk van de *financiële planning* sluit Bouma (1986) nauw aan bij de geschetste benadering van Ackoff. Bouma stelt dat ten behoeve van het planningproces de ontwikkeling van modellen in samenspraak tussen practicus en theoreticus zou moeten geschieden. De theoreticus levert de technieken voor analyse en de practicus de specifieke kennis omtrent de organisatie waarin het probleem zich voordoet. Hij stelt voorts dat het van belang is aandacht te besteden aan de wijze waarop de resultaten van het interactieve planningproces aan de gebruiker worden gepresenteerd. Waar het hier gaat om financiële modellen, dient een bewuste keuze te worden gemaakt uit het financieel-economische of het financieel-administratieve (boekhoudkundige) taalsysteem.

In een onderzoeksamenwerking tussen de vakgroep Bedrijfseconomie van de Rijksuniversiteit Groningen en een onderneming ter exploitatie van een grote luchthaven is een financieel planningmodel gebouwd volgens de benadering die in het voorgaande beknopt is getypeerd. Zie Bronsema, Schipperijn en anderen (1982,1984); zie ook Bronsema (1988). De uiteindelijk geconstrueerde modellen zijn ontworpen volgens een interactief proces en maken onder meer gebruik van technieken uit de 'operations research' (lineaire programmering en doelprogrammering). De uitkomsten van het gebruik van de modellen zijn vervat in het boekhoudkundige taalsysteem (i.c. geprognosticeerde balansen en resultatenrekeningen).

Dit onderzoek heeft naar mijn mening aangetoond dat de in het voorgaande geschetste benadering met betrekking tot het vraagstuk van de financiële planning tot zinvolle en bruikbare resultaten kan leiden. Als zodanig kan deze benadering dienen als een aanbeveling ten behoeve van de door Tempelaar bepleite pluriformiteit in het onderzoek.

Literatuur

- Ackoff, R.L. (1979), Restructuring the future of operations research, *Journal of the Operations Research Society*, vol.30, nr.3.
- Ackoff, R.L. (1981), The art and science of mess management, *Interfaces*, vol.11, nr.1.
- Bouma, J.L. (1980), *Leerboek der Bedrijfseconomie, Deel II*, Delwel, Wassenaar.
- Bouma, J.L. (1982), *Leerboek der Bedrijfseconomie, Deel I*, Delwel, Wassenaar.
- Bouma, J.L. (1986), Financiële modelbouw: ontwerp en interactie, in: J.W.M. Schaffers e.a. (red), *Financiering en Belegging*, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Bouma J.L. en J.A. Schipperijn (1986), Investeringsplanning in theorie en praktijk, *Maandblad voor Bedrijfsadministratie en Organisatie*, jrg.90, nr.1075.
- Bouma, J.L. en J.A. Schipperijn (1988), *Investeringsbeslissingen in Theorie en Praktijk*, KPMG Klynveld, Utrecht / Rijksuniversiteit Groningen.
- Brealey, R.A. en S.C. Myers (1988), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
- Bronsema, H.J.J. (1988), *Beslissingsondersteunende Modellen ten behoeve van Financiële Planning en Beleggingsmanagement*, dissertatie, Rijksuniversiteit Groningen.
- Bronsema, H.J.J., J.A. Schipperijn e.a. (1982), Interactieve modelbouw ten behoeve van de planning van de NV Luchthaven Schiphol, in: A.C.C. Herst e.a. (red.), *Financiering en Belegging*, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Bronsema, H.J.J., J.A. Schipperijn e.a. (1984), Het financieel modelbouwproces op de Luchthaven Schiphol, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, jrg.58, nr.10/11.
- Reichert, A.K., J.S. Moore en E. Byler (1988), Financial analysis among large U.S. corporations: recent trends and the impact of the personal computer, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.15, nr.4.