

Drs H. Willems

DE FINANCIËLE STRUCTUUR EN DE
VERMOGENSKOSTEN IN DE
INVESTERINGSPLANNING EN DE
KOSTPRIJSBEREKENING

Bedrijfseconomische Monographiën XL;
Leiden 1955; VII; 181; lit.opg., pers- en za-
kenreg.; biografie en publ. overzicht; ten gel.
door Prof. dr. J. L. Meij.

door Prof. Dr. A. I. Diepenhorst

Dit belangwekkende boek, belangwekkend door het onderwerp en de wijze van behandeling daarvan, is de posthuum gepubliceerde ontwerp-dissertatie van de in 1965 zo plotseling overleden groningense lector. Willems behoorde tot de eerste generatie van mijn studenten te Groningen, en ik heb hem in die toen nog kleine en gezellige groep goed leren kennen. Het verheugde mij hem later als lid van de wetenschappelijke staf terug te zien, en ik was er trots op toen hij mij bij mijn vertrek mocht opvolgen. Wij maakten, zoals gebruikelijk, allerlei plannen tot samenwerking op het gebied van onderzoek en onderwijs, en hadden daaraan, wat minder gebruikelijk is, een begin van uitvoering gegeven toen hij kwam te sterven. Ook zijn dissertatie heeft hij niet meer de definitieve vorm kunnen geven. Zijn vriend en opvolger J. L. Bouma heeft een ontbrekend gedeelte in Willems' geest op lofwaardige wijze weten aan te vullen. Zo is toch nog een afgerond geheel ontstaan, dat een originele bijdrage levert voor de bedrijfseconomie.

In het eerste hoofdstuk vindt men een beknopt gehouden overzicht van het wezen en de betekenis van de methode van de interne rentabiliteit en die van de kapitaalwaarde, gevolgd door een kritische weergave van de nieuwe-MAPI-methodiek van Terborgh. Diens benaderingswijze wordt op grond van haar aanvechtbaar geachte veronderstellingen alsmede van het partiële karakter van de informatie welke zij te bieden heeft verder buiten beschouwing gelaten. Wat de eerstgenoemde methoden betreft, zij worden als in beginsel gelijkwaardig gesteld, ook al zullen zij voor die probleemstellingen waarbij de herinvesteringsvoet van de cash flows van betekenis is met verstand, en dus niet mechanisch moeten worden toegepast.

Hoofdstuk II handelt over de kritische rentabiliteit als begrip. Daarbij wordt eerst behandeld de uitleenvoet als maatgevende grootheid. Geconcludeerd wordt, dat de voor een toepassing van deze gedachtegang in de „partiële” theorieën van H. V. Roberts en E. Schneider de noodzakelijke „toerekeningsvoorwaarden” veelal niet vervuld kunnen worden, en dat de door Scheffer ontwikkelde „integrale” variant alleen voor een nauwelijks waarschijnlijk te achten doelstelling van het investeringsbeleid betekenis zou hebben.

Vanzelfsprekend komt hierna de leenvoet als basis voor de bepaling van de kritische rentabiliteit aan de orde. Daarbij krijgen met name de modellen welke Gordon, deels in samenwerking met Shapiro, heeft ontworpen veel aandacht. Aangezien echter dit soort van modellen gebaseerd is op de doelstelling van het financierings- en investeringsbeleid om de beurswaarde van het aandeel te maximeren, welke doelstelling als onmogelijk wordt verworpen, meent de schrijver ook de leenvoet als uitgangspunt voor praktische doeleinden te moeten afwijzen.

In het derde hoofdstuk vinden enkele theorieën inzake de invloed van de financiële structuur op de door leenvoeten bepaald geachte vermogenskosten bespreking, waarbij het zwaartepunt valt op de betekenis van deze invloed voor de kritische rentabiliteit. Zowel de opvattingen van Modigliani en Miller, als die van Solomon worden als onbevredigend verworpen.

