

# FINANCIERINGSSTROMEN EN FINANCIERINGSSTRUCTUUR

*door Prof. Dr. C. D. Jongman*

Jaarlijks zijn in ons land grote bedragen nodig ter financiering van de investeringen in o.a. gebouwen, bedrijfsuitrusting, transportmaterieel, woningen en eventueel toeneming der voorraden. Bovendien groeit met de expansie van de omzetten de behoefte aan liquiditeiten. Anderzijds komen uit allerlei bronnen financieringsmiddelen ter beschikking. Het proces, waarbij deze middelen hun bestemming vinden roept talrijke problemen op, waarmede de leer van de financiering zich diepgaand bezig houdt.

Op een onderdeel van dit uitgestrekte gebied is onze kennis echter vrij beperkt. Wij zijn nl. slecht op de hoogte

1 op welke wijze het bedrijfsleven in een bepaald tijdvak in zijn financieringsbehoefte heeft voorzien, waarbij vooral van belang is in welke kwantiteiten de verschillende vormen van vermogen zijn gebruikt en

2 hoe de financieringsstructuur zich in de loop van de tijd ontwikkelt.

Tussen beide problemen bestaat een nauw verband omdat de balansgrootheden, waarvan in het tweede punt sprake is en die in hun onderlinge verhouding de financieringsstructuur bepalen, de resultante zijn van de wijze van financiering in de loop der jaren.

In dit artikel wil ik proberen na te gaan hoe in ons land in de laatste tijd de financiering van de bedrijfshuishoudingen heeft plaats gehad, anders gezegd in welke verhouding gebruik is gemaakt van de verschillende wijzen van financiering. Daarna zullen nog enkele opmerkingen over de financieringsstructuur worden gemaakt.

## **Methode van onderzoek**

Een zodanig kwantitatief onderzoek stuit op grote moeilijkheden. Men zou moeten beschikken over een op de juiste waarderingsmaatstaven gebaseerde balans van het Nederlandse bedrijfsleven, die immers op de balansdatum een beeld van de financieringsstructuur geeft. Uit de mutaties der verschillende posten zou men daarna de omvang van de stroomgrootheden kunnen afleiden. Zulk een balans echter ontbreekt.

Enkele malen heeft men de methode toegepast uit zoveel mogelijk detailbronnen een financieringsschema op te stellen om op die manier te achterhalen welke betekenis aan de onderscheiden methoden van financiering toekomt. Dit is bv. gedaan door de Herstelbank in de eerste jaren van haar bestaan voor de industrie.<sup>1)</sup> Waarschijnlijk omdat de moeilijkheden te groot of de resultaten te onnauwkeurig waren heeft men deze studies gestaakt althans niet meer gepubliceerd. Ongeveer dezelfde methode, eveneens voor de industrie, is gevolgd door Brakel<sup>2)</sup> en door De Groot<sup>3)</sup>. De gebruikte cijfers zijn uiterst globaal, zodat slechts van ruwe benaderingen mag worden gesproken.

Een geheel andere methode volgt men, wanneer men de posten van een beperkte groep van ondernemingen zo goed en zo kwaad als dit gaat uniform maakt en totaliseert. De resultaten van deze methode hebben alleen dan algemene geldigheid wanneer de steekproef representatief kan worden geacht. In de plaats gehad hebbende studies is dit nimmer het geval geweest. Voorbeelden zijn het onderzoek

van het Centrum voor Staatkundige Vorming<sup>4</sup>) en de studie van de Stichting Economisch Onderzoek van de Universiteit van Amsterdam.<sup>5</sup>)

Sedert wij over een cijfermatige macro-economische beschrijving van de Nederlandse economie beschikken in de vorm van de Nationale Rekeningen van het Centraal Bureau voor de Statistiek en de centraal economische plannen van het Centraal Planbureau heeft het niet ontbroken aan pogingen de omvang van de wijzen van financiering langs deze weg te benaderen. Een van de eerste pogingen, met behulp van macro-economische gegevens, aangevuld met een reeks van andere cijfers, vindt men in het Kwartaalbericht van de Nederlandsche Handel Maatschappij betreffende de jaren 1954 en 1955.<sup>6</sup>) Deze studie kon echter geen overzichtelijk beeld geven van de particuliere sector. In de Handelingen van de Tweede Kamer<sup>7</sup>) vindt men wel zulk een overzicht over 1955. Idenburg en De Wolff betogen in 1957 als antwoord op een verwijt van H. F. van Leeuwen<sup>8</sup>), dat aan de hand van de monetaire rekeningen een confrontatie van investeringen en besparingen mogelijk is, waardoor zeer globaal een inzicht kan worden verkregen.<sup>9</sup>) Voorts wordt gezegd dat men constant werkt aan het verbeteren van de financiële statistieken. In een tweetal artikelen in 1964 heb ik ten dele gebruik makende van C.P.B.-gegevens en ook van andere cijfers geprobeerd enig inzicht te krijgen in de financieringsstructuur van het Nederlandse bedrijfsleven.<sup>10</sup>) Op basis van uitgebreide feitenkennis heeft Bakker over een korte periode de tot nu toe meest diepgaande analyse gegeven.<sup>11</sup>)

Doel van dit overzicht is er op te wijzen, dat het onderwerp ettelijke malen aandacht in de literatuur heeft gehad, maar dat het probleem nog lang niet is opgelost al wordt, zij het langzaam, voortgang gemaakt.

### **De financieringsstroom volgens de Monetaire Rekeningen**

De techniek van het opstellen van monetaire rekeningen staat nog in de kinderschoenen. „Met de beschrijving der financiële transacties, waarvoor de statistische gegevens veel minder gemakkelijk te verkrijgen zijn, is nog slechts een bescheiden begin gemaakt”, aldus De Wolff.<sup>12</sup>)

De monetaire rekeningen vormen een sluitend geheel en suggereren daardoor nauwkeurigheid. Bij het gebruik voor ons doel past echter een grote terughoudendheid. Wanneer men de verschillende posten nader beziet wordt dit duidelijk. Financieringscijfer zijn naar hun aard kasgrootheden. Het C.P.B. gebruikt in het Centraal Economisch Plan echter ook grootheden op transactiebasis. De laatste jaren brengt men daarom correcties aan wegens het verschil tussen beide bases. In 1964 bv. bedroeg deze correctie *f* 1,25 mld. Dit betekent echter dat de andere posten, althans voor ons doel, minder zuiver zijn.

