

Theorie en praktijk van ondernemingsfinanciering: investeringsselectie

Dirk Brounen, Abe de Jong en Kees Koedijk

SAMENVATTING In deze studie bestuderen wij de praktijk van de ondernemingsfinanciering aan de hand van een grootschalig vragenlijstonderzoek onder 313 Europese financieel directeuren uit het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk en Nederland. Wij vergelijken onze resultaten met eerdere bevindingen uit de Verenigde Staten. De studie richt zich op technieken voor investeringsselectie en het schatten van de kostenvoet. Op deze wijze ontstaat een unieke mogelijkheid om vast te stellen in hoeverre theoretische concepten, zoals het capital asset pricing-model, in de praktijk worden aangewend om bedrijfsdilemma's op te lossen. De resultaten geven een duidelijk beeld van de raakvlakken tussen theorie en praktijk en de internationale discrepanties.

1 Inleiding

De afgelopen decennia hebben wetenschappers over de hele wereld gewerkt aan het formuleren van innovatieve modellen en theorieën aan de hand waarvan het financiële management van een onderneming kan worden geoptimaliseerd. Concepten zoals bijvoorbeeld het capital asset pricing-model (CAPM) en de vermogensstructuurhypothesen van Modigliani en Miller (1958, 1963) zijn beloond met de Nobelprijs en worden wereldwijd uit tekstboeken gedoceerd. Maar in hoeverre deze theorie ook daadwerkelijk in de praktijk wordt aangewend om financiële bedrijfsdilemma's op te lossen is grotendeels onbekend. In dit artikel slaan wij een brug tussen de theorie en de praktijk van de ondernemingsfinanciering (corporate

finance). Wij ondervragen 313 verschillende financieel directeuren uit het Verenigd Koninkrijk (VK), Nederland, Duitsland en Frankrijk over hun dagelijkse manier van werken. Zo ontstaat er een unieke kijk binnen de internationale corporate finance-praktijk. De resultaten zijn waardevol voor verschillende doeleinden. Professionals kunnen zien hoe collega's te werk gaan en leren van elkaar, terwijl wetenschappers kunnen waarnemen op welke wijze theorieën worden vertaald in de praktijk. Dit laatste kan vervolgens weer aanleiding geven tot nieuwe modellen en theorie of de aanscherping van het bestaande assortiment.

Recent onderzoek benadrukt de fundamentele verschillen die ontstaan bij een vergelijking van de Amerikaanse en Europese financiële markten. Er bestaat een steeds groter wordende stroom aan corporate governance-literatuur waarin internationale verschillen een hoofdrol spelen. La Porta et al. (1997, 1998) benadrukken de grote diversiteit in juridische en economische stelsels en de impact van deze verschillen op de ontwikkeling van de financiële markten op beide continenten. Rajan en Zingales (2003) en Chew (1997) bespreken structurele verschillen tussen de financiële systemen, waarbij het Europese systeem wordt gekenschetst als relatiegedreven, terwijl de Amerikaanse financiële markt meer marktgedreven functioneert. Deze literatuur claimt dat er grote institutionele verschillen tussen de nationale financiële markten bestaan. Wij zullen in dit onderzoek bestuderen in hoeverre deze internationale verschillen relevant zijn voor de individuele onderneming en haar financieel directeur.

In ons onderzoek hanteren wij een relatief ongebruikelijke methodiek, namelijk vragenlijsten. Deze arbeidsintensieve benadering gunt ons een unieke kijk in de hoofden van de beslissers, de financieel directeuren. Op deze wijze leggen wij vast hoe financieel directeuren hun werkwijze percipiëren. Wij stellen vra-

Dr. D. Brounen is universitair hoofddocent Finance and Real Estate, Dr. A. de Jong is universitair hoofddocent Corporate Finance en Prof. Dr. C.G. Koedijk is hoogleraar Financiële Markten. Zij zijn allen verbonden aan de vakgroep Financieel Management van de RSM Erasmus University in Rotterdam.

gen ten aanzien van diverse financiële onderwerpen, welke kunnen worden onderverdeeld in: investeringsselectie, kostenvoetramingen en vermogensstructuurbeleid. In dit artikel beperken wij ons tot de bespreking van de resultaten van de eerste twee categorieën. Een discussie van de resultaten ten aanzien van de vermogensstructuur komt aan de orde in een vervolgstudie (Brounen et al., 2005). Naast het beschrijven van de respons, proberen wij ook patronen en verklaringen te destilleren door de kruisverbanden tussen de respons en bedrijfskarakteristieken te onderzoeken.

Dit artikel zal als volgt worden voortgezet. In paragraaf 2 wordt de onderzoeksopzet kort uiteengezet, waarbij speciale aandacht wordt besteed aan de samenstelling van de steekproef. De eerste resultaten die besproken worden, volgen in paragraaf 3 en staan in het teken van corporate governance. Vervolgens bespreken wij onze bevindingen ten aanzien van investeringsanalyse, waarbij wij onderzoeken hoe financieel directeurs in de praktijk een oordeel vellen over investeringsmogelijkheden. Paragraaf 5 behandelt de voornaamste bevindingen ten aanzien van de kostenvoet, waarna het geheel wordt afgesloten met samenvattende conclusies.