De hierna volgende twee hoofdstukken vormen in wezen een aanloop tot het zesde, waarin een poging wordt ondernomen een operationele methode voor het bepalen van de kritische rentabiliteit te ontwikkelen. Ze handelen over de beleidsbepaling inzake de financiële structuur, en over het element van de onzekerheid. Wat het eerste aangaat, daarbij worden zowel de overwegingen van de leiding ten aanzien van deze structuur in het licht gesteld, als mogelijkheden tot een kwantitatieve benadering in de geest van Donaldson geboden. De onzekerheid welke deze hele problematiek doortrekt wordt daarna als verbindingschakel tussen investerings- en financieringsbeleid naar voren gebracht, waartoe wederom bij Donaldson aansluiting wordt gezocht.

Tegen deze achtergrond wordt dan een eigen methode ter bepaling van de kritische rentabiliteit voor het ondernemende vermo-

gen gepresenteerd. Als bepalende factoren komen daarbij naar voren: het bedrag dat voor de wenselijk geachte dividenduitkering beschikbaar zal moeten zijn als percentage van het geïnvesteerde totale vermogen, de gewenste verhouding tussen ondernemend en niet-ondernemend vermogen, het percentage van de behoefte aan ondernemend vermogen waarin intern moet worden voorzien, de procentuele toename van de omzet, de te verwachten omloopsnelheid van het vermogen en de belastingvoet.

Deze methode mondt op pag. 147 uit in een formule waarin ook kosten van het niet-ondernemende vermogen zijn verwerkt.¹⁾ Vrijwel direct hierop volgt een typisch als narede bedoelde opwekking tot verder onderzoek.

Het laatste hoofdstuk kan dan ook beter als een toegevoegd opstel over een verwant onderwerp beschouwd worden. Het gaat hier immers om de interestvoet welke voor een kostprijscalculatie in de lijn van Limpert en J. L. Meij toegepast zou dienen te worden, en welke invloed de financiële structuur, ook via de belastingen hierop zou dienen te hebben. Wat het niet-ondernemende vermogen betreft wordt gekozen voor de vervangingsprijs, maar het ondernemende vermogen (veelal nog nader gekwalificeerd als tevens permanent en eigen vermogen) wordt onvervangbaar geacht, in verband waarmee hiervoor het effectief rendement van goudgerande waarden als prijsgrondslag wordt verdedigd. In een slotparagraaf wordt dan nog de invloed van de belasting mede in verband met het fiscale winstbegrip aan de orde gesteld.

Ik geloof geheel in de geest van de schrijver en zijn promotor J. L. Meij te handelen, wanneer ik mijn weergave van deze zo stimulerende studie afsluit met enkele kritische opmerkingen, waarbij ik mij overigens wil beperken tot die punten waarbij de naar voren gebrachte eigen opvattingen het sterkste spreken.

Dat is dan in de eerste plaats de kritiek op Modigliani en Miller. De hiertegen naar voren gebrachte bezwaren zijn op pag. 75 nog eens door de auteur samengevat. Ik meen dat deze bezwaren grotendeels op een misverstand berusten. Modigliani en Miller hebben allermindst willen stellen dat het door hen aangegeven arbitrage-mechanisme precies zou moeten verlopen volgens de door hen aangegeven wijze, maar alleen dat het onder andere zo zou kunnen verlopen. Het is dan ook geenszins nodig dat arbitrerende beleggers hun leverage „op peil” houden door geld te gaan lenen of te gaan uitlenen. Zij kunnen het gewenste effect

evengoed bereiken door aanpassing binnen hun totale beleggingsportefeuille. Hiertoe hebben met name de beleggingsfondsen ample gelegenheid. Wat de indeling in risicoklassen aangaat, deze is een aardig hulpmiddel voor de expositie van de theorie, maar voor haar geldigheid heeft ze zeker geen kritische betekenis. Zelfs wanneer men zou stellen (en ik kan daar veel voor voelen) dat iedere onderneming qua risico in bepaalde opzichten uniek is, zal arbitrage over- en onderwaardering uitbuiten tot ze verdwenen zijn.