Een volgend punt, dat tegen het gebruik van de monetaire rekeningen pleit is, dat de cijfers zowel de bedrijfs- als de gezinshuishoudingen omvatten. Van de financiering van de bedrijven krijgt men dus een gebrekkig beeld, bv. omdat onder de besparingen ook de gezinsbesparingen, die niet via spaarbanken, levensverzekeringen, pensioenfondsen e.d. lopen, vallen.

Met betrekking tot enkele posten is een ononderbroken serie over een reeks van jaren beschikbaar nl. de investeringen in woningen, in andere vaste activa en in voorraden en van de afschrijvingen. In deze reeksen, mag men aannemen, zijn alle correcties, die in de loop der jaren mogelijk bleken aangebracht. Voor de overige posten zijn slechts korte reeksen nl. van drie jaar beschikbaar.

Betreffende de nauwkeurigheid van de diverse cijfers mag men zich geen grote illusies maken. Dit blijkt wanneer men de cijfers van eenzelfde post over een bepaald jaar in de opvolgende plannen met elkaar vergelijkt. Ter illustratie volgen hier de cijfers van de post besparingen van bedrijfs- en gezinshuishoudingen (in mld gld):

	1962	1963	1964
Volgens plan 1962	3,53		
Volgens plan 1963	2,77	3,39	
Volgens plan 1964	2,35	2,77	3,00
Volgens plan 1965		2,26	3,14
Volgens plan 1966			3,84

Men ziet, dat het bedrag voor het jaar 1962 in het Plan 1964 ruim *f* 1 mld lager werd geraamd dan in het plan 1962. Daarbij moet men bedenken, dat het 1962-cijfer in het plan 1962 een prognosecijfer is, dat in het plan 1963 nog steeds het schattingselement overheerst, doch dat in het laatstgepubliceerde cijfer de werkelijkheid het meest wordt benaderd. Voorzover ik in het volgende van cijfers uit de monetaire rekeningen heb gebruik gemaakt, heb ik steeds het laatstgepubliceerde cijfer genomen.

De post afschrijvingen is een belangrijke financieringsbron voor de bruto-investeringen. De bedragen, die worden gepubliceerd berusten op de ramingen terzake de verwachte economische levensduur en de vervangingswaarde. In de praktijk worden de afschrijvingsbedragen vaak op andere wijze vastgesteld. Het zijn deze laatste, die werkelijk financieringsmiddelen zijn. Tussen werkelijkheid en statistiek gaapt dus een onbekende kloof.

Wat de kapitaalmarkttransacties aangaat moet worden opgemerkt, dat de cijfers de netto-vraag omvatten. Hiermede wordt niet bedoeld de bruto-vraag verminderd met de aflossingen, doch deze grootheid verminderd met het directe netto-aanbod van de gezinnen en bedrijven. De gepubliceerde cijfers zijn derhalve lager dan de omvang van het werkelijke beroep op de kapitaalmarkt.

De post afnemerskrediet van het buitenland kan evenmin op grote nauwkeurigheid bogen. Deze zal voor een belangrijk deel zijn berekend uit de verschillen tussen de betalingsbalans op transactie- en op kasbasis.

Van de overige factoren is minder te zeggen. Ik neem aan, dat het overheidskrediet vrij exact aan de begrotings- en rekeningcijfers van de overheid kon worden ontleend. Hetzelfde geldt voor de vermogensoverdrachten van de overheid.

De bezwaren tegen het gebruik van de cijfers van de Monetaire Rekeningen voor mijn doel komen mij zo groot voor, dat ik deze niet in hun totaliteit meen te kunnen gebruiken. Het lijkt mij echter wel mogelijk in een aanstonds te bespreken andere opstelling een aantal cijfers te benutten.

Volledigheidshalve heb ik een enigszins bewerkte samenvatting van de Monetaire Rekeningen in een bijlage toegevoegd. Hierbij is uitgegaan van het totaal te financieren bedrag van investeringen, vermogensoverdrachten aan institutionele beleggers en toeneming van de liquiditeiten, waarna een overzicht van de financieringsbronnen volgt. Een restpost maakt het geheel formeel sluitend.

## De in dit artikel gebruikte methode

In zijn reeds eerder geciteerd artikel heeft Bakker een berekening gemaakt van de wijze van financiering der bedrijven welke een beeld geeft van de jaargemiddelden 1961/64. Hij heeft enerzijds cijfers uit de Monetaire Rekeningen gebruikt, anderzijds cijfers uit andere bron. Door een gemiddelde te berekenen krijgt men een indruk van de verhoudingen bij het gebruik van de onderscheiden financieringsvormen.

Ik heb hieronder globaal dezelfde methode toegepast doch een opstelling van jaar tot jaar sedert 1957 gemaakt met het doel enig inzicht te krijgen in de ontwikkeling.

Allereerst geeft ik een korte toelichting op diverse posten. De afschrijvingsbedragen zijn dezelfde als in de bijlage. Zij zijn weinig nauwkeurig, doch betere gegevens zijn niet beschikbaar. Bedacht moet worden, dat bij gezinshuishoudingen normaliter geen afschrijvingen plaats vinden, zodat mag worden verondersteld, dat de cijfers alleen op bedrijfshuishoudingen betrekking hebben.

Wat de post „besparingen” betreft heb ik de cijfers ontleend aan de gegevens van de sector bedrijven van de Nationale Rekeningen, een reeks die ook voorkomt in de tabel „besparingen naar sectoren” in dezelfde jaarlijkse publicatie. Hierin zijn begrepen de reserveringen van de open en besloten naamloze vennootschappen, de nv's, waarvan de aandelen in handen zijn van de overheid en van de overheidsbedrijven. Extra-dotaties uit de winst aan pensioenfondsen zijn hierin ook begrepen. De cijfers zijn hierdoor te laag omdat de winsthouding van niet als n.v. georganiseerde bedrijven niet bekend is.

