

ONDERNEMING EN VERMOGENSMARKT¹⁾

door Dr. G. Rietherk

Nederlandse ondernemingen moesten als gevolg van de inflatie, de toenemende kapitaalintensiteit van de produktie, de voortgaande technologische vernieuwing en de expansie continu grote bedragen op de vermogensmarkt opnemen. Aangenomen kan worden dat de externe financiering ook in de toekomst omvangrijk zal zijn.

Het extern aangetrokken vermogen betrof in de laatste jaren in hoofdzaak leenvermogen. De sterk gedaalde rentabiliteit over het geïnvesteerde vermogen liet niet toe door middel van winstinhouding en het emitteren van aandelen een verslechtering van de vermogensverhoudingen te voorkomen. Bij de collectiviteit van ondernemingen met officiële notering op de Amsterdamse effectenbeurs is het percentage eigen vermogen van het totale vermogen gedaald van 44% per ultimo 1967 tot 19% per ultimo 1975. De kapitalisatieverhouding is mede als gevolg van de gedaalde bruto rentabiliteit en de verslechterde dekkingsratios voor vele ondernemingen een knelpuntfactor geworden en stelt beperkingen aan de investeringsmogelijkheden. Zowel het extern aantrekken van nieuw aandelenvermogen als het verwerven van nieuw leenvermogen vereisen daarom dat primair de marktwaarde van het aandelenvermogen emissie van nieuwe aandelen toelaat. In het boek „Onderneming en vermogensmarkt” wordt aan de marktwaarde van het aandelenvermogen een sleutelrol in het financiële beleid toebedeeld.

De in de Amerikaanse literatuur veelvuldig gepostuleerde mono-doelstelling maximalisatie van de waarde van het aandelenvermogen wordt afgewezen. Er zijn andere doelstellingen, die niet zonder meer ondergeschikt zijn aan het streven naar een maximale waarde van het aandelenvermogen. Het standpunt wordt ingenomen dat de leiding wel een voorkeur zal hebben voor een beleid waarbij een hogere marktwaarde van het aandelenvermogen wordt verkregen dan bij enig ander beleid, indien dit een bevredigende realisatie van de andere relevant te achten doelstellingen niet in de weg staat. Aan een zo hoog mogelijke marktwaarde van het aandelenvermogen zijn de volgende voordelen verbonden:

1. bevordering van de toegankelijkheid van de vermogensmarkt, niet alleen de aandelenmarkt, maar ook de verschillende deelmarkten voor leenvermogen;
2. vergemakkelijking van een blijvende samenwerking van de participanten in een ondernemingscoalitie;
3. vergemakkelijking van het overnemen van andere bedrijven door middel van aandelenruil;
4. bemoeilijking van een ongewenste overneming van de onderneming door middel van een bod op de aandelen.

¹⁾ Dit artikel is een samenvatting van het proefschrift waarop de auteur in december 1977 aan de Vrije Universiteit te Amsterdam is gepromoveerd. Promoter was prof. dr. H. C. Wytzes. Uitgeverij H. E. Stenfert Kroese te Leiden heeft een handelseditie van dit proefschrift op de markt gebracht. 218 pagina's. Prijs f 39,50.

Een belangrijke maatschappelijke ontwikkeling is de institutionalisering van het beheer van spaargelden in de Nederlandse volkshuishouding en de daaruit voortvloeiende institutionalisering van de vermogensverstrekking aan bedrijven. Hiermede wordt bedoeld dat individuen hun spaargelden toevertrouwen aan financiële intermediairs zoals levensverzekeringmaatschappijen, pensioenfondsen, sociale fondsen, spaarbanken en geldscheppende instellingen. Deze instellingen beleggen het toevertrouwde geld op de vermogensmarkt. Voor de kapitaalvragende onderneming zijn de beleggingscriteria van de financiële intermediairs, die circa 90% van het totale aanbod op de effectenmarkt en de onderhandse leningmarkt voor hun rekening nemen, van groot belang. Vraag en aanbod blijken in sterke mate zich te concentreren op de onderhandse leningmarkt, waarop het aanbod nagenoeg volledig afkomstig is van de financiële intermediairs. In hoofdstuk 2 van het boek is veel statistisch materiaal met betrekking tot de structuur van vraag en aanbod op zowel de primaire als secundaire kapitaalmarkt bijgebracht.

De institutionalisering heeft belangrijke consequenties voor a) het prijsvormingsproces van vermogenstitels op de vermogensmarkt, b) de vermogensvoorziening van ondernemingen en c) de verhouding tussen leiding en vermogensverschaffers. Deze gevolgen worden achtereenvolgens in de hoofdstukken 3, 4 en 5 behandeld met gebruikmaking van de verworvenheden van de moderne beleggingstheorie, zoals de portefeuillebenadering, het capital asset pricing model en de efficiënte markthypothese.

In hoofdstuk 3 wordt de prijsvorming van vermogenstitels op de markt als geheel besproken onder verschillende sets vooronderstellingen. Achtereenvolgens komen aan de orde de pure verwachtingstheorie, de kapitaalmarkt-evenwichtstheorie (capital asset pricing model) en de marktsegmentatietheorie.

