Prof. Dr. F.M. Tempelaar

Financieringstheorie en ondernemingsdoel

'Much of what is relevant to corporate financial decision making is not capital market-revealed; it is hidden from external view.' (Carleton, 1978, p. 9)

Dit artikel is gebaseerd op mijn dissertatie, die in december van het vorige jaar is verdedigd aan de Rijksuniversiteit Groningen; zie Tempelaar (1987).[1] Het onderwerp van het proefschrift heeft betrekking op het investerings- en financieringsvraagstuk van ondernemingen, zoals dat in recente decennia vorm heeft gekregen in het kader van de bedrijfseconomie als academische discipline.
De dissertatie is het resultaat van een uitvoerige literatuurstudie. Het samenvatten van een dergelijke studie – die in het proefschrift in 275 pagina's en met veel voetnoten is weergegeven[2] – in een artikel lijkt niet goed mogelijk zonder de veronderstelling dat de lezer bekend is met de achterliggende literatuur. Deze veronderstelling is niet redelijk en staat bovendien op gespannen voet met een van de oogmerken van de studie ('het bijeenbrengen en voor vakgenoten toegankelijk maken van denkbeelden en inzichten uit een tamelijk breed gespreide literatuur'; proefschrift p. 14). Er wordt in het navolgende dan ook niet naar gestreefd de studie samen te vatten. Het artikel beoogt veeleer de context van de studie duidelijk te maken, het onderzochte probleem te schetsen en de conclusies van het onderzoek aan te geven en toe te lichten. In concreto betekent dit dat voornamelijk aandacht wordt besteed aan de hoofdstukken 1 en 6 van het proefschrift.

1 Een micro-economische kijk op de overdracht van vermogen

Het financiële management van ondernemingen heeft betrekking op vermogensverkrijging (financieren) en op vermogensaanwending (investeren en het 'beheer' van activa). Het bevindt zich als het ware op het grensvlak van twee systemen: een *financieel systeem* van vermogen en geldstromen, en een *reëel systeem* van investeringen en produktiestromen. Op een geaggregeerd niveau bezien heeft het reële systeem betrekking op de allocatie van produktiefactoren en produkten; het financiële systeem betreft de allocatie van vermogen.[3]
In de gedachtengang van de *financiële micro economie* hebben ondernemingen een intermediërende functie tussen beide systemen. In deze gedachtengang kent het economische systeem twee typen rationele beslissers.

Producenten-ondernemers. Zij dragen zorg voor de produktieve aanwending van vermogen (investeren). Ten behoeve daarvan richten zij zich tevens op de financiering (aantrekken van vermogen, waarmee ook de toekomstige verdeling van het ondernemingsinkomen samenhangt).

Consumenten-beleggers. Zij zijn de eigenaren van het vermogen, en daarmee de rechthebbenden op het (rest-)inkomen uit de produktieve aanwending van vermogen. Hun preferenties hebben betrekking op huidige *en* toekomstige consumptie, welke wordt beperkt door de mogelijke tijdruimtelijke allocaties van hun beschikbare middelen.

In deze voorstelling van zaken gaat het om de afstemming van consumptie-in-de-tijd en investeringsactiviteit. Hierbij worden de uiteindelijk bepalende krachten gevormd door de preferentiefuncties van de consumenten. Producenten hebben in de onderhavige afbeelding in principe slechts een 'afgeleide rol', de rol van *agenten*.[4]
Voor het overbrengen van huidige consumptiemiddelen naar de toekomst kan onder meer gebruik worden gemaakt van de produktieve aanwending van vermogen. Daartoe draagt de consument als belegger middelen over aan de producent, in ruil voor het recht op toekomstig – en daarmee: onzeker – inkomen. Dit toekomstig inkomen resulteert uit de produktieve activiteiten van de onderneming, activiteiten in de reële sfeer. De betekenis van de vermogensoverdracht voor de consument-belegger wordt derhalve bepaald door verwachte resultaten in de reële sfeer. Activiteiten in het reële systeem kunnen leiden tot een vermogenstoename in het financiële systeem; of wel, ondernemingsactiviteiten kunnen worden herleid tot een waardemutatie op de vermogensmarkt. De vermogensmarktwaarde vormt, in deze micro-economische voorstelling van het consumptie-investeringsvraagstuk, de verbindende schakel tussen de 'consumptie spreidende' belegger en de investerende (transformerende) ondernemer.

In het zojuist geschetste denkmodel is de individuele onderneming niet meer dan een punt in de ruimte van het reële en het financiële systeem; dit is een bekend beeld uit de micro-economische theorie.
Vanuit de optiek van de ondernemingsfinanciering als onderdeel van de bedrijfseconomie, is er uiteraard meer van belang dan alleen het opereren in een systeem van markten; de onderneming is een organisatie, en omvat als zodanig een 'eigen' systeem. Het financiële management heeft ook in dit opzicht te maken met twee systemen. Enerzijds is het betrokken op het allocatiesysteem van de vermogensmarkt (vooral waar het gaat om de verkrijging van vermogen en de verdeling van het inkomen), en anderzijds heeft het te maken met het allocatiesysteem in de onderneming (met name waar het de aanwending en het beheer van het vermogen betreft). Er kan worden gesproken van een externe en een interne oriëntatie, een *marktgericht* en een *ondernemingsgericht* aspect.
In de micro-economische optiek wordt de relatie tussen beide systemen (dat van de allocatie in de onderneming en dat van de vermogensmarkt) op een specifieke en exclusieve wijze geformuleerd. De overheersende rol van het

neoklassieke micro-economische denken in de ondernemingsfinanciering ligt verankerd in de fundamentele positie in de financieringstheorie van de *vermogensmarktwaarde*, de waarde van de onderneming (en van afzonderlijke activiteiten van de onderneming) op de vermogensmarkt. Deze fundamentele positie van de vermogensmarktwaarde komt in het bijzonder tot uiting in de formulering van het ondernemingsdoel, zoals dat in de financieringsliteratuur wordt aangetroffen.

