

EFFICIËNTIE

Red.: L. POLAK

Over-Kapitalisatie

INLEIDING

Zooeven verscheen een nieuw verslag van de Committee on Industry and Trade: „Further Factors in Industrial and Commercial Efficiency, Being Part II of a Survey of Industries”. Evenals het in 1927 verschenen eerste gedeelte van het verslag van deze Engelsche Staatscommissie bevat het een schat van gegevens en bijzonderheden, waarvan wij de lezing aan onze lezers ten zeerste aanbevelen.

In deel II worden de verschillende problemen, die op kostprijzen van de verschillende industrieën invloed kunnen uitoefenen, stuk voor stuk aan een bespreking onderworpen, o.a. heeft de commissie door een „chartered accountant” met zeer groote ervaring, — naam wordt jammer genoeg niet genoemd — een memorandum laten samenstellen over den invloed, die over-kapitalisatie op de efficiëncy van bedrijven kan uitoefenen, waaruit wij het onderstaande ontleenen:

In dit artikel werden eenige bijzonderheden van over-kapitalisatie besproken, met betrekking tot naamlooze vennootschappen, beschouwd van het standpunt van de onderneming (invloed op kosten, prijzen en loonen), dus niet van het standpunt van belegger of speculant.

De aandacht is op dit onderwerp gevestigd door de vraag wat de gevolgen zijn van over-kapitalisatie voor den arbeider en den consument. Ten einde dit te onderzoeken moeten we nagaan welke de invloed is op kostprijzen en verkoopprijzen en in het algemeen op handel en industrie. In de na-oorlogsjaren is dit vraagstuk op den voorgrond getreden, toen verscheidene maatschappijen overgingen tot kapitaalsreductie en andere reorganisatie-maatregelen. In de ijzer-, staal- en machine-industrie kwamen deze het meest voor, maar ook in de scheepsbouw-, katoen-, wol-, rubber- en glasindustrie, evenals in den groot- en kleinhandel.

In de ijzer-, staal- en machine-industrie en den scheepshouw bijvoorbeeld werd gedurende den oorlog het bedrijf belangrijk uitgebreid voor oorlogsdoeleinden en toen de vrede kwam werden oorlogsindustrieën weer omgezet in andere productieve ondernemingen. Al deze veranderingen en uitbreidingen, hoewel ten deele gesubsidiëerd door den Staat, eischen groote kapitalen, die, toen de malaise intrad, geen emplooi meer konden vinden en den ondernemingen groote rentelasten oplegden.

In andere gevallen (waar geen uitbreiding van het bedrijf plaats had) sloten ondernemingen zich aaneen op een financiële basis, die rekening hield met hoge productiekosten en prijzen en waardoor in de malaise eveneens over-kapitalisatie bleek te zijn ontstaan.

In de katoen-industrie, waar noch bedrijfsuitbreiding, noch aaneensluiting plaats had, werd het kapitaal verhoogd, teneinde gebruik te maken van de hoge prijzen na den oorlog. De fabrieken en installaties werden tegen verhoogde waarden op de balans opgevoerd, waarbij kwam de hoge waarden van de voorraden. Deze waardevermeerderingen stelden de onderneming in staat bonus-aandeelen uit te keeren of aandelen uit te geven en met de opbrengst daarvan een nieuw bedrijf aan te koopen.

DE BETEKENIS VAN OVER-KAPITALISATIE

In de praktijk onderscheidt men twee kenmerken van over-kapitalisatie, n.l. door het aandelen- en obligatiekapitaal te vergelijken met:

- a. de waarde van het totale actief, waaronder is begrepen een redelijke „Goodwill”;
- b. de winsten over een zeker aantal jaren.

Bij oprichting en ontbinding van een N.V. komt over-kapitalisatie voor volgens a, in de bedrijfsperiode volgens b.

Onder welke omstandigheden ontstaat over-kapitalisatie volgens a?

1. De eigenaar van een zaak of een promotor vormt een maatschappij om een zaak aan te koopen tegen een prijs, die juist overeenkomt met de activa en goodwill.

Wanneer de eigenaar geheel of gedeeltelijk in volgestorte aandelen betaald zal worden, is hij vrijer om den prijs hooger te stellen, dan wanneer hij in contanten werd betaald. Hij verdaagt den verkoop van zijn aandelen tot een gunstige gelegenheid.