In hoofdstuk 4 wordt de gangbare marktform van een deelmarkt voor aandelen van onderneming X bepaald met behulp van operationele begrippen als de concentratiegraad van aandelen en de spreidingsgraad van de ordergroottes. Geconcludeerd wordt dat Schneider's marktform van de gemengde concurrentie een hoge actuele waarde heeft en dat er een beweging is in de richting van een homogeen oligopolie. Twee processen zijn in dit verband van belang:

1. het proces van institutionalisering van het beheer van spaargelden en
2. het streven in het effectenbedrijf om op grond van efficiëncy- en rentabiliteitsoverwegingen het aantal fondsen per portefeuille van de cliënten te beperken en het aanhouden van kleine portefeuilles tegen te gaan.

Vastgesteld wordt dat de „market-making” functie van de hoekman op de effectenbeurs - essentieel voor een goede verhandelbaarheid - zwaarder wordt naar mate genoemde concentratiegraad en spreidingsgraad toenemen. Verder komen in hoofdstuk 4 aan de orde de consequenties van een verdergaande concentratie van aandelen bij financiële intermediairs voor het gedrag der partijen op de aandelenmarkt, de marktefficiëntie, de koersstabiliteit en de vermogensvoorziening van ondernemingen, terwijl eveneens ruime aandacht wordt besteed aan het verschijnsel van de twee-etagesmarkt en het fenomeen van de „parallel trading”.

Hoofdstuk 5 bevat een analyse van de gevolgen van de institutionalisering van de kapitaalmarkt voor de toekomstige ondernemingsfinanciering. Drie aspecten zijn hier van belang.

Ten eerste het relatieve niveau van de vermogenskosten voor aandelenvermogen en derhalve de relatieve hoogte van de marktwaarde van het aandelenvermogen. De vermogenskosten voor aandelenvermogen worden bepaald met behulp van het capital asset pricing model. Volgens deze theorie bestaat het verlangde rendement in de evenwichtstoestand wanneer alle beleggers optimaal gedi-versificeerde portefeuilles aanhouden uit een z.g. risicovrije rentevoet vermeerderd met een premie voor het (systematische) risico dat niet door diversificatie kan worden geëlimineerd. Het relatieve systematische risico van een aandeel wordt weergegeven door de z.g. bèta parameter, de enige factor, die volgens de theorie systematisch de rendementseis voor een aandeel beïnvloedt. De vermogenskosten zijn daardoor een functie van de bèta-coëfficiënt. Wanneer de leiding de bepalende factoren van de bèta-parameter kent, kan zij in het ondernemingsbeleid rekening houden met de factoren, die de (potentiële) vermogensverschaffers van belang achten voor de marktwaarde van het aandelenvermogen. Aldus verkrijgt de leiding een grotere „control” over de grootte, die fundamenteel is voor de vermogensvoorziening van de onderneming op langere termijn. In dit hoofdstuk 5 wordt een theorie van de bèta-determinanten geformuleerd, waarbij ter illustratie van de relevantie de in de V.S. gepubliceerde empirische toetsingsresultaten zijn vermeld. Het sterke vermoeden bestaat dat de rendementseis niet uitsluitend een functie is van bèta, maar dat er marktimperfecties bestaan als gevolg van de beleggingspolitiek der institutionele beleggers. Deze instellingen concentreren zich namelijk op overwegingen van portefeuilleliquiditeit, portefeuilleflexibiliteit en beheerskosten op een beperkt aantal fondsen met hoge beurskapitalisaties, waardoor voor deze gefavoriseerde aandelen lagere rendementseisen en voor de niet-geselecteerde fondsen hogere rendementseisen gelden dan de theorie voorspelt. Voor de laatste categorie ondernemingen kan voortgaande institutionalisering van de aandelenmarkt grote gevaren inhouden voor de vermogensvoorziening en de investeringsmogelijkheden.

Het tweede aspect betreft het relatief beperkte aanbod van ondernemend vermogen ter kapitaalmarkt. In het decennium 1967-1976 had slechts 6,4% van het totale netto aanbod het karakter van risicodragend vermogen. Een aanbod in deze orde van grootte in de naaste toekomst betekent dat ondernemingen niet in staat zullen zijn door middel van externe financiering de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen na de sterke verslechtering in het afgelopen decennium te redresseren. Voor de verschillende categorieën aanbieders op de kapitaalmarkt is onderzocht welke bijdragen zij zouden kunnen leveren om het aanbod van ondernemend vermogen te vergroten. Geconcludeerd wordt dat eigenlijk alleen de institutionele beleggers hiervoor de mogelijkheden hebben, maar dan moeten zij wel hun beleggingspolitiek, welke nu in hoofdzaak is georiënteerd op vastrentende waarden, drastisch willen ombuigen.

Tenslotte is het derde aspect dat voor de ondernemingsfinanciering van belang is, dat de deskundigheid van de financiële intermediairs en de omvang van hun participaties in het totale vermogen van een onderneming de verhouding tussen leiding en vermogensverschaffers wijzigt in die zin dat de speelruimte voor de leiding om eigen doelstellingen na te streven, wordt verkleind. De financiële doelstellingen hebben als gevolg van de institutionalisering een zwaarder gewicht verkregen in het ondernemingsbeleid.