2 Onderzoeksopzet

In onze onderzoeksopzet volgen wij het voorbeeld van Graham en Harvey (2001) waarin een soortgelijk onderzoek is afgenomen onder 392 Amerikaanse financieel directeurs. Dankzij deze consistentie in onderzoeksopzet en formulering van de onderzoeksvragen zijn wij in staat om onze Europese bevindingen te vergelijken met hun Amerikaanse resultaten. Bij de samenstelling van onze vragenlijst is speciale aandacht geschonken aan de balans tussen het vergaren van een maximale hoeveelheid aan informatie en het minimaliseren van de tijdsbelasting voor de respondent. Zo zijn wij gekomen tot een lijst van zeventien vragen, waarvan twee varianten in omloop zijn gebracht. Het verschil tussen beide varianten is de volgorde van de vragen, waarbij we de vragen 1-4 en 11-14 hebben uitgewisseld, opdat eventuele vertekeningen ten aanzien van de laatste vragen worden ondervangen. Het uitzenden en verzamelen van de vragenlijsten is uitbesteed om zo de anonimiteit van de respondent te garanderen. Respondenten konden de vragenlijsten aan de hand van een gefrankeerde antwoordvelop retourneren. In tweede instantie zijn niet-respondenten telefonisch benaderd en zijn zij in de gelegenheid gesteld om hun antwoord telefonisch, per fax of via internet te retourneren¹.

Ons onderzoek is afgenomen in de periode november 2002 tot januari 2003, drie jaar na het onderzoek van Graham en Harvey (2001). De onderwerpen die wij in ons onderzoek centraal stellen, investeringsselectie en vermogensstructuurbeleid, zijn relatief ongevoelig voor de actualiteit van het moment, derhalve veronderstellen wij dat de resultaten uit beide onderzoeken vergelijkbaar zijn. In totaal hebben wij 6.500 Europese bedrijven aangeschreven, hetgeen dankzij een response van 5% heeft geleid tot een steekproef van 68 Britse, 52 Nederlandse, 132 Duitse en 61 Franse bedrijven. Dit totaal vertegenwoordigt het op twee na grootste vragenlijstonderzoek uit de financiële literatuur². Ons onderzoek draagt op twee wijzen bij aan de bestaande literatuur. Allereerst toetst ons onderzoek of conclusies uit eerder onderzoek ook valide zijn buiten de Amerikaanse context. Daarnaast bevat ons onderzoek een unieke invalshoek waarin ook het corporate governance-beleid van individuele bedrijven wordt gemeten en betrokken in het verklaren van hun financiële beleid.

De bedrijven in onze steekproef vormen een representatieve afspiegeling van het Europese bedrijfsleven. Informatie ten aanzien van de voornaamste karakteristieken van onze steekproef is weergegeven in tabel 1. Uit deze gegevens blijkt dat de Europese bedrijven in onze steekproef gemiddeld genomen kleiner zijn dan de Amerikaanse bedrijven van Graham en Harvey (2001). Ten aanzien van de verdeling over sectoren en de achtergrond van de CEO bestaan geen duidelijke internationale verschillen. Wel valt op dat in tegenstelling tot de Amerikaanse steekproef een minderheid van onze Europese bedrijven een notering aan de beurs heeft.

3 Corporate Governance

Onze eerste categorie vragen heeft betrekking op het corporate governance-beleid van de bedrijven in onze steekproef. Als eerste stelden wij onze respondenten de vraag welke doelstellingen zij binnen hun bedrijf als belangrijk beschouwen, waarbij zij per doelstelling een waardeoordeel konden afgeven variërend van nul, onbelangrijk, tot vier, zeer belangrijk. De gemiddelde response op deze vraag staat per land weergegeven in figuur 1 (zie p. 232)³. Het maximaliseren van de winst, het beheersen van de kosten en het optimaliseren van de continuïteit scoorden in alle landen hoog, terwijl dividenden en de vermogensstructuur steeds als een relatief onbelangrijke doelstelling werden opgegeven. Naast deze harmonieuze consistentie vertonen onze resultaten ook een

Tabel 1. Steekproefkarakteristieken

Omzet	<25	25-99	100-499	500-999	1000-4999	>4999
Verenigde Staten	8%	18%	23%	9%	24%	18%
Verenigd Koninkrijk	29%	35%	16%	4%	9%	6%
Nederland	8%	39%	25%	8%	10%	10%
Duitsland	8%	34%	38%	7%	10%	2%
Frankrijk	31%	32%	17%	5%	5%	10%
Sector	Winkels	Mijnbouw	Productie	Transport	Banksector	Overige
Verenigde Staten	10%	4%	38%	11%	14%	22%
Verenigd Koninkrijk	19%	5%	41%	6%	10%	19%
Nederland	12%	2%	38%	16%	10%	22%
Duitsland	6%	10%	50%	15%	2%	17%
Frankrijk	24%	19%	31%	5%	3%	18%
CEO leeftijd	<40	40-49	50-59	>59		
Verenigde Staten	3%	25%	49%	23%		
Verenigd Koninkrijk	18%	37%	34%	10%		
Nederland	10%	30%	56%	4%		
Duitsland	14%	35%	36%	15%		
Frankrijk	13%	37%	32%	18%		
CEO opleiding	HBO	MBA	Master	>Master	Anders	
Verenigde Staten	41%	38%	8%	13%	0%	
Verenigd Koninkrijk	36%	17%	11%	13%	23%	
Nederland	27%	47%	12%	6%	8%	
Duitsland	29%	45%	2%	23%	2%	
Frankrijk	16%	41%	27%	16%	0%	
Aandelenbezit directie	<5%	5%-10%	10%-20%	>20%		
Verenigde Staten	56%	17%	6%	21%		
Verenigd Koninkrijk	44%	11%	3%	42%		
Nederland	70%	2%	2%	26%		
Duitsland	79%	2%	4%	15%		
Frankrijk	42%	11%	4%	44%		
	V.S.	V.K.	Nederland	Duitsland	Frankrijk	Totaal
Aantal	392	68	52	132	61	705
% Beursgenoteerd	63%	54%	41%	23%	12%	49%