2 De rechtvaardiging van waardemaximalisatie als ondernemingsdoel

Het is in de theoretische financiering een algemeen aanvaard uitgangspunt dat ondernemingen streven naar maximalisatie van hun waarde op de vermogensmarkt ten behoeve van de zittende eigenaren. Meer in het bijzonder luidt het ondernemingsdoel: maximalisatie van de (theoretische) marktwaarde der uitstaande aandelen. In leerboeken, met name de Anglo-Amerikaanse, wordt deze doelstelling in de regel aan het begin geïntroduceerd, veelal meteen in het eerste hoofdstuk. De context is in principe steeds die van de onpersoonlijke onderneming, waarin sprake is van een scheiding van leiding (beheer) en eigendom.[5]
Men kan in de gangbare leerboeken diverse redeneringen aantreffen ter rechtvaardiging van het gestelde ondernemingsdoel. Een inventarisatie leert dat die rechtvaardiging in de regel wordt gebaseerd op een of meer van de volgende argumenten.[6]

1 Het gaat om het *belang van de eigenaren.* De onderneming is er uiteindelijk om dit belang te dienen. Door middel van maximalisatie van de marktwaarde der aandelen wordt maximalisatie van de welvaart van de eigenaren bewerkstelligd. Zie bijvoorbeeld Archer e.a. (1983), p. 11.
Veelal wordt deze argumentatie in een specifieke zin uitgewerkt door in te gaan op het theoretische karakter van de marktwaarde van aandelen als een contante waarde, waarin zowel rekening wordt gehouden met de toekomstigheid als met het risico van de desbetreffende inkomensstroom. Vergl. Gitman e.a. (1985), pp. 7-9; Van Horne (1986), p. 5.
2 De doelstelling is *onvermijdelijk*: indien de ondernemingsleiding een beleid voert dat niet tot maximalisatie van de aandeelwaarde leidt, zal de tucht van het zeggenschapsmechanisme in werking treden. De dreiging van een volmachten-actie ('proxy fight')[7] of een overname-bod[8] dwingt de leiding tot een waardemaximaliserend beleid. Zie Brigham en Gapenski (1985), pp. 4, 10; Weston en Copeland (1986), pp. 7-8.
In een ruimer verband geformuleerd; '... the managers of a firm operating in a competitive market will be forced to undertake actions that are reasonably consistent with shareholder wealth maximization, for otherwise the firm cannot survive'; Brigham en Gapenski (1985), p. 6.
3 De doelstelling is *aannemelijk op empirische gronden.* In dit verband wordt verwezen naar onderzoek waaruit blijkt dat managers veelal een zodanig belang hebben in het vermogen van 'hun' onderneming, dat zij ook per-

soonlijk gemotiveerd zijn om waardemaximalisatie na te streven. Brigham en Gapenski (1985), pp. 11-12; Gitman e.a. (1985), p. 10.
4 De doelstelling *leidt tot een 'sociaal optimum'*. Door het streven naar waardemaximalisatie bewerkstelligen ondernemingen een optimale allocatie van middelen via de vermogensmarkt en dragen zodoende bij aan het bereiken van een toestand waarin iedereen 'beter af' is. Van Horne (1986), p. 7; Brigham en Gapenski (1985), p. 7.
5 De doelstelling wordt als een *normatief uitgangspunt* voorgeschreven. De erop gebaseerde financieringstheorie wordt uitdrukkelijk als een normatieve theorie gekenmerkt. Vergl. Van Horne (1986), p. 6-7.
Een interessante opmerking in dit verband: '... this goal (i.e. wealth maximization; FMT) is important even if the firm does not maximize owners' wealth, since it provides a standard of comparison that can be used to assess the cost of not pursuing such a strategy'; Gitman e.a. (1985), p. 11.
6 De doelstelling wordt *aangenomen als veronderstelling*, zonder verdere argumentatie. Bijvoorbeeld: Lee (1985), p. 2; Clark e.a. (1984), p. 3.
7 De doelstelling komt *alom in de literatuur* voor ('iedereen doet 't'). Vergl. Haley en Schall (1979), p. 473.
8 De doelstelling is zeer *bruikbaar vanuit een analytisch gezichtspunt*. Waardemaximalisatie leidt tot een hanteerbaar theoretisch kader waarbinnen een consistente verzameling regels en implicaties kan worden afgeleid. Zie bijvoorbeeld Archer e.a. (1983), p. 12; Haley en Schall (1979), p. 473.

De redeneringen in de leerboeken berusten in het algemeen op een combinatie van de aldus gecategoriseerde argumenten, met dien verstande dat er uiteenlopende combinaties kunnen worden aangetroffen. In enkele gevallen wordt uitdrukkelijk aandacht besteed aan het feit dat de waardemaximalisatie van de onderneming ten behoeve van de eigenaren-consumenten in essentie berust op *theoretische overwegingen*. Het is een belangrijk aspect van het evenwicht op de financiële markt (volgens de micro-economische gedachtengang die in paragraaf 1 kort is ingeleid). In die interpretatie kan het bovengenoemde argument sub 4 en in zekere zin ook dat sub 1 worden gefundeerd. Deze theoretische fundering van de waardemaximalisatie (en van het daarmee samenhangende criterium van de netto contante waarde) komt bijvoorbeeld aan de orde in: Brealey en Myers (1988), pp. 15-23; Copeland en Weston (1988), pp. 9-12, 18-19.

De verschillende argumenten die in de bovenstaande opsomming zijn onderscheiden, zijn niet alle van dezelfde 'orde'. Een belangrijk kenmerk dat op een deel van de opgesomde argumentatie van toepassing is, is dat deze is gebaseerd op een beschouwing van een ruimer systeem dan dat van de onderneming om wier doelstelling het gaat. In het bijzonder geldt dit voor de in de vorige alinea vermelde theoretische herkomst van de waardemaximalisatie als ondernemingsdoel. Deze berust op een theoretische analyse van een meeromvattend systeem, *in casu* dat van de markt waarop de onderneming opereert als vrager naar vermogen (of wel, aanbieder van vermogenstitels). De analyse van de doelstelling die de besluitvorming in de onderneming beheerst, is niet gebaseerd op een rechtstreekse modellering van het

onderhavige beslissingsproces, maar steunt op een indirecte benadering vanuit het geaggregeerde evenwichtsniveau van de vermogensmarkt. De tweedeling die aan het slot van de voorgaande paragraaf 1 is gemaakt (marktgerichte *versus* ondernemingsgerichte oriëntatie) speelt hier een centrale rol. Dit komt in paragraaf 4 opnieuw aan de orde.