De „vermogensoverdrachten om niet” zijn ontleend aan de gedetailleerde tabel 38 uit de Nationale Rekeningen, waarbij uiteraard slechts die van Rijk en lagere overheid aan bedrijven zijn gebruikt. De netto-cijfers zijn berekend. Deze overdrachten betreffen vooral woningbouwpremies, bijdragen ter bevordering van de industrialisatie en ten behoeve van cultuurtechnische werken en research. Het cijfer voor 1961 is bijzonder hoog, hetgeen gevolg is van een bijzondere post nl. een garantie aan de Nederlandsche Bank voor verlies in verband met het internationale betalingsverkeer dus tengevolge van de revaluatie. Het tussen haakjes geplaatste cijfer exclusief deze post is verder gebruikt.

Het overheidskrediet is weer aan de desbetreffende reeks uit bijlage 1 ontleend. Aangenomen is, dat deze kredieten alleen de bedrijven ten goede zijn gekomen. Het zullen vooral de overheidsbedrijven zijn die deze financieringsbron aanwenden.

Betreffende het beroep op de kapitaalmarkt zijn verschillende cijfers in omloop. De gegevens uit de Monetaire Rekeningen van het C.P.B. zijn hierboven reeds besproken en blijken minder geschikt. Het Centraal Bureau voor de Statistiek verschaft jaarlijks in de Maandstatistiek van het Financieuzen bruto- en netto-gegevens van de particuliere sector. De Nederlandsche Bank geeft in het jaarverslag jaarlijks een tabel „aanbod en beroep op de kapitaalmarkt”. De cijfers uit de diverse publicaties wijken onderling nogal wat van elkaar af, zoals uit onderstaande staat blijkt.

	Beroep op de kapitaalmarkt		mln gld
	<i>vlg. C.P.B.</i> <sup>1)</sup>	<i>vlg. C.B.S.</i> <sup>2)</sup>	<i>vlg. Ned. Bank</i> <sup>3)</sup>
1962	2.780	1.696	3.530
1963	2.230	911	3.010
1964	2.340	1.564	3.850
1965	2.610		4.300

<sup>1)</sup> Centraal Economisch Plan. Bedrijfs- en gezinshuishoudingen exclusief spaar- en boerenleenbanken.

<sup>2)</sup> Enige gegevens over de geld- en kapitaalmarkt Staat 1, Maandstatistiek van het Financieuzen.

<sup>3)</sup> Jaarverslag.

Zou het niet nuttig zijn wanneer de desbetreffende instanties eens rond de tafel zouden gaan zitten om na te gaan welke de oorzaken zijn van de verschillen om vervolgens tot een uniforme opstelling te komen?

Mijn keuze is gevallen op de cijfers van de Nederlandsche Bank. Een van de redenen is geweest, dat met de desbetreffende cijfers als uitgangspunt gemakkelijker nadere detaillering mogelijk is.

De gegevens van het bankkrediet zijn geput uit de bijlage van het jaarverslag van de Nederlandsche Bank „Geconsolideerde balans van de geldscheppende instellingen” en hiervan de post „Vorderingen op de private sector”. Hieronder schuilt ook de financiering van huurkooptransacties. Hoewel het belang van de handelsbanken bij de afbetalingsfinanciering bekend is kan men de jaarlijkse mutaties niet van de vorderingen op de private sector aftrekken omdat een belangrijk deel van deze bedragen productief afbetalingskrediet betreft. Daarom is de correctie achterwege gebleven.

Tenslotte moet ten aanzien van de kolom van het totaal te financieren bedrag worden opgemerkt, dat deze de som is van de investeringen, vermogensoverdrachten aan institutionele beleggers en toeneming liquiditeiten uit de desbetreffende kolommen van de bijlage.

### De betekenis van de afzonderlijke financieringsvormen

Het gebruik door bedrijven van de verschillende methoden van financiering sedert 1957 komt in onderstaande tabel naar voren.

*Tabel 1. Financiering bedrijfsleven mln. gld.*

	Afschrijvingen	Reserveringen	Vermogensoverdrachten Overheid	Overheidskrediet	Kapitaalmarkt	Bankkrediet
1957	3.080	1.750	400	1.450	1.570	220
1958	3.310	1.830	430	1.050	1.450	- 180
1959	3.470	2.300	383	960	1.630	590
1960	3.650	2.500	407	930	1.920	670
1961	3.940	2.200	609 (316)	1.430	2.340	790
1962	4.230	2.300	272	1.390	3.530	720
1963	4.680	2.200	306	1.240	3.010	910
1964	5.140	2.800	270	2.100	3.850	1.080
1965	5.680	2.600	290	2.170	4.300	1.150

Wanneer ik allereerst naga (zie tabel 2) welk aandeel de interne financiering in het totaal der achterhaalde financieringsbronnen heeft gehad valt in de eerste plaats de grote betekenis hiervan op. Het tweede punt dat onmiddellijk daarna de aandacht trekt is dat na de stijging van het percentage in 1958, een daling begint die zich tot 1963 voortzet. Het jaar 1958 was een recessiejaar. Het totaal te financieren bedrag is in dit jaar teruggelopen. De recessie heeft klaarblijkelijk de mogelijkheid van interne financiering niet aangetast. Men paste zich aan door een geringer beroep op externe financiering te doen. Men heeft op het bankkrediet afgelost, terwijl de omvang van het overheidskrediet achteruit is gegaan. Mogelijk heeft de lagere overheid zich grote beperkingen moeten opleggen. In 1963 stijgt het percentage tijdelijk, hetgeen vooral gevolg is van een beperkter beroep op de kapitaalmarkt, terwijl de interne financiering verder omhoog is gegaan. Nadien zet de dalende beweging zich voort.

Tabel 2. *Interne en externe financiering bedrijfsleven* mln. gld.

	Intern	Extern	Totaal	Intern in % totaal
1957	4.830	3.640	8.470	56
1958	5.140	2.750	7.890	65
1959	5.770	3.563	9.333	62
1960	6.150	3.927	10.077	61
1961	6.140	4.876	11.016	56
1962	6.530	5.912	12.442	52
1963	6.880	5.466	12.346	56
1964	7.940	7.300	15.240	52
1965	8.280	7.910	16.190	51

De oorzaken van de relatieve daling van de interne financiering liggen ten dele voor de hand. Wanneer de drang tot reserveren - hetgeen wij mogen aannemen - niet is verminderd, ligt de hoofdoorzaak bij de geringere mogelijkheid tot het inhouden van winst. De bron, waaruit deze reserveringen voortspruiten, is trager gaan vloeien. Dit houdt verband met kostenverhogingen, in het bijzonder van loonkosten die uitgaan boven de stijging van de arbeidsproductiviteit, zonder dat hiermede parallel de prijzen konden worden verhoogd. Een nevengevolg hiervan is, dat het werknemersaandeel in het nationale inkomen een stijging heeft ondergaan. De marginale spaarquote in deze groep ligt lager dan elders. De verschuiving brengt daarom mede, dat de spaarquote in de particuliere sector kleiner wordt en daardoor de nationale spaarquote.