De omzetcijfers zijn weergegeven in miljoenen Amerikaanse dollars, geheel in lijn met de vragenlijst van het Amerikaanse voorbeeld van Graham en Harvey (2001).

aantal opmerkelijke discrepanties. Zo wordt het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde door de Britse en Nederlandse bedrijven van beduidend groter belang geacht dan door onze Duitse en Franse respondenten. De Franse bedrijven in onze steekproef gaan zelfs zover dat zij de aandeelhouderswaarde het minst belangrijk van alle doelstellingen vinden. Deze variatie is in lijn met de corporate

governance-literatuur waarin het corporate governance-stelsel wordt gezien als achterliggende verklaring. Het Anglo-Saksische model, gericht op aandeelhouderswaarde, is relatief populair in het Verenigd Koninkrijk en Nederland, terwijl de Franse en Duitse bedrijven gemiddeld genomen eerder aanhangers zijn van het continentaal-Europese model, waarbij andere stakeholders een grotere rol spelen.

Een volgende vraag die wij stelden in het kader van corporate governance had betrekking op het belang van verschillende stakeholders. De resultaten in figuur 1 tonen duidelijk dat klanten overal als meest belangrijke stakeholder worden beschouwd. Ook medewerkers en het management zelf scoren hoog in deze categorie. Maar buiten deze drie categorieën bevinden zich de meest fascinerende uitkomsten. Zo blijken aandeelhouders van groot belang voor de Britse en Nederlandse bedrijven, terwijl de Duitse en Franse bedrijven uit onze steekproef meer belang hechten aan het algehele publiek dan aan hun aandeelhouders. Ook financiers genieten een lage prioriteit onder de Duitse en Franse ondernemers. Deze resultaten komen overeen met de dominerende corporate governance-stelsels welke tussen de landen sterk verschillen.

4 Investeringsselectie

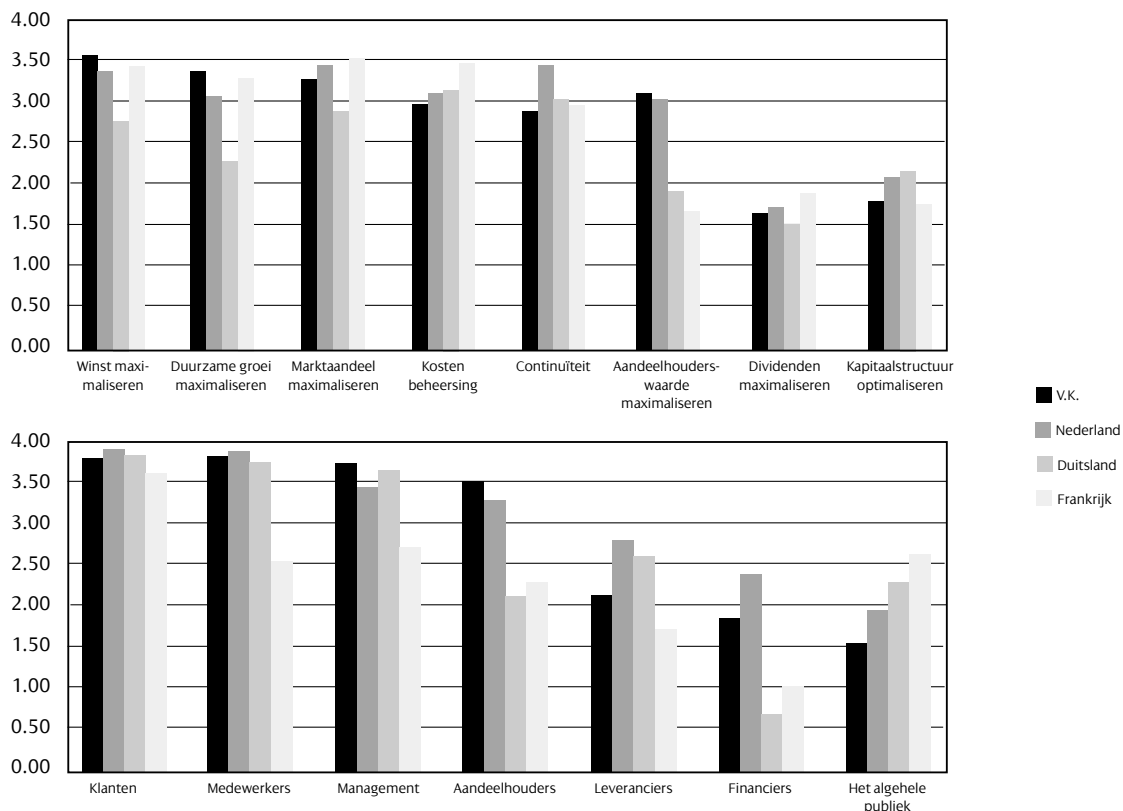
Een tweede categorie vragen uit ons onderzoek heeft betrekking op de selectie van investeringen. Hoe ko-