2. Aaneensluitingen, waarbij de samenstellende bedrijven ingekocht worden tegen aandelen, waarbij relatieve en geen absolute waarden, vooral van belang zijn. Het komt erop aan, dat iedere deelnemer het hem toekomend deel van het geheel krijgt. Evenwel worden aandeelhouders aangetrokken door hooge nominale waarden en bestaat de neiging om den aankoopsprijs en dientengevolge het aandelenkapitaal, hoog te maken. Onder dergelijke omstandigheden is er geen factor aanwezig, die de partijen aan een redelijken prijs bindt in verband met de waarde van het actief.

3. Een maatschappij bouwt of koopt b.v. een katoenspinnerij, een ijzer- en staalfabriek of een schip in een hausseperiode en wanneer die periode voorbij is en de prijzen dalen, is het kapitaal veel hooger dan de werkelijke waarde van de activa.

4. Een maatschappij hertaxcert zijn activa tegen inflatieprijzen en vormt een reserve tot uitgifte van bonus-aandelen. Na daling van de prijzen blijft het aandelenkapitaal op inflatie-hoogte staan.

5. Een maatschappij, welker kapitaal oorspronkelijk in overeenstemming was met de waarde van haar activa kan overgekapitaliseerd worden:

- a. wanneer door verminderde vraag haar productie-capaciteit (panden, installaties, enz.) hooger wordt dan haar behoeften;
- b. wanneer het actief vermindert door handelsverliezen of depreciatie van de vaste activa, tengevolge van gebrek aan onderhoud, veroudering, enz.

Over-kapitalisatie volgens b. treedt te voorschijn, wanneer gedurende een aantal jaren de inkomsten onvoldoende zijn om een behoorlijk dividend uit te keeren.

Het zal blijken, dat de resultaten, die uit a. en b. voortvloeien, niet altijd samengaan. Bij een onderneming die volgens 1 of 2 overgekapitaliseerd is, kan bij hoogere winsten volgens b. geen over-kapitalisatie blijken te bestaan.

Eveneens kan het voorkomen dat een volgens a. behoorlijk overgekapitaliseerde onderneming door een reeks van slechte jaren volgens b. wel overgekapitaliseerd kan zijn.

DE INVLOED VAN OVERKAPITALISATIE OP DE KOSTEN, DEN PRIJS EN DEN VERKOOP

We zullen thans onderzoeken de afwijkingen in kosten prijs en afzet van een onderneming waarvan het kapitaal grooter is dan dat van andere gelijksoortige ondernemingen.

Productiekosten

Deze worden gewoonlijk gesplitst in de volgende factoren:

- a. grondstoffen;
- b. loonen;
- c. opslag voor indirecte productiekosten en algemeene onkosten.

Van deze drie factoren worden alleen de algemeene onkosten direct beïnvloed door de grootte van het kapitaal. Alleen als bij over-kapitalisatie de beschikbare middelen te klein zijn om op voordeelige voorwaarden in te koop, ondervindt ook de factor grondstoffen dien invloed. In de productiekosten zijn ook de afschrijvingen begrepen en wanneer de activa tegen inflatie-prijzen op de balans zijn opgenomen, zal bij deflatie de waardevermindering, dus ook de kostprijs grooter worden. In den regel wordt op gronden en goodwill niet afgeschreven en hebben deze activa dus geen invloed op den kostprijs. Wordt b.v. een onderneming met een kapitaal van £ 300.000.— geheel overgenomen voor £ 500.000.— dan zullen in de nieuwe balans de activa voor dezelfde waarde verschijnen en er wordt een nieuwe post „Goodwill” gemaakt voor £ 200.000.— De hoogere kapitalisatie zal aldus geen directen invloed uitoefenen op de productiekosten.

Prijzen en Verkoopen.

De winstmarge in den verkoopprijs moet zoodanig zijn, dat een behoorlijk dividend kan worden uitgekeerd. Hoe grooter dus het kapitaal, hoe hooger die marge zal moeten zijn en bovendien bevat de kostprijs reeds de rente van de obligatieleningen. Blijkbaar is deze kapitaalsfactor in den prijs afhankelijk van de kapitaalsoort. Het kapitaal kan n.l.:

- 1e. geheel uit aandelen bestaan;
- 2e. gedeeltelijk uit obligatielening, waarop interest is te betalen en te reserveeren is voor aflossing;
- 3e. voor een deel verschaft zijn door bankeredieten of andere leeningen.