3 Theoretische analyse inzake waardemaximalisatie op de vermogensmarkt

De theoretische afleiding van het ondernemingsdoel van waardemaximalisatie wordt veelal in eerste instantie toegelicht aan de hand van een eenperiode model van het consumptie-investeringsvraagstuk onder de vereenvoudigende veronderstelling van zekerheid. Indien in een dergelijk model een perfecte vermogensmarkt wordt verondersteld,[9] kent het een optimum waarin het waardemaximaliserende investeringsplan steeds tot nutsmaximalisatie voor de consument leidt, ongeacht de specifieke kenmerken van diens preferentiefunctie. De implicatie hiervan, volgens welke optimale investeringsbeslissingen kunnen worden genomen onafhankelijk van de preferenties van de participerende consument(en), staat bekend als het *Fisher separatie-theorema*. Voor een uitvoerige toelichting, zie bijvoorbeeld Hirshleifer (1970), hoofdstuk 3. Een en ander is enige tijd geleden beknopt in dit maandblad weergegeven; zie Tempelaar (1984), pp. 446-449.
Het elementaire consumptie-investeringsmodel kan tevens dienen om de betekenis van de vermogensmarkt voor het welzijn ('nut') van consumenten toe te lichten. De waarde die een onderneming vanuit de reële sfeer teweegbrengt in de financiële sfeer (vergl. paragraaf 1), kan door de rechthebbende consumenten via transacties op de vermogensmarkt worden gerealloceerd in de tijd teneinde een subjectief-optimaal consumptiepatroon te realiseren. Het gaat in dit verband vooral om de vermogensmarkt als *secundaire* markt, als medium voor de ruil van bestaande vermogenstitels (inkomensrechten). De marktwaarde van deze vermogenstitels kan toenemen ten gevolge van ondernemingsactiviteiten in de reële sfeer. Door onderlinge ruil via de beleggingsmarkt kunnen consumenten deze waardetoename omzetten in specifiek gewenste consumptiepatronen. Secundaire transacties op de financiële markt hebben in principe geen invloed op de voor consumenten beschikbare waarde, maar kunnen niettemin nutsverhogend werken doordat ze alternatieve consumptiepatronen binnen bereik brengen.

Het meest algemene kader voor de analyse van waardemaximalisatie in een situatie van *onzekerheid* omtrent de toekomstige uitkomsten van investerings- en beleggingsbeslissingen is de 'state preference' benadering, die teruggaat tot het werk van Arrow (1964) en Debreu (1959). Voor een toelichting van deze benadering kan worden verwezen naar Copeland en Weston (1988), hoofdstuk 5. Het model van Arrow (oorspronkelijk 1953) gaat uit van een vermogensmarkt waarop een compleet assortiment elementaire vermogenstitels verhandelbaar is.[10] Gegeven een dergelijke complete vermogensmarkt kan het dragen van inkomensrisico, dat inherent is aan de

aanwending van vermogen in de reële sfeer, afzonderlijk worden beschouwd. Deze risico's zijn verhandelbaar via de vermogensmarkt. Arrow's elementaire beleggingsmarkt maakt iedere gewenste herverdeling van inkomensrisico's mogelijk (de markt heeft een 'complete risk sharing capability'). Vergelijk in dit verband de toelichting in de vorige alinea omtrent de functie van de (secundaire) vermogensmarkt. Hieraan kan thans uitdrukkelijk het onzekerheidselement worden toegevoegd: gegeven de waarde die ondernemingen vanuit de reële sfeer genereren, kan iedere consument via de beleggingsmarkt zijn bereikbare consumptiepatroon herverdelen met betrekking tot de spreiding in de tijd als met name ook met betrekking tot de onzekerheid die erin is besloten.
Het model van Debreu (1959, hoofdstuk 7) berust op een complete markt van elementaire 'commodities', waarin een complete markt van elementaire vermogenstitels besloten ligt. Volgens dit model nemen ondernemingen optimale investeringsbeslissingen indien hun waarde, uitgedrukt in de elementaire vermogensmarktprijzen, wordt gemaximaliseerd (*op. cit.*, p. 100).

Deze fundamentele beschouwingen lijken de conclusie te rechtvaardigen dat de veronderstelling van een perfecte *en* complete vermogensmarkt van wezenlijke betekenis is voor de theorie van de ondernemingsfinanciering. Hirshleifer (1970, hoofdstuk 9) is een van de eersten geweest die dit duidelijk naar voren heeft gebracht. Tegelijkertijd is er door hem, en na hem door vele anderen,[11] op gewezen dat een complete vermogensmarkt in de werkelijkheid niet mogelijk moet worden geacht.
De theoretische problemen die voortvloeien uit een heersende *incompleetheid* van de vermogensmarkt zijn nadrukkelijk in de literatuur geïntroduceerd door Ekern en Wilson (1974) en Leland (1974). Zij tonen aan dat, indien de markt niet compleet is, een gegeven wijziging van een ondernemingsplan niet steeds in het belang van alle participerende consumenten-aandeelhouders behoeft te zijn. In het algemeen zullen in een dergelijke situatie de aandeelhouders niet unaniem zijn in hun oordeel omtrent een investerings- (en/of financierings-) beslissing van de onderneming, hetgeen de eerder genoemde separatie uitsluit. Daarmee vervalt uiteraard tevens de basis voor een uniform ondernemingsdoel, zoals waardemaximalisatie. Uit de analyse van Ekern, Wilson en Leland blijkt echter dat er wèl sprake kan zijn van unanimiteit omtrent een waarde-verhogende ondernemingsbeslissing, indien deze geen wijziging teweegbrengt in de totale 'ruimte' van inkomenspatronen (gespreid in de tijd en bezien naar hun onzekerheid) die via de vermogensmarkt voor de consumenten bereikbaar is. Deze voorwaarde is in de literatuur bekend geworden als de *'spanning'*-voorwaarde.[12]