Een tweede oorzaak van de verhoudingsgewijze daling der reserveringen houdt verband met een toeneming van het deel van de winst dat wordt uitgekeerd.

Het behoeft geen betoog, dat het spiegelbeeld van de verminderende interne financiering wordt gevormd door een stijging van de externe financiering. In het algemeen behoeft zulk een verschuiving niet ongunstig te worden beoordeeld. Voorzover het grotere externe beroep betekent, dat de financiering in sterkere mate via de markt wordt geleid steekt hierin sociaaleconomisch zelfs een positief element. Immers het marktmechanisme vormt in beginsel een betere indicator voor

de verdeling van het schaarse vermogen over de verschillende aanwendingsmogelijkheden dan het mechanisme van de interne financiering.

Een aspect, dat niet uit het oog mag worden verloren is, dat deze verschuiving gepaard zou kunnen gaan met een wijziging in de aard van het gebruikte vermogen. De interne financiering vormt immers een bron van risico-aanvaardend kapitaal. Dit behoeft bij de externe financiering niet het geval te zijn. Ik kom op dit punt nog terug.

Het relatief grotere beroep op externe financiering houdt voor de onderneming een zekere vrijheidsbeperking in ten aanzien van de bepaling van de omvang der investeringen. Er ontstaat immers een grotere afhankelijkheid van derden. In het bijzonder wanneer het aanbod van deze anderen minder ruim wordt gaan de marktomstandigheden bij de investeringsbeslissingen een steeds grotere rol spelen (zie hierover A. W. de Jonge, Financiering van wereldondernemingen bij krappe kapitaalmarkt, Beurs- en Verzekeringsnummer Algemeen Handelsblad, 8 februari 1967). Men moet ten aanzien van het moeten terug vallen op externe financiering nog bedenken, dat niet iedereen op de kapitaalmarkt terecht kan en dat niet iedereen de markt wil inschakelen.

Nagegaan moet nu worden welke externe bron het meest heeft bijgedragen tot het aanvullen van de relatief teruglopende interne financiering. De vermogensoverdrachten van de overheid behoren hier in elk geval niet toe, want het absolute bedrag, dat aanvankelijk enige stijging heeft laten zien is daarna gedaald. Alle overige bronnen hebben doorgaans rijkelijker gevloeid. Dit geldt met name voor de kapitaalmarkt en het bankkrediet.

Wat de kapitaalmarkt aangaat, zien wij het percentage, dat het aandeel in het totaal weergeeft, aanvankelijk nl. in 1957, 1958 en 1959 licht dalen van 19% tot 17%. Daarna echter treedt een stijging in, met in 1963 een eenmalige terugslag, van 17% tot 27%. Ook het bankkrediet heeft zijn bijdrage tot de totale financiering vergroot. In 1957 was het aandeel 3%, in 1965 7%. Het absolute bedrag van het overheidskrediet heeft nogal geschommeld, nl. in de periode van 1957 tot en met 1960 een daling, gevolgd door een stijging. Het percentage lag in het begin van de periode op 17%, in 1965 op 13%. Waarschijnlijk houdt dit voor een belangrijk deel verband met de woningbouwfinanciering. Een berekening in het artikel van Bakker, heeft ons geleerd, dat het aandeel van de overheid in de laatste jaren is afgenomen.

Tabel 3. *Financiering woningbouw (nieuwbouw)* mln. gld.

	Bruto investeringen	Nieuwbouw herbouw uitbreiding	Rijk	Financiering door:	
				Lagere overheid	Particuliere sector
1961	1.850	1.440	700	180	560
1962	1.840	1.430	680	120	630
1963	2.080	1.630	760	90	780
1964	2.850	2.270	1.060	80	1.130

Bron: C. Bakker, De Nederlandse kapitaalmarkt tegen de achtergrond van sparen en investeren, Benelux Publicatieblad 1966-1.

## De Kapitaalmarkt

Zoals hierboven is gebleken is de kapitaalmarkt in de laatste jaren absoluut en relatief in betekenis toegenomen. Aan de hand van de gegevens in tabel 4 is een analyse mogelijk.

Tabel 4. *Beroep op Kapitaalmarkt* mln. gld.

	Effecten	Onderhandse en hypothecaire leningen
1957	510	1.060
1958	510	940
1959	330	1.300
1960	430	1.490
1961	260	2.080
1962	890	2.640
1963	240	2.770
1964	710	3.140
1965	1.100	3.190

Bron: Jaarverslag Nederlandsche Bank.

Uit de cijfers springt duidelijk naar voren hoe overweldigend de groei van de onderhandse markt is geweest. In het onderzochte tijdvak is het jaarlijkse bedrag op deze markt verdriedubbeld, terwijl de door middel van effectenuitgiften verkregen middelen slechts een verdubbeling laten zien. In 1957 bedroeg de omvang van de emissiemarkt nog 50% van die van de onderhandse markt, in 1965 nog slechts ca. 30%.

De ontwikkeling van de onderhandse markt heeft de mogelijkheid van externe financiering in een bepaald opzicht verruimd. De toegankelijkheid tot deze markt is nl. groter dan die tot de publieke kapitaalmarkt. Ook besloten vennootschappen bv. kunnen hier vaak terecht.

De lening tussen een geldschieter en in de regel kleine ondernemingen is een zeer oud verschijnsel. Eerst rond de eerste wereldoorlog is een markt voor onderhandse leningen ontstaan. Aanbieders waren de institutionele beleggers, vraag kwam voornamelijk van de lagere overheid. Na de tweede wereldoorlog heeft het bedrijfsleven deze markt ontdekt en op steeds grotere schaal van de hier liggende mogelijkheden gebruik gemaakt.