men bedrijven tot een besluit wanneer geïnvesteerd dient te worden? Deze centrale vraag voor ondernemers heeft menig wetenschapper in het verleden geïnspireerd tot het formuleren van eenduidige criteria, uiteenlopend van de terugverdientijd en de netto contante waarde tot meer geavanceerde criteria als de waarde van reële opties. Wij hebben onze respondenten een lijst met investeringscriteria voorgelegd en gevraagd in hoeverre zij gebruik maken van elk criterium⁴. De gemiddelde respons per land staat weergegeven in figuur 2. Duidelijk is dat er op nationaal niveau enorme verschillen bestaan in de manier waarop financieel directeuren hun oordeel over investeringsprojecten vellen.

De Amerikaanse respondenten geven conform de tekstboeken de voorkeur aan disconteringstechnieken: het interne rendement en de netto contante waarde, waarbij toekomstperspectieven systematisch worden vertaald naar de huidige context. Dan volgt de terugverdientijd, een methodiek die vooral uitblinkt in

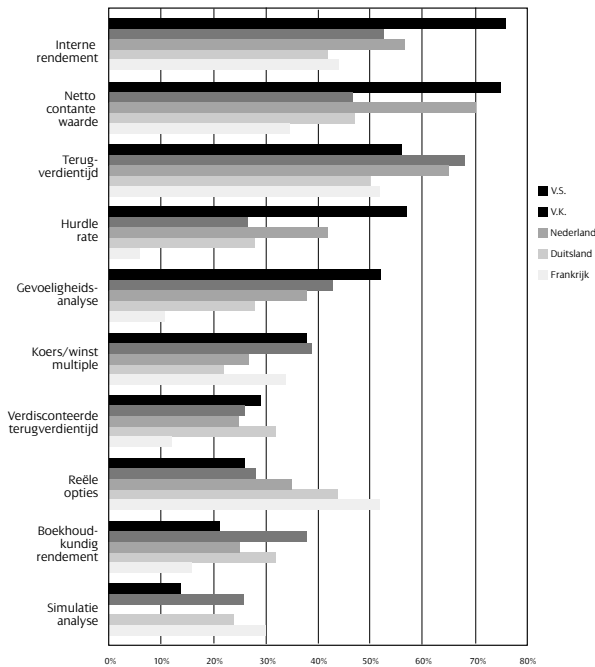
Figuur 1. Bedrijfsdoelstellingen en belangrijkste stakeholders

Deze figuur geeft het nationaal gemiddelde response weer op de vraag: 'Welke doelstelling is belangrijk voor uw bedrijf?' en 'Welke stakeholders zijn belangrijk voor uw bedrijf?' Bij beide vragen vertegenwoordigt vier de maximale score, zeer belangrijk, en staat nul gelijk aan onbelangrijk.



Figuur 2. Investeringsselectiebenaderingen

Deze figuur geeft aan hoeveel procent van de respondenten verklaart een bepaald investeringsselectie-instrument vaak of zeer vaak aan te wenden.



eenvoud. Het aantal jaren waarin de investering zichzelf terugbetaalt, zegt immers meer over het risico dan over het rendement van een investering. De meest geavanceerde technieken zoals de reële opties en de simulatietechnieken vinden nog relatief weinig aftrek in de Amerikaanse praktijk.

De Nederlandse financieel directeuren uit ons onderzoek lijken het meest op hun Amerikaanse collega's voor wat betreft investeringsselectie. De netto contante waarde is het populairst terwijl de simulatietechnieken zelden worden toegepast. Wel opvallend is dat het interne rendement minder in trek is dan de terugverdiertijd, terwijl reële opties verhoudingsgewijs vaak worden gebruikt. Maar vergeleken met de overige Europese landen gedragen de Nederlandse financieel directeuren zich 'Amerikaans'. Want zowel de Franse, Duitse als Britse respondenten in ons onderzoek geven de voorkeur aan de terugverdiertijd boven de verdisconteringinstrumenten, geheel in strijd met de theorie en Amerikaanse praktijk.

Om het gebruik van de verschillende selectiecriteria te duiden, hebben wij bedrijfskarakteristieken gekoppeld aan de gemiddelde respons. Een samenvatting van het resultaat staat weergegeven in tabel 2 (zie p. 234) en onderscheidt de antwoorden op basis van bedrijfsom-

vang, het opleidingsniveau van de CEO en de mate waarin aandeelhouders een rol spelen (corporate governance)⁵. Hieruit blijkt dat de populariteit van de terugverdiertijd in elk land het hoogst is onder de kleinste bedrijven, terwijl de grotere bedrijven eerder de voorkeur geven aan het rekenkundig complexere interne rendement en de contante waarde. Het opleidingsniveau van de directeur speelt slechts een beperkte rol in deze kwestie. Buiten het Verenigd Koninkrijk vinden wij dat directeuren met een MBA-opleiding vaker gebruikmaken van de verdisconteringstechnieken dan hun collega's zonder dergelijke opleiding, maar deze verschillen zijn statistisch niet significant. Ten aanzien van de leeftijd en de duur van het dienstverband van de directeur vinden we weinig overtuigende patronen wat betreft de praktijk van investeringsselectie. Wel valt op dat het interne rendement en de contante waarde vaker worden gebruikt door bedrijven waar de directie relatief veel aandelen in bezit heeft. Ook het corporate governance-beleid is terug te lezen in onze investeringsselectieresultaten. Tabel 2 laat duidelijk zien dat bedrijven met een sterke focus op aandeelhouderswaarde in alle vier Europese landen vaker gebruikmaken van het interne rendement en minder van de terugverdiertermijn.

