Heeft de bedrijfseconomie gefaald?

Arnoud Boot

COLUMN

Een onderwerp dat velen na aan het hart ligt, is de problematiek van het risicomanagement. Voor sommigen roept het woord risicomanagement direct associaties op met derivaten en de daaraan verbonden schandalen. Het is tevens zo dat de veelheid aan schandalen niet los kan worden gezien van de grote mogelijkheden die financiële markten bieden. De flexibiliteit van financiële markten, en van derivaten in het bijzonder, leidt tot grote beheersingsproblemen zowel binnen ondernemingen als bij handelaren in financiële instrumenten. Wie dacht dat na Barings, Procter & Gamble, Metallgesellschaft, Orange County, Diawa Bank, en in Nederland onder meer verschillende woningbouwstichtingen en gemeenten, deze financiële markten eindelijk in een wat rustiger vaarwater zouden komen, komt bedrogen uit. Het meest recente voorbeeld hiervan is Sumitomo Bank, dat met een ingeschat miljardenverlies een (voorlopig?) nieuw dieptepunt vormt.

Een probleem met deze opsomming van incidenten is dat hieraan meestal weinig inzichten kunnen worden ontleend, en dat het veelal de discussie en algehele gedachtevorming in een mogelijk volstrekt verkeerde richting duwt. Zo ook in dit geval. Risicomanagement is het beheersen van risico's waarvoor financiële instrumenten een nuttig hulpmiddel zijn. De ontwikkelingen in de financiële markten - de geweldige proliferatie van financiële innovaties - bieden ondernemingen juist een ongekende flexibiliteit bij het afdekken van risico's. Dat dezelfde financiële instrumenten voor speculatieve doeleinden kunnen worden gebruikt heeft niets met risicomanagement van doen. Overigens was in het geval van Sumitomo Bank, Daiwa Bank en Orange County in het geheel geen sprake van derivaten, maar van ongeauthoriseerde speculaties in obligaties, het 'plain-vanilla' financiële product bij uitstek.

Toch is de risicomanagement-problematiek in een kwaad daglicht komen te staan. Hiervoor kunnen financiële specialisten, waaronder wetenschappers, en managers in de praktijk zich collectief verantwoordelijk voelen. In deze column wil ik het hebben over de verantwoordelijkheden van de wetenschappers, ofwel de verantwoordelijkheid van de bedrijfseconomische wetenschap.

Na deze inleidende paragrafen zal de lezer zich misschien wat minder verwonderen over de provocerende titel. De bedrijfseconomische wetenschap, en in het bijzonder het deelgebied corporate finance dat zich direct bezig houdt met de problematiek van het risicomanagement, slaagt er maar niet in om een coherent raamwerk *te construeren waarin de belangrijkste financiële beslissingen van ondernemingen kunnen worden geanalyseerd. Ik heb het hier niet alleen over het risicomanagementbeleid, maar evenzeer over andere onderdelen van het financieel beleid zoals het dividendbeleid en de problematiek van de keuze van de financiële structuur van ondernemingen. Wat is er mis?*

Gebrek aan coherentie

De hoogwaardige wetenschappelijke bijdra-

Prof. Dr. A.W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam.

gen inzake het financieel beleid van ondernemingen hebben veelal een ad hoc karakter. Hiermee bedoel ik dat wordt geïtereerd met telkens weer andere modellen en andere combinaties van veronderstellingen. Ik bedoel hiermee zeker niet dat getwijfeld moet worden aan het wetenschappelijk gehalte van deze exercities. Integendeel, binnen de positieve wetenschapsbeoefening is het legitiem om, deducerend vanuit bepaalde veronderstellingen te trachten waargenomen verschijnselen te verklaren. Het is dan ook niet voor niets dat ik bedrijfseconomie wel degelijk zie als een wetenschap.