Ook de ontwikkelde norm voor de kritische rentabiliteit kan niet in alle opzichten bevredigend worden geacht. Ze maakt om te bejinnen een inconsistente indruk. De weging van $\frac{a}{v}$ en $\frac{D_0}{P_0} + g$ geschiedt tegen boekwaarden, die van k_{ov} (de vorm welke tussen accoladen staat) en k_{nov} zal echter tegen

¹⁾ Deze formule luidt:

$$k = e.f \left\{ d.p. \frac{1}{e} + s. \frac{a}{v} + (100 - s) \right.$$

$$\left. \left(\frac{D_0}{P_0} + g \right) \right\} + (1 - e) k_{nov}$$

- k = kritische rentabiliteit
- e = ondernemend vermogen in %/0/0 van het totale vermogen, gemeten in beurswaarden
- f = 1 : (100 - t); t = de belastingvoet in %/0/0
- d = het dividendpercentage
- p = nominaal aandelenvermogen in %/0/0 van het totale vermogen
- s = percentage van de behoefte aan ondernemend vermogen waarin intern dient te worden voorzien
- a = procentuele uitbreiding van de omzet t.g.v. de geplande investeringen
- v = omloopsnelheid van het vermogen na uitbreiding van de omzet
- D₀ = het verwachte dividendbedrag per aandeel over de eerstkomende periode
- P₀ = de beurswaarde van het aandeel aan het einde van die periode
- g = b.r = de verwachte groeiwoet van het dividend
- b = het gedeelte van de winst dat per periode wordt ingehouden
- r = de rentabiliteit te behalen op de investering van de ingehouden winst
- k_{ov} = de kosten van het ondernemende vermogen
- k_{nov} = de kosten van het niet-ondernemende vermogen

beurswaarden plaats vinden. Voorts zal er tussen $d.p.D_0$ verband moeten bestaan via de verhouding tussen de boekwaarde van het totale vermogen en de beurswaarde van het aandelenvermogen. Tenslotte zal er ook een relatie liggen tussen s en g , omdat deze g van Gordon en Shapiro opgebouwd is uit de inhoudingsfractie van de jaarwinst en de ge-

middelde rentabiliteit van de uit de ingehouden winst te financieren investeringen.

Zo doet deze formule meer vragen ontstaan dan dat ze beantwoordt. Men kan het alleen maar betreuren dat het niet meer mogelijk is, daarover van gedachten te wisselen met de eminente vakgenoot die ons in Willems ontvallen is.

Dr. F. W. C. Blom

FINANCIERING VAN ONDERNEMINGEN

(Amsterdam/Brussel: Agon Elsevier, 1966);
192 pp. Prijs: f 7,90.

door Prof. Dr. J. L. Bouma

Blijkens het „Woord vooraf” beoogt de auteur met dit boekje „zich zelf ontwikkelende mensen uit het bedrijfsleven en studerende in de financiering van ondernemingen in te leiden”. Daarbij heeft hij bewust vermeden de lezers „een opeenhoping van theorie voor te zetten”, en heeft hij getracht het boekje, dat overwegend een beschrijving bevat van de financieringspraktijk en van de financieringsvormen en -instituten, te „doorweven met beschouwingen en opmerkingen om de beginselen van de financiering naar voren te brengen”.

Hoewel een dergelijke opzet in principe niet verwerpelijk behoeft te zijn, draagt zij in zich het gevaar, dat de lezer - en vooral de ondeskundige lezer - op enig moment niet (meer) weet of de schrijver bezig is de werkelijkheid (i.c. de financieringswerkelijkheid) te beschrijven of te verklaren, of dat hij zgn. richtlijnen geeft om de geboden financieringsmogelijkheden „zo goed mogelijk” te gebruiken. Bovendien is de verleiding groot om ter zake van de begripsomlijning de hand te lichten met de nauwkeurigheid. Blom is aan beide gevaren niet geheel ontkomen.

Zo treft men bijvoorbeeld de stelling aan: „financiering is ondernemen” (p. 21): maar aangezien een duidelijke definitie van de begrippen ondernemen en onderneming ontbreekt, heeft deze uitspraak weinig inhoud.