5 De kostenvoet

Uit figuur 2 blijkt dat een aanzienlijk deel van de ondernemers kasstromen verdisconteert om tot een oordeel te komen ten aanzien van hun investeringsbeleid. Een essentieel ingrediënt bij dergelijke berekeningen is de kostenvoet waarmee toekomst en heden met elkaar worden verbonden. Deze kostenvoet kan op velerlei wijzen worden geformuleerd. Zo maken sommige bedrijven gebruik van een historisch gemiddeld rendement op hun aandelen, terwijl anderen het theoretisch meer verantwoorde CAPM gebruiken om op basis van hun bedrijfsrisico een passende kostenvoet te schatten. Maar ook in deze praktijk blijkt een grote variatie te bestaan. Om deze verschillen in kaart te brengen, hebben wij de respondenten gevraagd op welke wijze zij hun kostenvoet schatten. Wij hebben zes alternatieven voorgeschoteld, waarbij op een schaal van nul tot vier dient te worden aangegeven hoe vaak elke benadering wordt aangewend. De gemiddelde respons per land staat weergegeven in figuur 3 (zie p. 234).

De resultaten zullen menig wetenschapper geruuststellen, aangezien blijkt dat buiten Duitsland het Nobelprijswinnende CAPM de boventoon voert onder financieel directeuren. Slechts een minderheid van de respondenten maakt gebruik van eenvoudige-

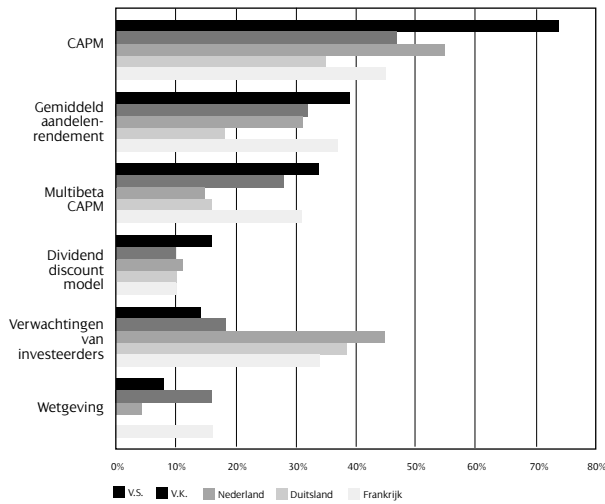
Tabel 2. Investeringsselectie, onderscheid op basis van bedrijfskenmerken

	Omvang			Opleiding		Corp. Govern.	
	Gem.	Groot	Klein	MBA	Niet	Hoog	Laag
V.S. (n = 392)							
Interne Rendement	3.09	3.41*	2.87	3.17	3.03	NA	NA
Netto Contante Waarde	3.08	3.42*	2.83	3.17	3.00	NA	NA
Terugverdientijd	2.53	2.25*	2.72	2.48	2.55	NA	NA
V.K. (n = 68)							
Interne Rendement	2.31	2.15*	3.33	1.70	2.50	2.57	1.79
Netto Contante Waarde	2.32	3.56*	2.12	2.18	2.45	2.40	2.00
Terugverdientijd	2.77	2.75	2.77	2.73	2.74	2.63*	3.29
Nederland (n = 52)							
Interne Rendement	2.36	2.80	2.25	2.73	2.07	2.39	2.38
Netto Contante Waarde	2.76	3.70*	2.53	2.86	2.68	2.94	2.23
Terugverdientijd	2.53	2.40	2.56	2.86	2.28	2.57	2.62
Duitsland (n = 132)							
Interne Rendement	2.15	3.08*	2.04	2.40	1.97	2.18	2.18
Netto Contante Waarde	2.26	3.64*	2.08	2.70*	1.93	2.52	2.19
Terugverdientijd	2.29	2.08	2.31	2.40	2.21	2.33	2.25
Frankrijk (n = 61)							
Interne Rendement	2.27	2.88	2.18	2.82*	1.95	2.86	2.25
Netto Contante Waarde	1.86	3.25*	1.63	2.30	1.62	2.42	1.86
Terugverdientijd	2.46	2.13	2.51	2.52	2.42	2.38	2.81

De respons is per vraag opgedeeld in twee categoriën. Zo onderscheiden wij in deze tabel grote bedrijven met een jaaromzet groter dan \$ 1 miljard en kleine bedrijven (Omvang), bedrijven met een CEO met MBA en bedrijven met een directeur zonder (Opleiding) en bedrijven die aandeelhoudersbelangen als belangrijk ervaren en bedrijven die dat niet doen (Corporate Governance). Indien een waarde gemarkeerd is met *, is het waargenomen verschil statistisch significant op een 95%-betrouwbaarheidsinterval.