Tegen de aldus geschetste achtergrond wordt in het proefschrift aandacht besteed aan de vraag: hoe het kan zijn dat een ondernemingsplan dat de marktwaarde der uitstaande aandelen doet toenemen, niet in het belang van sommige aandeelhouders is. Het blijkt dat hierbij bepaalde monopoloïde elementen een rol spelen.[13] Mede in dit verband wordt een uitvoerige analyse gemaakt van het begrip marktperfectie en van het verband tussen imperfec-

tie en incompleetheid van de vermogensmarkt. Op deze plaats zij volstaan met een verwijzing naar het proefschrift, in het bijzonder hoofdstuk 4. Enkele belangrijke elementen hieruit zijn ook te vinden in Tempelaar en Overmeer (1987), pp. 70-77.
Een tweede fundamentele vraag die uiteraard centraal staat in de studie is: onder welke voorwaarden zal een (wijziging van het) ondernemingsplan in het belang zijn van alle zittende aandeelhouders van de onderneming, zodat er onder hen unanimiteit zal heersen inzake het betrokken plan. Deze vraag leidt in het proefschrift tot een uitvoerig onderzoek van de zogenoemde unanimiteitstheorie. Op deze plaats zij volstaan met een opsomming van de belangrijkste voorwaarden die blijkens dit onderzoek van belang zijn.
Onder de navolgende veronderstellingen is unanimiteit omtrent waardemaximalisatie gewaarborgd in een model, waarin aandeelhouders (consumenten-beleggers) streven naar maximalisatie van hun consumptienut, gegeven risico-afkeer.
a De vermogensmarkt werkt wrijvingsloos (vergl. noot 9).
b De consumenten-beleggers handelen alsof er op de vermogensmarkt prijsonafhankelijkheid heerst.[14]
c Een beslissing van een onderneming heeft geen effect op de uitkeringsvectoren van de vermogenstitels van andere ondernemingen.
d Met betrekking tot de voor beleggers bereikbare uitkeringsvectoren heerst er constante 'spanning' (vergl. noot 12); *of*: er gelden zodanige voorwaarden dat er in het evenwicht op de vermogensmarkt sprake is van portefeuille-separatie (zoals dat het geval is in het kader van het bekende 'capital asset pricing' model; vergl. bijvoorbeeld Copeland en Weston (1988), pp. 122-124).[15]

4 Een kritische beschouwing van het theoretische fundament van de waardemaximalisatie

De voorgaande paragraaf is besloten met een opsomming van de voorwaarden waaronder in een theoretische analyse kan worden aangetoond dat waardemaximaliserende beslissingen van een onderneming in het belang zijn van alle zittende aandeelhouders-consumenten. Het zijn voorwaarden waaronder er onder hen unanimiteit zal heersen omtrent waardemaximalisatie als het ondernemingsdoel. De theoretische analyse die op grond van deze voorwaarden tot het beoogde unanimiteitsresultaat leidt, heeft een welvaartstheoretisch karakter. In essentie gaat het om de vraag naar de Pareto optimaliteit van ondernemingsbeslissingen.[16] De afleiding van het ondernemingsdoel geschiedt met behulp van een theoretische constructie die duidelijk van micro-economische snit is (vergl. de schets in paragraaf 1). Deze constructie geeft een specifieke modellering van de rol van ondernemingen voor consumenten-beleggers; gegeven een serie veronderstellingen, waarvan de belangrijkste in paragraaf 3 zijn samengevat, volgt het beoogde ondernemingsdoel als een logische implicatie van dit model. Ashton (1985), p. 512, geeft in dit verband de volgende treffende karakteristiek: 'The unanimity literature is essentially an "axiomatic" exploration of the minimum sets of assumptions that lead tot shareholder unanimity'.

De vraag die zich thans opdringt is, hoe een dergelijke theoretische fundering van het ondernemingsdoel moet worden beoordeeld. Deze vraag wordt onderstaand naar twee aspecten bezien.

Het eerste aspect wordt gevormd door de methodologie die ten grondslag ligt aan de onderhavige theoretische analyse. De methodologische opvatting die in dit verband een overheersende rol speelt, is die welke is verwoord door Friedman (1953). In het algemeen kan worden gesteld dat de financiële micro economie in hoge mate is gebaseerd op deze opvatting. Een duidelijke illustratie hiervan geeft het klassieke werk van Fama en Miller (1972).
Friedmans methodologie beoogt de vorming van 'positieve' theorie. Deze theorievorming is gericht op het doen van voorspellingen. De houdbaarheid van een theorie moet dan ook worden beoordeeld aan de hand van het voorspellende vermogen ervan. Het zijn de implicaties welke uit een theorie kunnen worden afgeleid, die de empirische waarde ervan bepalen, en niet de veronderstellingen die eraan ten grondslag liggen. Het realiteitsgehalte van veronderstellingen doet in principe niet ter zake. Boland (1979) benadrukt dat een dergelijke methodologische opvatting moet worden gekarakteriseerd als *instrumentalisme*: theorie is in principe niet meer dan een gereedschap, waarvan slechts de bruikbaarheid telt.
De opvattingen van Friedman zijn in de literatuur onderwerp van uitvoerige discussie geweest, waarin vooral het vraagstuk van de realiteitswaarde van veronderstellingen centraal heeft gestaan. Zie voor een samenvatting bijvoorbeeld Kastelein (1987), pp. 248-254. In zijn bijdrage aan deze discussie heeft Nagel (1963) onder meer een onderscheid gemaakt tussen enerzijds de 'fundamentele veronderstellingen' van een theorie, waaruit via logische deductie theorema's worden afgeleid, en anderzijds de initiële voorwaarden ('antecedent clauses'), welke de omstandigheden specificeren waaronder de theorie toepasbaar is. Het ligt voor de hand dat bij de toepassing van de theorie wordt vastgesteld of aan deze laatste voorwaarden is voldaan (Nagel, p. 215). Cyert en Grunberg (1963), p. 304, maken op vergelijkbare wijze onderscheid tussen 'lawlike statements' en 'state descriptions'. Als voorbeeld van deze laatste noemen zij de veronderstelling van een perfecte markt.