Merkwaardig is de bewering, dat het voor de praktijk geen bezwaar is, dat „niemand onbeperkt in de toekomst kan zien en dat het nog minder mogelijk is, dat een ondernemer voor een zeer lange toekomstijd zijn financiering totaal zou kunnen regelen” (p. 20). De argumentatie van deze stelling bevat een beschrijving van de wijze waarop de ondernemers vaak te werk gaan, n.l. de financiële structuur plannen voor een bepaald toekomstig moment, dat ligt over één of enkele jaren. Naar onze mening is de inspanning, die de ondernemers zich getroosten ter wille van de toepassing van allerlei technieken en procedures ten behoeve van de financiële planning, bedoeld om de bezwaren van het ontbreken van „perfect foresight” zo goed mogelijk te ondervangen. Op dit punt zou derhalve een nadere verklaring en eventueel een kritische

evaluatie van de „praktijk” op zijn plaats zijn, mede gelet op de beschouwing op o.a. p. 178.

Onzorgvuldig is bijvoorbeeld de uitspraak dat „de financiering zodanige voorzieningen in de toekomstige kasstromen (uitgaven- en ontvangstenstromen) betreft, dat de onderneming niet op geldgebrek zal vastlopen” (p. 20). Afgezien van het feit, dat het vastlopen op geldgebrek met uiteenlopende graden van waarschijnlijkheid kan worden verwacht, houdt deze zinsnede in, dat „slechtfinancieringen” geen financiering zou zijn; alleen „goed”- of „aanvaardbaar-financieringen” kan aanspraak maken op de benaming financiering. De schrijver verwacht hier een omschrijving van zijn elementaire begrippen met het (impliciet) aangeven van een richtsnoer voor de financieringspolitiek. Op dat richtsnoer komen wij hier onder nog terug.

Onder het begrip financiering vat Blom „al datgene, dat betrekking heeft op de *geldvoorziening* van een onderneming. Het financieren omvat aldus het *verkrĳgen* van de benodigde geldmiddelen, het *aanwenden* dezer middelen en het behouden ervan zolang als nodig is *voor de bereiking van het ondernemingsdoel*”. (p. 17) De omvang en de groei van de onderneming worden als zelfstandige doeleinden geschetst (pp. 15 en 16) en uitdrukkelijk gaat Blom uit „van de bestaande situatie: *omvang en samenstelling* van de activa”. (p. 44). Aldus stelt hij het financieringsprobleem in „klassieke” vorm, n.l.: op welke wijze, uit welke bronnen en op welke voorwaarden wordt het vermogen aangetrokken (of in zijn normatieve versie: moet het vermogen worden aangetrokken), gegeven de begrote omvang en samenstelling van de kapitaalgoederenvoorraad. Eerlijk gezegd hadden wij van een auteur, die meerdere publicaties over de investeringsproblematiek in de onderneming op zijn naam heeft staan, verwacht dat hij het financieringsprobleem in een ruimer kader zou hebben gesteld. Het investeringsprobleem komt slechts eenmaal uitdrukkelijk naar voren en dan nog als uitzonderingsgeval: „Ook bij een overvloed van liquide middelen bestaat er nog een financieringsprobleem, zij het dat dit nu niet zozeer gericht is op geldvoorziening van de onderneming, doch meer op het gebruik van de geldmiddelen” (p. 55).

Blom stelt duidelijk, dat de (te kiezen) wijze van financiering afhankelijk is van de mogelijkheden om vermogen aan te trekken, welke mogelijkheden onder meer afhankelijk zijn van de juridische vorm, de fiscale status en de omvang (gegeven enig criterium voor de omvang) van de onderneming.