Figuur 3. Kostenvoetraming

Deze figuur geeft aan hoeveel procent van de respondenten vaak of zeer vaak gebruikmaakt van een benadering om de kostenvoet van hun bedrijf te schatten.



re benaderingen zoals het dividend discount model, waarbij de kostenvoet wordt afgeleid van de verhouding tussen het dividend, de prijs van het aandeel en de groei van opbrengsten. Wel valt op dat Duitse financieel directeuren zich sterk laten leiden door de verwachtingen en wensen van hun investeerders, terwijl zij qua corporate governance-beleid laag scoren op dit front.

Evenals bij het onderdeel investeringsselectie hebben wij de respons gerelateerd aan ondernemingskenmerken; een samenvatting staat weergegeven in tabel 3. Het CAPM wordt het meest aangewend door beursgenoteerde bedrijven, hetgeen logisch is aangezien deze beschikken over het koersverloop dat nodig is voor de inmiddels klassieke berekeningen. Kleine bedrijven zonder beursnotering kunnen zichzelf niet rechtstreeks aan de beurs spiegelen en zouden slechts op basis van gegevens van beursgenoteerde branchegenoten het CAPM kunnen aanwenden, hetgeen in de praktijk zelden gebeurt. Kleine private ondernemingen laten zich meer leiden door hun investeerders en hun prestaties

Tabel 3. Kostenvoetramingen, onderscheid op basis van bedrijfskenmerken

	Omvang			Opleiding		Corp. Govern.	
	Gem.	Groot	Klein	MBA	Niet	Hoog	Laag
V.S. (n = 392)							
CAPM	2.92	3.27	2.49	3.08	2.77	NA	NA
Gemiddeld Aandelenrendement	1.72	1.65*	1.80	1.53	1.90	NA	NA
Investeerdersverwachting	0.86	0.54*	1.22	0.72	0.99	NA	NA
V.K. (n = 68)							
CAPM	2.06	2.63	1.88	1.00	2.16	2.19	1.40
Gemiddeld Aandelenrendement	1.47	2.50	1.23	2.00	1.14	1.54	0.80
Investeerdersverwachting	1.19	0.17*	1.42	1.67	1.14	1.13	1.40
Nederland (n = 52)							
CAPM	2.37	3.33	1.89	2.71	2.00	2.32	3.00
Gemiddeld Aandelenrendement	1.42	0.88*	1.67	1.23*	1.62	1.52	0.25
Investeerdersverwachting	1.86	1.10*	2.26	1.73*	2.00	2.26	0.40
Duitsland (n = 132)							
CAPM	1.36	2.83*	0.93	1.32	1.39	1.19	1.47
Gemiddeld Aandelenrendement	1.06	0.27*	1.28	1.19	0.97	1.21	0.97
Investeerdersverwachting	1.98	1.82	2.03	2.50*	1.59	2.15	1.80
Frankrijk (n = 61)							
CAPM	1.90	3.33*	1.56	2.09	1.80	2.40	1.82
Gemiddeld Aandelenrendement	1.30	0.83	1.41	1.50	1.19	1.18	1.47
Investeerdersverwachting	1.66	1.33	1.73	2.09	1.43	2.00	1.53

De respons is per vraag opgedeeld in twee categoriën. Zo onderscheiden wij in deze tabel grote bedrijven met een jaaromzet groter dan \$ miljard en kleine bedrijven (Omvang), bedrijven met een CEO met MBA en bedrijven met een directeur zonder (Opleiding) en bedrijven die aandeelhoudersbelangen als belangrijk ervaren en bedrijven die dat niet doen (Corporate Governance). Indien een waarde gemarkeerd is met *, is het waargenomen verschil statistisch significant op een 95%-betrouwbaarheidsinterval.

uit het verleden om tot een adequate maatstaf te komen. Verder valt op dat het gebruik van het CAPM significant hoger is onder de jongere directeuren. Dit resultaat wordt niet gedreven door verschillen in opleidingsniveaus, aangezien deze in dit verband geen rol van belang spelen. Tot slot blijkt bedrijfsomvang een cruciale factor, aangezien grote bedrijven significant vaker gebruikmaken van het CAPM. Dit resultaat blijft ook overeind wanneer wij alleen de beursgenoteerde bedrijven uit onze steekproef bestuderen.

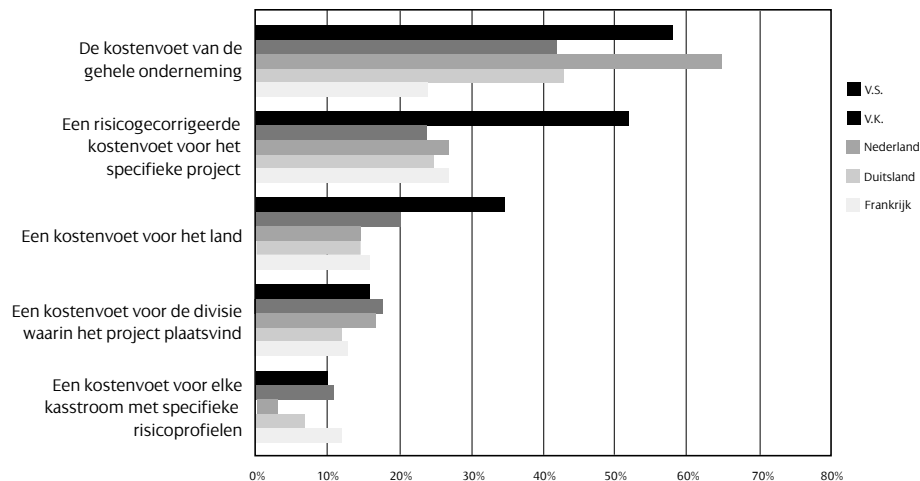
De tweede set vragen met betrekking tot schattingen van een kostenvoet heeft betrekking op het gebruik van een kostenvoet wanneer nieuwe projecten in het buitenland worden overwogen. Deze vraagstelling is gekozen om te onderzoeken hoe bewust ondernemers omgaan met het risicoprofiel van een investeringsproject. Wij schotelen onze respondenten een veelvoud van kostenvoetramingen voor en vragen naar de

populariteit van elke variant afzonderlijk. De resultaten, welke in figuur 4 (zie p. 236) staan weergegeven, vertonen zeer opmerkelijke patronen.