De oorzaken van de groei kunnen als volgt worden samengevat.<sup>13)</sup> Een fundamentele voorwaarde van het bestaan van de markt is de aanwezigheid van een massaal aanbod. Sedert de eerste wereldoorlog en nog sterker na de tweede wereldoorlog is de krachtige ontwikkeling van het collectieve sparen de basis van het aanbod op de markt geweest. De onderhandse markt is dan ook duidelijk verweven niet alleen met de economische maar ook met de sociale ontwikkeling in ons land. De groei van het collectieve sparen houdt nauw verband met de ontwikkeling van de institutionele beleggers. Deze is in de hand gewerkt door een toeneming van het aantal en de omvang van dergelijke instituten, de stijging van het aantal werkne-



mers, de stijging van het loonniveau, de verbetering in de uitkeringen met als spiegelbeeld omvangrijker betalingen van premies. Fiscale overwegingen in het bijzonder bij de levensverzekering zijn tevens van invloed geweest.

Vòór het ontstaan van de markt konden slechts door emissie van aandelen en obligaties de besparingen van vele, betrekkelijk kleine spaarders verzameld worden. Het opkomende massale aanbod kon gebruik maken van de traditionele middelen nl. de inschrijving op effectenemissies of de effectenaankoop ter beurze. Zou er een vorm zijn die zonder dat dit hogere kosten zou meebrengen, doelmatiger zou kunnen worden gebruikt dan zouden de geldgevers hiervoor belangstelling hebben. Zodanige vorm is de lening op schuldbekentenis. Deze is echter niet alleen eenvoudiger en stelt in staat in één transactie grote bedragen over te hevelen, maar is ook goedkoper. Een belangrijk kostenverschil heeft aanvankelijk gelegen in het zegelrecht. Tot 1952 was de lening op schuldbekentenis in tegenstelling tot de effecten niet zegelplichtig. Nadien moet ook op de acte van een onderhandse lening een zegel worden geplakt. Voorzover echter de lening in de vorm van een hypothecaire lening wordt gegoten en voor leningen korter dan twee jaar en voor leningen met een bedrag lager dan f 100.000 vervalt de zegelplicht.

Naast het zegelrecht heeft de onderhandse lening zowel bij het aangaan van de lening als bij de latere administratie tijdens de looptijd kostenvoordelen (geen prospectus, geen advertenties, geringere bemiddelingskosten, geen drukkosten voor de stukken, geen coupon- en aflossingsadministratie, geen uitlotingskosten). Voorts hebben ondernemingen, die zich niet naar de publieke markt kunnen wenden of dit niet wensen vaak wel toegang tot de onderhandse markt. Het voordeel, dat volgens Bervoets<sup>14</sup>) het meest tot de overweldigende groei heeft bijgedragen is de mogelijkheid, tot op het laatste ogenblik vòór de tekening van het contract, de behoeften van de geldnemer en die van de geldgever aan elkaar aan te passen.

Als nadeel van de onderhandse lening ten opzichte van de obligatielening is naar voren gebracht, dat de eerste minder liquide is. Door emissie is een onderhandse lening wel over te dragen doch de moeilijkheid is, dat het niet eenvoudig is een tegenpartij te vinden wie het bedrag, de resterende looptijd en de kwaliteit van de debiteur convenieert. Voor de houder is het soms niet aangenaam dat zijn wens om over liquiditeiten te beschikken bekend wordt. Ook voor de debiteur kan het ongewenst zijn dat anderen van de relatie met de oorspronkelijke geldgever op de hoogte komen.

Het verschil in liquiditeit is wel eens overdreven. Er zijn immers maar betrekkelijk weinig obligatieleningen, die een zo ruime markt hebben, dat een enigszins groot aanbod zonder belangrijk koersverlies kan worden geabsorbeerd. Vele obligatieleningen zijn in de praktijk dan ook minder liquide dan de theorie ons wil doen geloven.

Bij vergelijking van de publieke met de onderhandse markt moet men tot de conclusie komen, dat de eerste thans het karakter van een aanvullende financieringsbron heeft verkregen.

Het beroep in de vorm van effecten neemt verschillende vormen aan, nl. emissies, bijstorting bij conversies van obligaties in aandelen, de netto-uitgifte van pandbrieven door hypotheekbanken over de toonbank en via de beurs en de onderhandse plaatsing van aandelen. Sedert 1959 is enige detaillering van het totaal uit tabel 5 mogelijk.

Tabel 5. *Effecten* mln. gld.

	Aandelen	Obligaties	Pandbrieven	Bijstorting bij conversies	Onderhandse plaatsing aandelen
1959	86	161	42	45	
1960	167	130	115	16	
1961	128	54	70	10	
1962	435	304	132	19	
1963	69	-18	144	9	
1964	160	138	298	11	106
1965	107	661	196	61	82

Bron: Jaarverslag Nederlandsche Bank.

Hieruit ziet men, dat de cijfers sterke fluctuaties tonen. Het op de markt brengen door grote ondernemingen zowel van aandelen als obligaties blijkt een sterke invloed te hebben. Dit is bv. het geval in 1962 toen Philips aandelen emitterde en in 1966 in welk jaar de Nederlandse Gasunie met een grote uitgifte kwam.

Wat de aandelen betreft moet men bedenken, dat de conversie van in aandelen converteerbare obligaties niet in de cijfers van de aandelenemissies zijn begrepen. De groei van het aandelenkapitaal is dus sterker dan uit de cijfers van de aandelenuitgiften en van onderhandse plaatsing van aandelen alleen blijkt.

Verder is van belang vast te stellen, dat de uitgifte van pandbrieven een bijdrage van enige betekenis geeft. De op deze wijze bijeengebrachte gelden komen alleen de financiering van het woningbezit ten goede.

Ik bracht hierboven naar voren, dat een verschuiving van interne naar externe financiering op zich zelf niet ongunstig behoeft te worden beoordeeld, doch dat hiermede een wijziging in de aard van de gebruikte middelen kan optreden. De cijfers uit de tabel maken nu duidelijk, dat bij de omvangrijker externe financiering de aandelen, dus het risico-aanvaardende element, doorgaans een geringe rol speelt. Hieruit vloeit voort, dat het aandeel van het risico-aanvaardende kapitaal in de totale financiering een duidelijke neiging tot daling toont. Het behoeft geen betoog, dat hierdoor op den duur de financieringsbasis van het Nederlandse bedrijfsleven verzwakt kan blijken.