Volgens een strikt instrumentalistische opvatting is het realiteitsgehalte van de veronderstellingen van een theorie niet relevant. Naar mijn mening leidt de voorgaande uiteenzetting evenwel tot de conclusie dat bepaalde veronderstellingen niet buiten beschouwing kunnen worden gelaten bij de beoordeling van de empirische betekenis van een theorie. Indien een instrumentalistische visie op de financiële theorie zou worden gehuldigd – hetgeen voor de bestudering van de prijsvorming op de vermogensmarkt zeer wel verdedigbaar is – dan zou het om een 'genuanceerd' instrumentalisme moeten gaan. De initiële voorwaarden van de theorie hebben hierin een directe empirische betekenis. De realiteitswaarde van deze veronderstellingen is van belang, omdat ze het *empirische domein* van de theorie aangeven.
Wat kan er vanuit deze gedachtengang worden opgemerkt bij de theoretische analyse omtrent waardemaximalisatie, zoals die in het voorgaande beknopt is weergegeven? We bezien daartoe de veronderstellingen die aan het einde

van paragraaf 3 zijn opgesomd. Verschillende ervan lijken het karakter van initiële voorwaarden te hebben. Zie bijvoorbeeld de veronderstelling (a) van een wrijvingsloze markt. Indien we bedenken dat deze onder meer stelt dat informatie kosteloos en volkomen gespreid is, dan moet de realiteitswaarde hiervan ernstig worden betwijfeld.[17] Deze twijfel wordt bevestigd door recente ontwikkelingen in de financieringstheorie; hierin worden onder meer het agency paradigma en de 'information signaling' benadering opgenomen, teneinde uitdrukkelijk rekening te houden met informatie-*im*perfecties op de vermogensmarkt. Met andere woorden, de veronderstelling van kosteloze en volkomen gespreide informatie is kennelijk niet realistisch. Gelet op de aard van deze veronderstelling lijkt het dat aldus de langs theoretische weg afgeleide unanimiteit in empirisch opzicht op losse schroeven komt te staan. De empirische reikwijdte van het theoretische fundament van de waardemaximalisatie is, wat de onderhavige veronderstelling betreft, zeer beperkt.[18]

Naast het voorgaande is er een tweede – en wellicht nog belangrijker – methodologisch aspect aan de unanimiteitsanalyse van het ondernemingsdoel. De vraag die hiertoe wordt bezien is: gesteld dat de empirische reikwijdte van het theoretische fundament aanvaardbaar kan worden geacht (derhalve voorbijgaand aan de strekking van de voorgaande alinea), wat betekent een en ander dan voor de bestudering van het vraagstuk van de ondernemingsfinanciering vanuit het gezichtspunt van de bedrijfseconomie?
Een wezenlijk punt bij de beantwoording van deze vraag is het feit dat de theoretische analyse inzake waardemaximalisatie zich 'afspeelt' op het niveau van de vermogensmarkt en niet op het niveau van het beslissingssysteem van de onderneming. De micro-economische afbeelding die ten grondslag ligt aan het unanimiteitsmodel is gericht op de vermogensmarkt. Ondernemingen worden in essentie beschreven door produktiefuncties, waarvan de netto outputs in de vorm van uitkeringen op vermogenstitels toevloeien aan rationele nutsmaximerende consumenten. Waardemaximalisatie en separatie zijn implicaties van een geaggregeerd consumptie-investeringsevenwicht. Het aldus afgeleide ondernemingsdoel berust op een afbeelding die geen verklarende beschrijving geeft van het proces van de vorming en aanpassing van doelen in ondernemingen.
In het algemeen kan worden opgemerkt dat de neoklassieke micro-economische theorie geen verklarende beschrijving geeft van de beslissingsprocessen die schuil gaan achter de acties van marktpartijen. De theorie pretendeert zulks ook niet; de theorievorming is gericht op het afleiden van implicaties op het aggregatieniveau van de markt. Een bedrijfseconomische analyse van de ondernemingsfinanciering vergt daarentegen tevens een *ondernemingsgerichte* oriëntatie. Het oogmerk van een dergelijke analyse is primair een verklaring van de besluitvorming in de onderneming. Het draait hierbij niet alleen om de keuze van het niveau van aggregatie, maar er is vooral ook een principieel verschil in de mate van 'control' die aan de subjecten wordt toegekend. Een marktgerichte theorie veronderstelt in het algemeen geen 'control' van de kant van de individuele beslissers, terwijl een ondernemingsgericht model in principe een bepaalde mate van 'control' als

uitgangspunt zou moeten hebben. Immers, management – en dus ook financieel management – heeft per definitie betrekking op planning en 'control'.
Indien op basis van de unanimiteitsanalyse de maximalisatie van de vermogensmarktwaarde wordt aangenomen als het exclusieve ondernemingsdoel in de financieringstheorie, wordt de afbeelding volgens de micro-economische theorievorming als het ware overgeplant op de besluitvorming in de onderneming. Uitgedrukt in termen van paragraaf 1, de modellering ten behoeve van de analyse van het *externe* systeem wordt doorgetrokken in de vormgeving van het *interne* systeem. De ondernemingsfinanciering wordt afgestemd op het comparatief-statische marktevenwicht; de verbindende schakel is de vermogensmarktwaarde. Door deze bij de modellering van het financiële management aan te nemen als de unieke maximand, wordt niet alleen een specifiek beeld geconcipieerd van de besluitvorming, maar wordt tevens de aansluiting verwaarloosd met andere afbeeldingen van het interne systeem, die blijkens het bedrijfseconomische onderzoek van wezenlijke betekenis zijn voor het investerings- en financieringsvraagstuk. In het bijzonder kan hierbij worden gedacht aan het boekhoudkundige model (accounting model) van de onderneming; niet zozeer in z'n gedaante als praktisch systeem van gegevensverwerking, maar vooral als een denkmodel inzake samenhangen in en rondom het systeem van de onderneming.