Een meerderheid van alle respondenten blijkt gebruik te maken van een kostenvoet van hun gehele onderneming, hetgeen weinig recht doet aan het risicoprofiel van het nieuwe project. Uiteraard zal de populariteit van deze benadering grotendeels te danken zijn aan het hoge gebruikersgemak, maar tegelijkertijd wordt voorbij gegaan aan het specifieke risico van het project en het land waarin het plaats zal vinden. De meest uitgebreide kostenvoet, waarbij het project ontleed wordt in kasstromen met verschillende risicoprofielen scoort in alle vijf landen van ons onderzoek het laagst. Gebrek aan tijd en informatie blijkt in de praktijk doorslaggevend. Compromisbenaderingen waarin wel het risicoprofiel van het land of het project wordt erkend, genieten meer aanhang. Ruim de helft van de Ameri-

Figuur 4. Kostenvoetgebruik

Deze figuur geeft aan hoeveel procent van de respondenten vaak of zeer vaak gebruikmaakt van elk type kostenvoet wanneer een project in het buitenland wordt overwogen.



kaanse respondenten verklaart zeer regelmatig gebruik te maken van een kostenvoet waarin de projectspecifieke risico's worden meegerekend, terwijl slechts een kwart van de Europese directeuren deze benadering regelmatig volgt. Ook Nederland, een land waar internationale handel toch zeer gebruikelijk is, kan zich niet aan dit patroon onttrekken. Bijna tweederde van de Nederlandse respondenten verklaart te kiezen voor de eenvoudige ondernemingsbrede kostenvoet wanneer een nieuw buitenlands avontuur wordt aangegaan. Gebruikers van meer complexe benaderingen behoren ook in Nederland tot de minderheid. Deze afweging lijkt niet te worden gedreven door het bedrijfsprofiel of door de achtergrond van de directeur.

6 Conclusies

Dit artikel bespreekt het eerste deel van een studie waarin wij de kloof tussen de theorie en de praktijk van ondernemingsfinanciering in beeld brengen. Aan de hand van een unieke enquête vragen wij 313 financieel directeuren uit het Verenigd Koninkrijk, Nederland, Duitsland en Frankrijk naar hun aanpak ten aanzien van een aantal klassieke financiële bedrijfsdilemma's. Door onze resultaten te vergelijken met eerder onderzoek onder 392 Amerikaanse financieel directeuren, zijn wij in staat om de praktijk van ondernemingsfinanciering te beschrijven. Wij schenken speciale aandacht aan het corporate governance-beleid, de investeringsselectie en het gebruik en de raming van de kostenvoet.

Ten aanzien van het corporate governance-beleid nemen wij een opmerkelijke internationale variatie waar. Enerzijds staan het maximaliseren van de winst, het beheersen van de kosten en het optimaliseren van de continuïteit bovenaan elke prioriteitenlijst. Anderzijds wordt het belang van de aandeelhouderswaarde zeer verschillende gewaardeerd. De Britse en Nederlandse bedrijven in onze steekproef zien de waarde voor hun aandeelhouders als topprioriteit, terwijl dit belang voor de Duitse en Franse ondernemingen onderaan hun prioriteitenlijst prijkt. Dit internationale patroon zien wij ook terug in het belang van stakeholders vanuit het perspectief van de financieel directeur. Klanten, medewerkers en het management staan doorgaans hoog aangeschreven, maar aandeelhouders en financiers genieten in Duitsland en Frankrijk weinig prioriteit. Een goede verklaring voor deze feiten kan liggen in het onderliggende corporate governance-systeem. Het Anglo-Saksische model is relatief populair in het Verenigd Koninkrijk en Nederland, terwijl de Franse en Duitse bedrijven gemiddeld genomen eerder aanhangers zijn van een model waarbij aandeelhouders en andere financiers minder aandacht krijgen.

Ten aanzien van de praktijk van investeringsselectie levert ons onderzoek een aantal interessante bevindingen op. Zo blijkt uit onze resultaten dat de relatief primitieve methode van de terugverdiendtijd in Europa nog zeer wijdverbreid is. In Duitsland en Frankrijk is deze methode zelfs het meest gebruikte instrument bij het beslissen over een investeringsproject. De reken-

kundig meer complexe instrumenten als het interne rendement en de contante waarde, waarbij toekomstige kasstromen worden verdisconteerd, zijn in vergelijking tot de Verenigde Staten minder in trek bij Europese ondernemers. De meest geavanceerde technieken zoals de reële opties en simulatieanalyse kunnen zich slechts op zeer weinig aanhang verheugen. Binnen de landen merken wij ook nog een aantal kenmerkende patronen op ten aanzien van de gangbare praktijk van investeringsselectie. Zo blijkt dat de terugverdientijd het populairst is onder de kleinste bedrijven in de steekproef en zien wij dat het gebruik van het interne rendement en de contante waarde toeneemt naarmate het aandelenbezit van de directie stijgt.