### Het bankkrediet

Zoals hierboven werd opgemerkt heeft het bankkrediet een bijdrage geleverd tot oplossing van de financieringsproblemen. Het is echter niet alleen het traditionele krediet op korte termijn geweest dat hierbij een rol heeft gespeeld. Steeds belangrijker wordt het door banken verstrekte middellange krediet. Onderstaande cijfers brengen dit aan het licht.

Tabel 6. *Bankkrediet* mln. gld.

	Kort	Middellang
1957		220
1958	—230	40
1959	540	50
1960	650	20
1961	640	150
1962	370	350
1963	790	120
1964	770	310
1965	670	480

De Nederlandse handelsbanken hielden zich voor 1945 niet bezig met krediet op langere termijn aan de particuliere sector. Kort krediet aanvankelijk voor een groot deel in de wisselvorm, later in toenemende mate in de vorm van rekening-courantkrediet, vormde het leeuwendeel van de activiteit op kredietgebied. Hierin is na de tweede wereldoorlog een wijziging gekomen. Enerzijds is bij het bedrijfsleven een toenemende behoefte aan middellang krediet ontstaan, anderzijds hebben de banken hun houding ten aanzien van de kredietverlening op langere termijn gewijzigd.

De behoefte aan middellang krediet,<sup>15)</sup> waaronder moet worden verstaan de kredietverlening met een termijn langer dan één jaar doch korter dan ca. 10 jaar, vloeide uit verschillende omstandigheden voort. Allereerst treedt er een verkorting van de economische levensduur van een reeks kapitaalgoederen op. De afschrijvingsperiode van deze activa komt hierdoor meer en meer in de middellange termijn te liggen. Dit behoeft niet te betekenen, dat ook de financiering op deze termijn zal moeten plaats vinden, doch deze ontwikkeling vormt in sommige gevallen wel een stimulans. Hiermede in verband staat de volgende factor. In verschillende bedrijfstakken vindt een zo snelle technische ontwikkeling plaats, dat het moeilijk wordt een financieringsplan op lange termijn op te stellen. Men is dan geneigd voorlopig met middellang krediet te financieren. Vervolgens wordt van middellang krediet gebruik gemaakt als een overbruggingsfinanciering voor de definitieve financiering uit met de desbetreffende activa gemaakte en gereserveerde winst. Ten slotte ziet men de vraag naar middellang krediet toenemen wanneer het moeilijker wordt op de kapitaalmarkt voldoende middelen aan te trekken. Het behoeft nauwelijks betoog dat in deze omstandigheden ook de markt voor middellang krediet spoedig uitgeput geraakt.

In de hierboven genoemde gevallen kan men zeggen, dat het middellang krediet als het ware gebruikt wordt ter vervanging van leningen op lange termijn. Men kan zich ook denken dat de ondernemer soms middellang krediet preferereert boven kort krediet wanneer men wat grotere zekerheid wenst ten aanzien van de termijn.

Aanvankelijk hebben de banken zelf in bescheiden mate in de nieuwe behoefte voorzien. Al spoedig echter zijn enkele banken tot oprichting van dochtermaatschappijen overgegaan, die zich uitsluitend met het verstrekken van middellang krediet bezig zijn gaan houden en daarbij zelf de benodigde middelen op middellange termijn of zelfs iets langere termijn op de markt aantrokken. Zo zagen b.v.

in 1956 de Maatschappij voor Middellang Krediet en de Maatschappij voor Krediet op Vaste Termijn het levenslicht.

De Herstelbank had reeds sedert haar oprichting in 1945 een groot deel van haar kredietverstrekking in de middellange sector laten vallen. In 1951 had deze bank, samen met een achttal handelsbanken de Export-Financiering Maatschappij opgericht, die zich met financiering op middellange termijn van de export van kapitaalgoederen bezighoudt.

In het vervolg van de ontwikkeling hebben sommige banken, zoals de Amsterdam-Rotterdam Bank, vastgehouden aan het principe het middellange krediet in een speciale voor dit doel werkzame dochtermaatschappij onder te brengen. Als zodanig fungeert sedert 1965 voor deze instelling de Nationale Bank voor Middellang Krediet, die eind 1965 f 624 mln. in binnen- en buitenland had uitstaan. Andere banken zijn deze kredieten binnen het kader van het eigen kredietbedrijf blijven geven.

Hiertoe moesten deze instellingen een andere houding ten aanzien van deze krediettermijn gaan innemen. Het traditionele beleid van de Nederlandse handelsbanken is lange tijd gericht geweest op de verlening van kort, zoveel mogelijk selfiquidating, krediet. Dit beleid steunde op de aard van de door de banken zelf aangetrokken middelen, die grotendeels direct opvraagbaar waren.

Na de tweede wereldoorlog ervoer men dat deze gelden vrijwel steeds in omvang toenamen. Daarnaast heeft men leren inzien, dat men deze tegoeden niet individueel maar collectief moest beschouwen. De persoon van de rekening-courant houder mag dan wel frequent wisselen doch een belangrijk deel der direct opvraagbare tegoeden blijft de banken toevertrouwd. In de ontwikkeling zijn deze gelden geworden tot een belangrijk deel van de binnenlandse liquiditeitenmassa. Slechts wanneer een langdurige depressie de economie zou teisteren zou deze massa en daarmee het girale gedeelte aanmerkelijk kunnen teruglopen. In elk geval mag men rekenen op een zogenaamde harde kern. De geringere fluctuaties in het rekening-couranttegoed per bank is verder in de hand gewerkt door de bankconcentratie.

In de tweede plaats heeft men een verschuiving in de aard van de toevertrouwde middelen tot stand zien komen. Het aandeel van de termijn-deposito's en spaargelden is aanmerkelijk gegroeid. Van deze middelen - doch dit geldt meer voor de spaargelden dan de termijndeposito's - mag men aannemen, dat zij geruime tijd aan de bank blijven toevertrouwd.

De banken hebben individueel nog niet de consequentie uit de hier weergegeven structuurverandering aan de debetzijde van het bedrijf getrokken, door in de balans aan te geven welk deel der verleende kredieten kort, welk deel middellang is. Voor een inzicht in de verhouding is dit beslist noodzakelijk.

Het gewijzigde inzicht en de genoemde verschuiving hebben tot een grote bereidheid tot verschaffen van middellang krediet rechtstreeks door de banken geleid.