5 Nogmaals: de rechtvaardiging van waardemaximalisatie als ondernemingsdoel

In paragraaf 2 is een overzicht gegeven van de wijze waarop waardemaximalisatie als de doelstelling van ondernemingen wordt gerechtvaardigd in de gangbare leerboeken over de ondernemingsfinanciering. De aldaar opgesomde overwegingen worden thans opnieuw bezien, in het licht van de voorgaande poging tot beoordeling van het theoretische fundament van het onderhavige ondernemingsdoel.

Ad 1 ('Het gaat om het belang van eigenaren')
te bezien in combinatie met:

Ad 4 ('De doelstelling leidt tot een sociaal optimum')
Deze overwegingen raken de kern van de unanimiteits- en optimaliteitsanalyse die in paragraaf 3 summier aan de orde is gekomen. In dat verband is vermeld onder welke voorwaarden 'het belang van de eigenaren' wordt gediend door maximalisatie van de marktwaarde, c.q. hierdoor 'een sociaal (Pareto-) optimum' is gewaarborgd (zie ook noot 16). In paragraaf 4 is de empirische strekking van veronderstellingen en het karakter van de erop gebaseerde theoretische constructie bezien. Op grond hiervan lijkt een beroep vanuit de overwegingen sub 1 en 4 op een onderliggende economisch-theoretische basis niet zonder meer aanvaardbaar. Dit sluit uiteraard niet uit, dat het argument sub 1 wel degelijk in de praktijk zou kunnen worden aangetroffen. Maar dat is dan een empirische kwestie, waarover slechts op basis van direct-empirisch onderzoek een uitspraak kan worden gedaan.

In het bijzonder de overweging sub 4 refereert duidelijk aan de herkomst van de doelstelling van waardemaximalisatie vanuit de beschouwing van een *meeromvattend* systeem dan dat van de onderneming. In paragraaf 4 is betoogd dat de aard van de daarbij gehanteerde theoretische constructie niet of slechts gebrekkig aansluit bij afbeeldingen van het systeem van de onderneming, die voor de bedrijfseconomische analyse van belang zijn.[19]

Ad 2 ('De doelstelling is onvermijdelijk')
De nadere toelichting in paragraaf 2 wijst uit, dat de onvermijdelijkheid van de waardemaximalisatie berust op de krachten van het zeggenschapsmechanisme. Het is van belang te onderkennen, dat de betekenis van dit argument staat of valt met de *wenselijkheid* van waardemaximalisatie. Indien er geen unanimiteit kan worden aangenomen onder de (potentiële) aandeelhouders omtrent een door de onderneming te entameren waardemaximaliserend plan, is er – althans in de theorie geredeneerd – geen grond voor de werking van een zeggenschapsmechanisme ter effectuering van een of ander plan. Analoog met de bovenstaande redenering ad 1 is ook hier een beroep op de economisch-theoretische rechtvaardiging van de waardemaximalisatie niet zonder meer aanvaardbaar. Maar ook hier neemt dit niet weg, dat er in de werkelijkheid zeggenschapsmechanismen werkzaam kunnen zijn, waarin de (relatieve) hoogte van de aandeelwaarde van ondernemingen een belangrijke variabele vormt. Zie bijvoorbeeld Jensen en Ruback (1983) voor een overzicht van het onderzoek naar 'the market for corporate control', waaruit een en ander blijkt. Dit vormt evenwel geen grond voor een conclusie dat ondernemingen *de facto* gedwongen zouden zijn tot waardemaximalisatie.

Ad 3 ('De doelstelling is aannemelijk op empirische gronden')
De gevolgde argumentatie impliceert een indirecte observatie. Omdat een producent redenen heeft zich te vereenzelvigen met de betrokken consumenten-aandeelhouders (*in casu*, het management neemt direct of indirect deel in het eigen vermogen van de onderneming), ligt het voor de hand dat zijn beslissingen in het belang van deze aandeelhouders zijn. Ook deze overweging gaat op voorhand uit van een heersende unanimiteit omtrent de waardemaximalisatie door de onderneming; wat resteert, is de zorg het management conform deze unanimiteit te doen beslissen. Of wel, het gaat in essentie om de vormgeving van een *agency relatie* tussen de gezamenlijke aandeelhouders enerzijds en het management anderzijds, gegeven de doelstelling van de eerstgenoemde partij. Indien echter op grond van het ontbreken van unanimiteit (er is niet voldaan aan de unanimiteitsvoorwaarden) deze doelstelling niet ondubbelzinnig vaststaat, valt een cruciaal element uit het agency vraagstuk weg. (Zou daarentegen worden aangenomen dat aan de unanimiteitsvoorwaarden is voldaan – zodat de doelstelling vaststaat – dan zal er theoretisch geen agency probleem kunnen bestaan!).[20]

Ad 5 ('De doelstelling wordt als een normatief uitgangspunt voorgeschreven')
Uit het voorgaande zal duidelijk zijn, dat ik dit als een 'eerlijke' wijze

beschouw om de waardemaximalisatie als ondernemingsdoel te introduceren; althans indien normatief inderdaad op de doelstelling als zodanig wordt betrokken (er is sprake van een voorschrift: ondernemingen *behoren* hun marktwaarde te maximaliseren).

Ad 6 ('De doelstelling wordt aangenomen als veronderstelling')
Dit argument heeft als zodanig geen betekenis, tenzij de veronderstelling op de een of andere wijze aannemelijk zou worden gemaakt. Het ligt voor de hand dat in dat geval de redenering bij een of meer van de andere overwegingen terecht komt.