De raming en het gebruik van de kostenvoet is het laatste onderdeel van onze studie. De directeuren die hebben verklaard gebruik te maken van verdisconteringstechnieken, hebben wij de vervolgvraag gesteld op welke wijze zij komen tot een geschikte kostenvoet. Ter geruststelling van de wetenschap blijkt dat ook professionals de voorkeur geven aan het CAPM boven meer eenvoudige alternatieven als het dividenddiscountmodel of het gemiddelde aandelenrendement. Het CAPM vindt de meest gretige aftrek onder de grotere en beursgenoteerde ondernemingen met een relatief jonge directeur. Deze keuze voor het theoretisch verantwoorde CAPM wordt echter gecompenseerd door de opmerkelijke respons die wij ontvingen wanneer wij vroegen naar de aanpak ten aanzien van nieuwe projecten in het buitenland. In vrijwel alle landen uit onze steekproef blijkt de financieel directeur vast te houden aan het gebruik van de kostenvoet van de gehele onderneming, ondanks het feit dat deze kostenvoet onvoldoende recht doet aan de specifieke risico's van het nieuwe project en het land in kwestie. Slechts een zeer kleine minderheid van de ondervraagden verklaart gebruik te maken van meer geavanceerde benaderingen waarin de specifieke risico's zorgvuldig worden ontleed. Zo blijkt dat de praktijk en theorie van de corporate finance nog niet geheel versmolten zijn. ■

Literatuur

- Bancel, F. en U.R. Mittoo, (2004), Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms, in: *Financial Management*, vol. 33, no. 4, Winter, pp. 103-132.
- Brounen, D., A. de Jong en C.G. Koedijk, (2005), De theorie en praktijk van ondernemingsfinanciering: vermogensstructuurkeuze, in: *Maanblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, juni.
- Chew, D., (1997), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the U.S., Japan, and Europe*, Oxford University Press.
- Graham, J.R. en C.R. Harvey, (2001), The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 61, no. 2, pp. 187-243.
- Graham, J.R., C.R. Harvey en S. Rajgopal, (2004), *The economic implications of corporate financial reporting*, working paper.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R.W. Vishny, (1998), Law and finance, in: *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 3, pp. 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R.W. Vishny, (1997), Legal determinants of external finance, in: *Journal of Finance*, vol. 52, no. 4, pp. 1131-1150.
- Modigliani, F. en M. Miller, (1958), The cost of capital, corporation financing and the theory of investment, in: *American Economic Review*, vol. 48, no. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. en M. Miller, (1963), Taxes and the cost of capital: a correction, in: *American Economic Review*, vol. 53, no. 3, pp. 433-443.
- Rajan, R.G. en L. Zingales, (2003), The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 69, no. 1, pp. 5-50.

Noten

- 1 Onze resultaten zijn onafhankelijk van de wijze van communicatie met de respondenten. We hebben getoetst in hoeverre verschillen bestaan op basis van de twee varianten (1-4 of 11-14 eerst) en de wijze van ontvangst (post, fax, telefoon of internet), maar hebben op een 90%-betrouwbaarheidsinterval geen significantie variaties waargenomen.
- 2 Het Graham en Harvey (2001) onderzoek bestudeert een steekproef van 392 Amerikaanse financieel directeurs, terwijl het grootste gepubliceerde vragenlijstonderzoek afkomstig is van Graham, Harvey en Rajgopal (2004), waarin de financiële verslaglegging wordt bestudeerd aan de hand van de respons van 401 financieel managers. Het grootste Europese vragenlijstonderzoek tot op heden is van Bancel en Mittoo (2004), waarin 87 observaties uit zestien verschillende landen als steekproef dienen.
- 3 De vragen ten aanzien van corporate governance vormen een uniek onderdeel in onze onderzoeksopzet en zijn niet gesteld door Graham en Harvey (2001). Om deze reden worden onze bevindingen ten aanzien van corporate governance niet afgezet tegen bevindingen uit de Verenigde Staten.
- 4 De investeringscriteria die wij hebben voorgelegd aan onze respondenten komen overeen met de lijst van Graham en Harvey (2001) en vormen de standaard in moderne corporate finance-tekstboeken. De lijst bestaat uit rekenkundig eenvoudige maatstaven als de koers/winstverhouding, de hurdle rate, de terugverdientijd en het boekhoudkundige rendement, naast standaarddisconteringstechnieken als: de netto contante waarde, het interne rendement en de verdisconteerde terugverdientijd. Tot slot vragen we naar de populariteit van rekenkundig meer geavanceerde benaderingen als reële opties (het waarderen van onzekerheid), gevoeligheidsanalyse waarin een beperkt aantal scenario's worden bestudeerd en meer uitgebreide simulatieanalyses (zoals Monte Carlo-simulatie) waarin een groot aantal gesimuleerde scenario's worden onderzocht.
- 5 We hebben onze resultaten op basis van alle bedrijfskenmerken uit tabel 1 opgedeeld. Tabel 2 toont slechts een selectie van deze resultaten, het volledige overzicht is verkrijgbaar bij de auteurs.