Hierbij moet nog het volgende worden aangetekend. Ook reeds voor de tweede wereldoorlog verstrekten de banken middellang krediet aan de Staat (schatkistbiljetten). Deze kredietverlening steunde echter mede op de mogelijkheid zo nodig de biljetten op de secundaire markt voor dit papier (de discontomarkt) te verkopen resp. deze bij de Nederlandsche Bank te belenen. Voor de middellange kredieten aan de particuliere sector bestaat deze mogelijkheid in ons land niet, hetgeen de aanvankelijke terughoudendheid mede verklaart.

Uit de bovenstaande cijfers ziet men dat het middellange krediet vooral de laatste jaren betekenis heeft gekregen.

Het zal duidelijk zijn, dat deze cijfers niet het totale middellange krediet in Nederland omvatten. De bedragen, die door de speciale middellange kredietmaatschappijen zijn verstrekt zijn echter elders in de cijfers begrepen nl. voorzover deze ondernemingen middelen door uitgifte van obligaties of op de onderhandse markt hebben opgenomen in de desbetreffende cijfers. Vindt financiering door kortlopend bankkrediet plaats dan zijn de desbetreffende cijfers in het korte bankkrediet opgenomen.

### Het buitenland als financieringsbron

Tot nu toe is de vraag en het aanbod van het buitenland buiten beschouwing gebleven. Onderstaande cijfers geven hieromtrent inlichtingen.

Tabel 7. *Vraag en aanbod van het buitenland op de Nederlandse kapitaalmarkt* mln. gld.

	Vraag	Aanbod	Netto aanbod
1957	190	340	150
1958	-10	470	480
1959	270	810	570
1960	380	1050	670
1961	790	580	-210
1962	370	360	- 10
1963	180	380	200
1964	-50	250	300
1965	140	360	220

Bron: Jaarverslag Nederlandsche Bank 1965, bijlage 6.12.

De netto-bedragen, die een niet onbelangrijk aanbod op de Nederlandse markt omvatten zijn buiten tabel 7 gehouden omdat niet bekend is of deze de particuliere sector ten goede zijn gekomen. Er is reden om aan te nemen, dat een belangrijk deel van de opbrengst der aan het buitenland verkochte effecten van het Nederlandse bedrijfsleven naar de overheidssector is gevloeid.

### De financieringsstructuur

Van de financieringsstructuur van de individuele ondernemingen verkrijgt men uit de balans bij benadering een beeld. Van het gehele Nederlandse bedrijfsleven is hierover bitter weinig bekend. Een samenvatting van alle balansen te geven is niet mogelijk omdat vele ondernemingen geen jaarverslag publiceren en voorzover de balans wel openbaar wordt gemaakt zij onderling moeilijk vergelijkbaar zijn. Voorzover over enigszins grotere groepen van ondernemingen gecombineerde cijfers worden gepubliceerd zoals in de C.B.S.-statistiek „Enige gegevens over de geld- en kapitaalmarkt” betreffende de ondernemingen, waarvan de effecten op de Amsterdamse beurs zijn genoteerd, geven deze een onvolledig beeld. Men vermeldt nl. het nominale aandelenkapitaal en niet het door emissie van aandelen verkregen vermogen, terwijl evenmin gegevens over de reserve zijn opgenomen.

Er zijn enkele partiële onderzoeken geweest, waaraan het bezwaar kleeft dat zij niet representatief zijn. Het meest recente, tevens meest omvangrijke, nl. 76 ondernemingen omvattende, en het meest diepgaande onderzoek is door de Stichting voor Economisch Onderzoek van de Universiteit van Amsterdam verricht<sup>5</sup>). Ik geloof echter dat uit de resultaten van dit onderzoek toch wel enkele algemene conclusies mogen worden getrokken. Uitgangspunt hiervan is onderstaande tabel 8.

Tabel 8. in %	1929	1939	1949	1959	1960
Via aandelen verkregen vermogen	62	75	32	19	18
Ingehouden winst	2	-5	17	40	41
Herwaarderings- en prijsverschillen-reserves	—	1	8	11	10
Stille reserve ingehouden winst en herwaardering	—	—	2	1	2
Om niet verkregen vermogen	—	1	—	—	—
Vreemd vermogen	35	28	41	29	29
	100	100	100	100	100

Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam.  
Emissiebedrijvigheid en financiële structuur van ondernemingen blz. 71.

Uit deze cijfers komt aan de dag, dat de depressie der dertiger jaren en de tweede wereldoorlog het totaal der eigen middelen sterk heeft doen dalen. Hiertegenover is het aandeel der vreemde middelen toegenomen. Dit bevestigt wat men ook op grond van een redenering zou hebben verwacht.

Na de tweede wereldoorlog vindt een herstel van de eigen middelen plaats, doch tegelijkertijd voltrekt zich een belangrijke verschuiving. Het via aandelen uitgifte verkregen vermogen loopt relatief terug, het aandeel van de ingehouden winst toont een spectaculaire stijging. Het aandeel van het vreemde vermogen heeft hiertegenover een daling ondergaan.

Deze bewegingen wijzen op een versterking van de positie van de in het onderzoek betrokken ondernemingen. Dit geldt niet voor andere categorieën. Er zullen ongetwijfeld belangrijke verschillen bestaan tussen de diverse branches, tussen grote en kleine ondernemingen en tussen besloten en open vennootschappen. De cijfers laten m.i. wel toe de algemene lijn in de ontwikkeling te onderkennen.

Wanneer men op basis van de situatie in 1960 en het hierboven behandelde beloop van de stroomgrootheden iets zou willen zeggen van de meest recente gang van zaken, neemt men risico. De cijfers van de stroomgrootheden hebben nl. op andere categorieën van het economisch leven betrekking dan de cijfers van tabel 8. Deze laatste betreffen alleen een deel van het particuliere bedrijfsleven, de eerste omvatten tevens de overheidsbedrijven, de woningbouw, de agrarische sector, enz. Toch, met alle voorbehoud, zou men m.i. mogen zeggen, dat de gunstige ontwikkeling een keer heeft genomen. Waarschijnlijk is het via aandelen verkregen vermogen naar verhouding nog verder gedaald, doch het bedrijfsleven heeft geen kans gezien het eigen vermogen op peil te houden door het relatieve bedrag van de ingehouden winst nog verder op te voeren. Het tegendeel is het geval. Hiertegenover zal het vreemde vermogen zich in stijgende lijn bevinden.