Ad 7 ('De doelstelling komt alom in de literatuur voor')
Het is duidelijk dat dit geen steekhoudend argument is; de vraag naar de rechtvaardiging wordt slechts verschoven naar elders in de literatuur.

Ad 8 ('De doelstelling is zeer bruikbaar vanuit een analytisch gezichtspunt')
Naar mijn mening is dit een overweging die van grote invloed is op de ontwikkeling van de financieringstheorie. In wezen gaat het er hier om, dat het oogmerk waarmee de theoretische afbeelding tot stand komt, mede onder invloed staat van het beschikbare en/of gewenste analytische gereedschap; en wellicht ook van esthetische overwegingen (de aantrekkelijkheid van een elegante en 'gepolijste' theorie).
Voor zover er niet expliciet gewag van wordt gemaakt, lijkt de overweging van analytische bruikbaarheid frequent impliciet mee te spelen, vooral in samenhang met de rechtvaardiging van het gebruik van de veronderstelling van marktperfectie.[21] Er doet zich dan in de ontwikkeling van de financieringstheorie het opvallende verschijnsel voor, dat de doelstelling (impliciet of expliciet) wordt gerechtvaardigd met de veronderstelling van de perfecte vermogensmarkt, terwijl er anderzijds naar wordt gestreefd in de theorie de invloed van bepaalde mark*tim*perfecties te incorporeren. Dit blijkt bijvoorbeeld duidelijk bij het vraagstuk van de vermogensstructuur. De theorie ter zake houdt onder meer uitdrukkelijk rekening met het agency probleem (*in casu*: tussen de verschaffers van het vreemde en die van het eigen vermogen). Het criterium voor de optimale vermogensstructuur is de maximalisatie van de marktwaarde van de onderneming. Maar dit criterium berust theoretisch onder meer op de afwezigheid van agency problemen (zie noot 20). Dit lijkt theoretisch niet consistent. Het incorporeren van marktimperfecties in de financieringstheorie ondergraaft in principe de theoretische rechtvaardiging van het in die zelfde theorie zo cruciale ondernemingsdoel van waardemaximalisatie.

Het bovenstaande overziend, kan worden geconcludeerd dat, voor zover de beschouwde overwegingen van economisch-inhoudelijke aard zijn (sub 1, 2, 3 en 4), zij direct of indirect zijn gebaseerd op de unanimiteit, c.q. Pareto optimaliteit inzake de waardemaximalisatie als het ondernemingsdoel. En daarmee is de evaluatie van deze overwegingen in essentie terug te brengen tot de beschouwing volgens de voorgaande paragraaf 4. De genoemde overwegingen

steunen direct of indirect op een theoretische constructie die voor de bedrijfseconomische analyse in veel opzichten geen vruchtbare aanknopingspunten biedt.
In dit verband speelt de overweging volgens 8 ('analytische bruikbaarheid') naar mijn mening een belangrijke rol. Het streven naar een financieringstheorie volgens een 'unified framework' (zie noot 21), verweven met de evenwichtstheorie van de vermogensmarkt, leidt tot een beeld van de werkelijkheid van de ondernemingsfinanciering, dat volgens velen onvoldoende kan bijdragen aan de vorming van praktisch bruikbare inzichten omtrent financiële planning en 'control'.[22] De 'belichaming' van de afstand tussen theorie en praktijk van het financiële management wordt mijns inziens gevormd door het uitgangspunt van de maximalisatie van de vermogensmarktwaarde, dat in de theorie wordt gepostuleerd – of wel (zie de overweging ad 5): op *normatieve* wijze in de theorie wordt vastgelegd – als het exclusieve ondernemingsdoel.

6 Besluit

Het voorgaande impliceert intussen niet, dat de vermogensmarktwaarde van ondernemingen niet van belang zou zijn in de bedrijfseconomische context van de ondernemingsfinanciering. Met name waar het de activiteiten van de onderneming op de vermogensmarkt betreft, is uiteraard de marktwaarde een belangrijke determinant.[23] In die context kan de marktgerichte financiële theorie belangwekkende inzichten en instrumenten voor het financiële management leveren. Maar daarmee staat niet tevens vast dat het krachtenveld van de vermogensmarkt een absolute 'tucht' op de ondernemingsactiviteiten zou moeten uitoefenen, zoals die met de doelstelling van waardemaximalisatie wordt opgelegd.
Een onderneming bevindt zich per definitie tussen markten, en deze vormen een bron van zowel mogelijkheden als beperkingen. De beperkingen kunnen meer of minder stringent zijn; maar het denkmodel waarin ze zodanig stringent zijn dat er geen enkele bewegingsvrijheid resteert bij de formulering van het ondernemingsdoel, is extreem. En de interpretatie vanuit een theoretische beschouwing van de vermogensmarkt, dat het gedrag van ondernemingen afdoende kan worden getypeerd *alsof* zij streven naar waardemaximalisatie, biedt de bedrijfseconomie een onvoldoende basis voor een bruikbare modellering ten behoeve van het financiële management.

We staan tenslotte nog even stil bij het eerder gesignaleerde welvaartstheoretische karakter van de analyse omtrent waardemaximalisatie. Het is in dat verband interessant aan te sluiten bij een beschouwing van Klant (1982). In deze beschouwing staat de rol die idealisaties en idealen in economische theorieën spelen centraal. Klant (p. 41) stelt onder meer het volgende.

> 'Denkbeelden over een wereld waarin wordt geleefd, worden, als zij op het handelen betrekking hebben, nu eenmaal gemakkelijk tot ideaal. De welvaartstheorie bijvoorbeeld die het resultaat is van een formele analyse van rationeel handelen, toont ons de eigenschappen van een geïdealiseerd

tijdloos systeem waarin de verwezenlijking van gezamenlijke doeleinden in evenwicht verkeert. Uiteraard kunnen de implicaties zonder invoering van andere waarde-oordelen dan welke al in de premissen zijn vervat, worden aangetoond, maar omdat het een (geïdealiseerd) beslissysteem is, is het een potentieel ideaal. Als de welvaartstheorie wordt toegepast, fungeert zij als ideaal'.