Waar het aan ontbreekt is dat wij geen algemeen geaccepteerde abstractie hebben van de werkelijkheid waarin een zinvolle rol is weggelegd voor de financiële problematiek van ondernemingen. Dit klinkt misschien wat abstract, maar het is niet anders dan de constatering dat er niet één of meerdere, in brede kring geaccepteerde basismodellen zijn, waarin financiële beslissingsvariabelen enige betekenis hebben. De financieringsleer kent dan ook geen klassieke tegenstellingen, zoals de strijd tussen de Keynesiaanse en monetaristische visie binnen de macro-economie. In plaats hiervan is er een in brede kring geaccepteerd model waarin geen rol is weggelegd voor het financiële beleid. Hiermee zijn we aangeland bij de Modigliani en Miller irrelevantie-proposities: in een frictieloze en perfecte wereld doet het financiële beleid er niet toe. Hoewel dit model algemeen is geaccepteerd heeft het niet de pretentie om een gestileerde afspiegeling te zijn van de werkelijkheid. Het kan immers op generlei wijze een uitspraak doen over de relevantie van het financiële beleid in de praktijk. Velen beschouwen dit model dan ook als een 'benchmark' waarmee het eenvoudiger zou moeten zijn om de echte factoren die van belang zijn voor het financiële beleid te identificeren. Dit heeft geleid tot de eerder genoemde veelheid aan modellen met telkens weer andere combinaties van veronderstellingen. De wenselijke coherentie ontbreekt dan ook ten ene male.

Bovendien is er sprake van veelal zeer partiële - en ook gebrekkige - modellen. Het is moeilijk om deze tot theorieën te bombarderen. Het woord theorie suggereert immers enige mate van compleetheid en zelfstandigheid. Zo zijn er modellen die de keuze van de vermogensstructuur zien als een signaal waarmee de ondernemingsleiding haar intrinsieke kwaliteit geloofwaardig kan communiceren naar de markt. Hieruit volgt dan een bepaalde optimale vermogensverhouding. Evenzeer echter zijn er theorieën die de hoogte van het dividend verklaren uit precies hetzelfde signaalmotief. Met een beetje inventiviteit valt elke financiële beslissing te zien als een signaal, en zolang telkens bij het verklaren van een verschijnsel slechts naar één beslissingsvariabele wordt gekeken, en de andere worden genegeerd, vallen successievelijk heel wat verschijnselen met heel wat beslissingsvariabelen te verklaren. Het spreekt voor zich dat dit niet leidt tot een coherente en consistente theorievorming.

Met mijn oproep tot coherentie, bedoel ik niet dat we ons allemaal zouden moeten committeren tot een strak keurslijf. Dit is uiteraard ongewenst. Het zou de pluriformiteit in de wetenschapsbeoefening ernstig aantasten. Verschillende theorieën moeten juist naast elkaar kunnen bestaan. Waar we naar toe moeten is een situatie met een aantal verschillende theorieën, elk met een zekere mate van volledigheid en zelfstandigheid. Aan elk van deze theorieën ligt dan een bepaalde visie ten grondslag, die zich vertaalt in een voor die theorie typerende verzameling van veronderstellingen.

(Bij)sturing van het onderzoek gewenst?

Voor de wetenschapsbeoefening op dit moment betekent dit niet veel. Zo valt coherentie niet af te dwingen, en we zullen moeten hopen dat op een bepaald toekomstig moment de vele partiële onderzoekingen (en theorietjes) zullen samenvallen tot coherente theorieën. Recente ontwikkelingen op het gebied van agency-theorie en information economics bieden hiertoe al enig perspectief. Mijn oproep tot coherentie moet dan ook niet opgevat worden als een aansporing tot 'alles omvattende' onderzoeksprojecten. Ook interdisciplinair onderzoek als doel op zich is in mijn optiek ongewenst. Waar wel onmiddellijk behoefte aan is, is een continu proces van vertaling van vaak abstracte theoretische bevindingen naar de praktijk. Hiermee wordt de wetenschapper gemakkelijk geconfronteerd met de tekortkomingen in zijn analyse, en wordt het proces naar theorievorming en coherentie

versneld. Bovendien wordt het dan mogelijk dat wij als wetenschappers enige sturing en toegevoegde waarde kunnen geven aan de praktijk van het financieel management. Is dit een pleidooi voor de aanbeveling van de Commissie Lubbers over de toekomst van ons economisch onderzoek? Zij wilde toch het beleidsgericht onderzoek stimuleren? Neen, niet echt. De Commissie Lubbers suggereerde beleidsgericht onderzoek ten koste van fundamenteel onderzoek. Dit is precies de verkeerde suggestie. Het ontbreekt in Nederland aan hoogwaardige fundamentele onderzoekers, en juist deze onderzoekers hebben de scherpte om de vertaling naar de praktijk te maken. Puur beleidsgericht onderzoek zonder de scherpte die nodig is voor het fundamentele onderzoek leidt tot zinloze oppervlakkigheid waar de praktijk niets mee kan.

Het wordt dus hoog tijd dat wij aan onze universiteiten een zodanig klimaat weten te scheppen dat een wetenschappelijke loopbaan binnen de bedrijfseconomie juist door de meest creatieve en hoogwaardige geesten wordt geambieerd.