De financiële positie van het Nederlandse bedrijfsleven mocht bij het begin van de zestiger jaren financieel sterk worden genoemd. Sedertdien is aan financiële kracht verloren. Dit gebeurt in een periode, waarin de conjunctuur in ons land, maar ook elders in Europa, niet meer de veerkracht toont, die deze lange jaren na de oorlog heeft gekend. De genoemde verschuiving, zeker als deze zich zou voortzetten, heeft de basis verzwakt. Het is mogelijk, dat het bedrijfsleven wel anders had gewild maar geen mogelijkheden heeft gezien, omdat het aanbod van risicoaanvaardend vermogen te gering is. Het is ook mogelijk, dat de leiding van de ondernemingen zich te veel heeft laten leiden door motieven, die op de korte termijn alleszins acceptabel zijn. Het aantrekken van vreemd vermogen is naar verhouding het goedkoopst. Op de langere duur echter komt de andere zijde van de medaille naar voren, een financieel zwakkere positie. Niet alleen het bedrijfsleven zal zich dit moeten realiseren, ook de vakverenigingen en evenzeer de overheid, die met de economische politiek de huidige ontwikkeling in de hand heeft gewerkt.

- 1 Zie verslagen 1948 e.v. en ook Economisch Kwartaalbericht Amsterdamsche Bank no. 88, april 1950, blz. 28 en no. 92, eerste kwartaal 1951.
- 2 W. Brakel, De industrialisatie gedurende de periode der Marshallhulp, Leiden, 1954.
- 3 K. G. de Groot, De financiering van de industrie in Nederland, Hoofdstuk VI, Leiden, 1957.
- 4 Centrum voor Staatkundige Vorming, De financiering van de investeringen (Rapport Commissie van Campen), 1956.
- 5 Stichting voor Economisch Onderzoek van de Universiteit van Amsterdam, Emissiebedrijvigheid en financiële structuur van ondernemingen.
- 6 Kwartaalbericht van de Nederlandsche Handel-Maatschappij 2/1956.
- 7 Handelingen van de Tweede Kamer, 22 november 1956, blz. 3175, noot.
- 8 Economisch Statistische Berichten, 25 september 1957.
- 9 Economisch Statistische Berichten, 20 november 1957.
- 10 Tijdschrift voor Vennootschappen, Verenigingen en Stichtingen, juni en september 1964.
- 11 C. Bakker, De Nederlandse kapitaalmarkt tegen de achtergrond van sparen en investeren, Benelux Publicatieblad 1966-1.
- 12 P. de Wolff, Hulpmiddelen van de economische politiek, in Theorie van de economische politiek o.r.v. J. E. Andriessen en M. A. G. Meerhaeghe, blz. 428, Leiden 1962.
- 13 Literatuur onderhandse markt: K. W. A. Bervoets, De onderhandse lening als beleggingsfiguur, Economie, februari 1957, id. De onderhandse lening op de Nederlandse kapitaalmarkt, Economisch Kwartaalbericht Amsterdamsche Bank. 3de kwartaal 1962, no. 138, Bankierskantoor Staal & Co, N.V. De onderhandse lening als beleggingsfiguur, 1964, Dr. H. P. W. en Drs. H. P. W. van Ravestijn, De onderhandse leningfinancieringsfiguur en beleggingsobject, F. van Lanschot, Vermeer & Co, Financiële Flitsen, december 1964, J. M. G. van Lanschot, De handel in onderhandse leningen, Bank- en Effectenbedrijf, oktober 1964.
- 14 Bervoets, Economisch Kwartaaloverzicht Amsterdamsche Bank, 3e kw. 1962.
- 15 Literatuur: C. D. Jongman, Het crediet op middellange termijn, De Naam-

	Investeren- ringen wo- ningen	Investeren- ringen overige vaste activa	Investeren- ringen voor- raden	Ver- mogens- over- drachten insti- tutio- nele be- leggers	Toe- neming liquidi- teiten	Totaal	Afschrij- vingen	Bespa- ringen	Vermo- gens- over- drachten overheid	Ver- mogens- over- drachten buiten- land	Over- heids- krediet	Af- nemers- krediet buiten- land	Diverse kapitaal- trans- acties buiten- land	Kapi- taal- markt	Bank- krediet	Rest- post	Totaal
1957	1.83	5.72	0.91	0.06	0.38	8.40	3.08	3.10	0.33	0.01	1.45	0.11	-0.45	0.97	0.20	-0.35	8.40
1958	1.76	4.91	0.09	0.07	1.66	8.49	3.31	3.32	0.27	0.05	1.05	0.08	-0.45	1.46	-0.28	-0.32	8.49
1959	1.82	5.50	0.27	0.07	0.73	8.39	3.47	3.32	0.22	0.01	0.96	-0.23	-0.56	1.31	0.55	-0.66	8.39
1960	1.81	6.51	1.42	0.08	1.10	10.92	3.65	3.70	0.22	0.12	0.93	0.16	-0.11	1.73	0.67	-0.15	10.92
1961	1.85	7.11	1.27	0.16	0.73	11.12	3.94	2.62	0.07	0.04	1.43	0.20	0.04	1.72	1.13	-0.07	11.12
1962	1.87	7.58	0.76	0.13	1.41	11.75	4.23	2.35	0.02	0.04	1.39	0.06	-0.25	2.78	0.66	0.59	11.75
1963	2.06	7.98	0.70	0.19	1.88	12.81	4.68	2.26	-0.06	0.01	1.24	0.56	-0.05	2.23	1.31	-0.63	12.81
1964	2.85	9.60	1.90	0.20	2.20	16.75	5.14	3.84	0.07	0.03	2.10	0.22	0.40	2.34	1.62	0.99	16.75
1965	3.37	10.24	0.95	0.21	2.24	17.01	5.68	4.43	0.03	0.02	2.17	-0.25	0.17	2.61	1.48	0.67	17.01

looze Vennootschap, april 1959, J. R. M. v. d. Brink, Banknummer Algemeen Handelsblad, 19 januari, 1960, C. A. Klaasse, General Introduction to medium term credit, 1960, id., Banknummer Algemeen Handelsblad, 13 februari 1962, C. F. Scheffer, Krediet op middellange termijn, in Financiële Notities, 's-Gravenhage, 1962, A. Batenburg, Rol van de handelsbanken bij de financiering van de industrie, Bank- en Verzekeringsnummer, Algemeen Handelsblad, 8 februari 1967.