In gevallen twee en drie heeft de directie den prijs zoo te bepalen, dat eerst de rente en eventueele aflossingen kunnen worden betaald en dat daarna nog een behoorlijk dividend overblijft, terwijl in het eerste geval alleen voor dividend gezorgd moet worden.

Hierbij moet men ook in aanmerking nemen of een maatschappij, welker kapitalisatie boven normaal is, in staat is om zijn prijzen te verhoogen en of ze van verkoopen moeten afzien, die bij normale kapitalisatie zouden kunnen worden afgesloten. Hiertoe moeten we de ondernemingen splitsen in twee soorten:

1. die inschrijvingen doen op werken, waarvan de prijzen niet per eenheid kunnen worden genoteerd: b.v. huizen bouwen, het aanleggen van wegen, het construeeren van machine-rieën, enz.;
2. die goederen verkoopen, die een al of niet officieelen marktprijs hebben; b.v. wollen goederen, graan, enz.

In het eerste geval worden de kosten geraamd en de winstopslag bijgeteld, waarbij rekening moet worden gehouden met een mogelijke inschrijving van de concurrenten; de prijs is dus aan een zekere grens gebonden. Daar iedere vergrooing van den omzet de vaste kosten percentsgewijs vermindert, zoolang het bedrijf niet op volle capaciteit werkt, zal er steeds een tendenz bestaan om zooveel mogelijk contracten af te sluiten, zelfs zonder winstopslag, terwijl aan den anderen kant de neiging bestaat om den prijs zoo hoog mogelijk te stellen. Alleen wanneer het uit te voeren werk zoo groot is, dat nieuw bankerediet noodzakelijk wordt, kan de verhoogde intrest de oorzaak zijn, dat van de inschrijving wordt afgezien.

INVLOED VAN OVER-KAPITALISATIE OP DE LOONEN

In de bedrijven waar de kostprijs tengevolge van over-kapitalisatie te hoog is, zal getracht worden door loonsverlaging den kostprijs te drukken. Hierin worden de producenten echter beperkt, doordat de loonen tegenwoordig worden vastgesteld in overleg met de vakverenigingen. Wanneer ech-

ter door verhooging van het aandelenkapitaal het dividend daalt zal dit als een argument voor lage loonen kunnen worden aangevoerd. Over-kapitalisatie tengevolge van uitgifte van bonus-aandelen geeft lage dividendeijfers, doch hiertegen zal door de vakvereniging worden aangevoerd, dat niettemin dividend wordt uitgekeerd in den vorm van aandelen en deze over-kapitalisatie zal de loonen niet kunnen drukken.

ALGEMEENE SLECHTE GEVOLGEN VAN OVER-KAPITALISATIE

Wanneer de directie van een maatschappij ontdekt, dat volgens de dividendeijfers over-kapitalisatie is ingetreden, is ze geneigd het dividend zoo hoog mogelijk te stellen, ten koste van de noodge reserves en afschrijvingen. Het werkkapitaal vermindert hierdoor en bij nieuwe aanschaffingen kan het voorkomen, dat er gebrek is aan contanten, zoodat een bankerediet moet worden geopend, waarvan de intrest het dividendeijfer nog meer drukt.

In bedrijven sub 2, die handelen in goederen met marktprijzen, wordt de verkoopprijs niet bepaald door de productiekosten, maar door vraag en aanbod. De kostenverhoging door over-kapitalisatie heeft hier dus geen invloed op den verkoopprijs.

Het is duidelijk dat voor verschillende producenten van eenzelfde artikel op den duur de verkoopprijs niet lager kan zijn dan de productiekosten + een winstmarge.

De productiekosten van de producenten zullen echter zeer uiteenloopen, daar ze onder verschillende omstandigheden werken. Die het meest efficiënt werkt, zal echter de meeste winst behalen. Het groot aantal faillissementen heeft bewezen, dat de hoogste kostprijzen niet de verkoopprijzen bepalen. In de katoen-industrie werd zelfs in 1922/1923 30 % van de totale productie met verlies geproduceerd.

Dit geval verergert nog wanneer het kapitaal gedeeltelijk wordt gefourneerd uit aflosbare leeningen.

De intrest en aflossingen moeten ook bij verlies betaald worden en verminderen het werkkapitaal nog meer.