Onder de hoofden Handelskrediet, Object-

financiering en Subjectfinanciering, treft men in dit boek een beknopt maar helder overzicht aan van diverse financieringsmogelijkheden voor de verschillende ondernemingsstypen. Objectfinanciering is de financiering van voorwerpen. Die voorwerpen worden onder de macht van de geldgever gebracht, zodat hij die kan verkopen als de schuldenaar in gebreke blijft, teneinde zich uit de verkoopopbrengst schadeloos te stellen. Subjectfinanciering berust niet (althans niet primair) op een zakelijk verbonden onderpand voor de lening, maar op een vertrouwen van de geldgever in de geldnemer (p. 88). Met betrekking tot de subjectfinanciering is de kredietwaardigheid van de onderneming van essentieel belang. Volgens Blom is de kredietwaardigheid van een onderneming „de verwachting van een buitenstaander, dat die onderneming in staat zal zijn een bepaald bedrag binnen een bepaalde tijd terug te betalen” (p. 112). Wij menen dat ook hier terwille van een duidelijke begripsvorming onderscheid had moeten worden gemaakt tussen het begrip kredietwaardigheid (betrokken op de onderneming) enerzijds en de verwachting, die een buitenstaander daaromtrent heeft anderzijds. Toegegeven zij, dat voor de financiering van de onderneming het oordeel van de vermogensverschaffers doorslaggevend kan zijn; evenwel kunnen de buitenstaanders de kredietwaardigheid overof onderschatten (al dan niet mede onder invloed van de door de onderneming verschaft of niet-verschaft informatie).

Het slotgedeelte van het boek handelt over het financiële ondernemingsbeleid. Dank zij de eenvoud en de klaarheid van Blom's beschouwingen blijkt hier in alle naaktheid, hoe weinig houvast de financieringstheorie in zijn klassieke vorm biedt voor het aanknopen van concrete richtlijnen voor het ondernemingsbeleid. Deze tekortkoming mag men stellig niet alleen of zelfs in de eerste plaats Blom verwijten. Veeleer is het een uitdaging aan alle vakgenoten (waarbij wij onszelf niet uitsluiten) de financieringstheorie verder te ontwikkelen.

Als financieringsbeginsel vermeldt Blom uitdrukkelijk, dat het *totaalbeeld* van de financiering gezond moet zijn. „Dit noemt men wel het beginsel van de *totale financiering*. Daarmede bedoelt men, dat als minimum-

vereiste moet worden aangehouden, dat de totaliteit van de verplichtingen van de onderneming binnen verantwoorde grenzen blijft” (pp. 171 en 172). Verderop (p. 172): „Om het totaalbedrag bij elkaar te halen, kan de onderneming soms genoodzaakt zijn alle mogelijke financieringsbronnen, waaronder ook in het bijzonder objectfinanciering, aan te boren. Dat wordt dan toepassing van de methoden van *partiële financiering* genoemd. Die kunnen zeer verantwoord en zelfs noodzakelijk zijn, mits de volgende regel steeds wordt aangehouden: *partiële financiering is een van de methoden om in de totale financiering te voorzien, maar de totale financiering moet binnen de uit de totaliteit voortvloeiende grenzen blijven* (p. 172).

Voor ons roepen deze uitspraken meer vragen op dan zij beantwoorden, doch wij laten deze verder aan het oordeel van de lezer. Jammer is het dat Blom gemeend heeft voor deze „principes” en „methoden” de termen totale en partiële financiering te moeten gebruiken. Immers deze termen zijn in de financieringsliteratuur door J. L. Meij geïntroduceerd (en sindsdien door velen overgenomen) om daarmee aan te geven, dat het „klassieke financieringsvoorschrift”, inzake de afstemming van de krediettermijnen op de omlooptijden, wordt toegepast op de collectiviteit van de kapitaalgoederen, respectievelijk op de individuele kapitaalgoederen of kapitaalcomponenten. (Aldus geformuleerd is de partiële financiering stellig geen bijzondere vorm van totale financiering). Men behoeft deze aprioristische financieringsregel der ouden niet te onderschrijven om in te zien, dat het geven van een geheel van de oorspronkelijke inhoud afwijkende interpretatie aan bestaande en algemeen ingeburgerde begrippen spraakverwarring kan wekken, wanneer op die afwijking niet uitdrukkelijk wordt gewezen.

Wanneer wij thans ons oordeel over het onderhavige boek samenvatten, kunnen wij stellen, dat Blom de bekende leerboek-stof (aangevuld met een korte beschrijving van enkele meer recente financieringsfiguren) op populaire wijze heeft herschreven. Helaas is dit op meerdere punten gepaard gegaan met enige slordigheid in de formulering en begripsomschrijvingen. Bij een eerste kennismaking met de problematiek kan dit boek echter wel goede diensten bewijzen.