De gevolgen van dezen toestand worden het eerst opgemerkt door de leiders van de onderneming. Zij zijn niet vrij meer om nieuwe risico's op zich te nemen en de zaken uit te breiden door gebrek aan werkkapitaal. Bovendien kan een financieel sterke onderneming een tijdelijke vermindering in omzet doorkomen en desnoods door een prijsvermindering, zelfs door verkoop met verlies, den omzet weer opvoeren om de vaste kosten te dekken. Een zwakke onderneming mist de middelen tot het nemen van deze maatregelen. Haar weerstand evenals haar herstel-vermogen is verminderd.

Het is duidelijk dat vennootschappen die reserves maken voor belegging en productieve ondernemingen een waardevol socialen dienst bewijzen. De herleving van den handel is zeer belemmerd door het inteeeren van de reserves in de naoorlogsjaren.

OVERWEGINGEN, DIE TOT KAPITAALSREDUCTIE LEIDEN

Over-kapitalisatie wordt voorafgegaan door slecht of ongelukkig beheer, lage winsten en te hooge waardeering van de activa. Wanneer dan de waarde van het actief op de juiste hoogte wordt gebracht, zal er in de balans een verliespost voorkomen, die men op twee manieren kan laten verdwijnen, n.l. door kapitaalsreductie of door in volgende jaren winst in te houden, totdat het verlies is ingehaald.

De eerste manier is het meest aan te bevelen, want zoolang er geen dividend wordt uitgekeerd, zullen er ook geen nieuwe

deelnemers in het kapitaal te vinden zijn. Ook bij uitgifte van een obligatieleening zijn de obligatiën gemakkelijker te plaatsen als er dividend wordt uitbetaald.

Hiermede is het memorandum nog niet geheel weergegeven.

Wij stellen ons voor in de volgende nummers dit hoofdstuk verder te behandelen en zullen successievelijk den inhoud van enkele andere hoofdstukken, die ons voor onze lezers belangrijk voorkomen op deze wijze weergeven.

L. POLAK

LITERATUUR

Red. M. M. DEEN Jr. en A. ROBLES

„Profits”, by William Trufant Foster and Waddill Catchings (No. 8 van de publicaties der „Pollak Foundation for Economic Research”)

De „Pollak Foundation for Economic Research” is een instituut „privately endowed for the purpose of studying the means whereby the economic activities of the world may be so directed, and the products so distributed, as to yield to the people generally the largest possible satisfactions.”

Het instituut deed tot dusver de volgende belangrijke boekwerken verschijnen:

1. *Irving Fisher, The Making of Index Numbers.*
2. *Foster and Catchings, Money.*
3. *H. B. Hastings, Costs and Profits.*
4. *W. A. Berridge, Cycles of Unemployment.*
5. *L. I. Dublin, Population Problems.*
6. *W. M. Persons, The Problem of Business Forecasting.*
7. *M. B. Hexter, Social Consequences of Business Cycles.*
8. *Foster and Catchings, Profits.*
9. *P. H. Douglas, Real Wages in the United States.*
10. *Foster and Catchings, Business without a Buyer.*
11. *Foster and Catchings, The Road to Plenty.*

No. 1 (door ons besproken in de *Economist*) lost alle vraagstukken t.a.v. de indexcijfers grondig en afdoend op, de Nos. 3, 4, 6, 7 betreffen meer in het bijzonder het conjunctuurverschijnsel, No. 5 het bevolkings- en No. 9 het loonvraagstuk, terwijl No. 2 als voorlooper en de Nos. 10 en 11 als uitwerking van het thans aan de orde zijnde No. 8 moeten worden beschouwd. Conjunctuur en zakenleven staan bij alle deze — met tal van statistieken en grafieken opgeluisterde werken — in het brandpunt der belangstelling. Ze dragen een frisch oorspronkelijk karakter en staan in het typisch Amerikaansch, pragmatistisch teken „what works”. Deze boeken rieken niet naar de studeerkamerlamp, maar doen iets gevoelen van de tintelende energie en levensdurf van een jong en krachtig volk, dat, ook van zijn wetenschap, in de eerste plaats resultaten voor het leven verwacht. Daar staat echter tegenover, dat de schrijvers dikwerf van een — althans voor Europeesch besef — zeer geringe bekendheid met continentale theorieën blijk geven.

„Profits” is — evenals trouwens het bekende werk van *D. Friday* „Profits, Prices and Wages” — geschreven onder den sterken indruk van het merkwaardig feit, dat de menschen en goederen-verslindende oorlog voor het Amerikaansch volk met een voorheen ongekend hoog welvaartspeil gepaard ging, dat echter dadelijk als een kaartenhuis ineenstortte, toen de vrede, waarvan een ieder juist ook economischen vooruitgang had verwacht, na den wapenstilstand, haar intree deed.

Edwin Cannan vertelt van een vrouw uit het volk, die tegen een werker op philanthropisch terrein opmerkte „This war has

made many a happy family, sir!” En inderdaad, tijdens den oorlog waren er — en dat, niettegenstaande voor 15.000 millioenen dollars goederen op krediet aan de geallieerden werden gezonden — hoge winsten en hoge loonen in de V.St., terwijl in 1920, na het sluiten van den vrede, produktie, welvaart, loonen en winsten kelderden, werkloosheid en ontevredenheid toenamen.

Zoodra de wapenstilstand „uitbrak” deden zich stemmen hooren, dat thans oorlogswinst, hoge loonen, luxe tot het verleden behoorden. Terecht teekent *Friday* hierbij aan:

„Now it really does appeal to one’s common sense as preposterous that the laborers should be thoroughly employed at good wages and should enjoy a high standard of living when the nation was wasting fifteen billions a year upon war, but should find it impossible to maintain that standard when the waste of products had ceased.”

En toch bleken die stemmen de toekomst juist te hebben ingezien. Alhoewel eenige millioenen mannen van het oorlogsterrein terugkeerden tot hun werk, namen produktie, welvaart, loonen en winsten af. Dit pijnlijk raadsel drong de Amerikaanse economen tot een oplossing. Terecht schreef *Friday*:

„On the industrial side our experience during the war proved that it is possible to maintain all our people in a state of well-being. The lesson which the war taught us should be conserved.” Het is, zonder twijfel, die gedachte, welke ook de schrijvers van „Profits” heeft bezielde.

In mijn proefschrift „Het liberale socialisme (Leiden 1921)” deed ik uitkomen, hoe de tegenstelling van het liberale socialisme tegenover de burgerlijk-universitaire economie kulmineert in de vraag wat de oorzaak is der armoede en ellende, van het welvaartstekort der huidige maatschappij. „Ligt de juiste verklaring in de door de burgerlijke economen veelal aangehangen theorie van *Malthus*? Of moet de liberaal-socialistische zienswijze, dat de in den loop der historie gepleegde onrechtmatigheden en de daaruit voortvloeiende economische bevoorrechtiging en ongelijkmatige rijkdomsverdeeling de eigenlijke oorzaken van armoede en ellende zijn, als juist worden aanvaard? M.a.w.: Zou bij een gelijkmatiger grond- en rijkdomsverdeeling de voortbrenging — en dus de welvaart — al dan niet toenemen?”

De burgerlijke economie legt den nadruk op de voortbrenging, loochent den invloed van de verdeeling op de welvaart. *Ricardo* tracht de volslagen onhoudbare stelling te verdedigen, dat de grondrente enkel van verschillen in vruchtbaarheid, ligging en kapitaalinvestie afhangt. Z.i. heeft de verdeeling van den grond in veel of weinig handen op de grondrente geen invloed. En hetzelfde tracht *von Böhm-Bawerk* — nog wel in lijnrechten strijd met z’n eigen „drei Gründe” — t.a.v. de kapitaalrente aan te toonen. Deze hangt bij hem enkel af van bevolking, kapitaalhoeveelheid, stand der techniek (Isohypse der *Mehrerträge*). M.a.w. een gelijkmatiger rijkdomsverdeeling zou noch grond- noch kapitaalrente doen dalen.

Daartegenover leert het liberale socialisme: hoe gelijkmatiger de rijkdomsverdeeling, des te hooger het grensnut van elke rijkdomseenheid, des te lager op den duur grond- en kapitaalrente, des te hooger het inkomen uit arbeid, des te meer rendabele toepassing van technische uitvindingen, des te grooter de voortbrenging.

Een scherpe scheiding tusschen „reine” en „politische” Ökonomie, tusschen gevolgen in den loop der historie van arbeid en ruil eenerzijds en van roof, onrecht, uitbuiting, monopolie anderzijds zou men bij *Foster* en *Catchings* tevergeefs zoeken. Hun onbekendheid met continentale litteratuur, rente- en monopolie-theorieën is daartoe te groot. Maar ze hebben diep beseft, dat het verregaand oppervlakkig is op het voetspoor van sommige quantiteits-theoretici enkel op de hoeveelheid geld te letten en leggen sterk den nadruk op een juiste verdeeling van