Indien we het theoretische onderzoek naar unanimiteit en separatie overzien, dringt zich de conclusie op, dat achter de doelstelling van waardemaximalisatie het welvaartstheoretische *ideaal* schuilgaat. Toepassing van het onderhavige ondernemingsdoel in de financieringstheorie impliceert dat de besluitvorming in ondernemingen in overeenstemming wordt gebracht met dit ideaal. Aldus zou het eerder genoemde *normatieve* aspect van de doelstelling kunnen worden genuanceerd. Dit doet intussen niets af aan de voorgaande beschouwingen omtrent de empirische houdbaarheid van de theoretische constructie die de waardemaximalisatie als ondernemingsdoel rechtvaardigt, en omtrent de relevantie van de erin begrepen afbeelding van de besluitvorming voor het financiële management van ondernemingen.

Literatuur

Archer, S.H., G.M. Choate en G. Racette, 1983, *Financial Management*, New York: Wiley.

Arrow, K.J., 1964, 'The role of securities in the optimal allocation of risk bearing', *Review of Economic Studies*, vol. 31 (april), 91-96.

Ashton, D.J., 1985, 'Disagreement on conditions for unanimity', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 12 (winter), 507-513.

Boland, L.A., 1979, 'A critique of Friedman's critics', *Journal of Economic Literature*, vol. 17 (juni), 503-522.

Brealey, R.A., en S.C. Myers, 1988, *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill.

Brigham, E.F., en L.C. Gapenski, 1985, *Intermediate Financial Management*, Chicago: Dryden.

Carleton, W.T., 1978, 'An agenda for more effective research in corporate finance', *Financial Management*, vol. 7 (winter), 7-9.

Clark, J.J., T.J. Hindelang en R.E. Pritchard, 1984, *Capital Budgeting: Planning and Control of Capital Expenditures*, Englewood Cliffs (N.J.): Prentice-Hall.

Copeland, T.E., en J.F. Weston, 1988, *Financial Theory and Corporate Policy*, Reading (Mass,): Addison-Wesley.

Cox, J.C., en M.E. Rubinstein, 1985, *Options Markets*, Englewood Cliffs (N.J.): Prentice-Hall.

Cyert, R.E., en E. Grunberg, 1963, 'Assumption, prediction, and explanation in economics', in: Cyert, R.E., en J.G. March, 1963, *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, (N.J.): Prentice-Hall.

Debreu, G., 1959, *The Theory of Value*, New York: Wiley; herdruk, New Haven/London: Yale University Press.

Ekern, S., en R. Wilson, 1974, 'On the theory of the firm in an economy with incomplete markets', *Bell Journal of Economics*, vol. 5 (voorjaar), 171-180.

Fama, E.F., en M.H. Miller, 1972, *The Theory of Finance*, New York: Holt Rinehart & Winston.

Friedman, M., 1953, 'The methodology of positive economics', in: *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, 3-43.

Gitman, L.J., M.D. Joehnk en G.E. Pinches, 1985, *Managerial Finance*, New York: Harper and Row.
Haley, C.W., en L.D. Schall, 1979, *The Theory of Financial Decisions*, New York: McGraw-Hill Book Co.
Hirshleifer, J., 1970, *Investment, Interest and Capital*, Englewood Cliffs (N.J.): Prentice-Hall.
Horne, J.C. van, 1986, *Financial Management and Policy*, Englewood Cliffs (N.J.): Prentice-Hall.
Jensen, M.C., en R.S. Ruback, 1983, 'The market for corporate control: the scientific evidence', *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 5-50.
Kastelein, T.J., 1987, *Economie en Methodologie*, Groningen: Wolters-Noordhoff.
Klant, J.J., 1982, 'Idealisatie: idee en ideaal', in: B. de Gaay Fortman (red.), *Economie en Waarde*, Alphen a/d Rijn: Samsom, 9-47.
Lee, C.F., 1985, *Financial Analysis and Planning*, Reading (Mass.): Addison Wesley.
Leland, H.E., 1974, 'Production theory and the stock market', *Bell Journal of Economics*, vol. 5 (voorjaar), 125-144.
Nagel, E., 1963, 'Assumptions in economic theory', *American Economic Review*, vol. 53 (mei), 211-219.
Rietkerk, G., 1985, *Onderneming en Vermogensmarkt*, Leiden: Stenfert Kroese.
Tempelaar, F.M., 1984, 'Over de ondernemingsdoelstelling in de financieringstheorie', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, jrg. 58 (november-december), 445-467.
Tempelaar, F.M., 1987, *Vermogensmarkt en Ondernemingsdoel in de Financieringstheorie*, dissertatie, Rijksuniversiteit Groningen.
Tempelaar, F.M., en J.M. Overmeer, 1987, 'Perfectie, compleetheid en efficiëntie; theoretische kenmerken van de vermogensmarkt', in: A.B. Dorsman, e.a. (red.), *De Amsterdamse Aandelenmarkt; theorie en praktijk*, Alphen a/d Rijn: Samsom, 69-86.
Weston, J.F., en T.E. Copeland, 1986, *Managerial Finance*, Hinsdale (Ill.): Dryden.

Noten

1 Promotor was Prof. Dr. J.L. Bouma; de overige leden van de promotiecommissie waren Prof. Dr. M.J.L. Jonkhart, Prof. Dr. P.W. Moerland en Prof. Dr. G.F.W.M. Pikkemaat. Hun allen, en in het bijzonder mijn promotor, ben ik erkentelijk voor de gevoerde discussies naar aanleiding van mijn onderzoek.

2 De bij het proefschrift gevoegde laatste stelling luidt: 'Aan de voetnoten kent men de promovendus'.

3 Vermogen kan in het algemeen worden gedefinieerd als de koopkracht die is besloten in een of meer activa (reële of financiële). In het financiële systeem verloopt de allocatie met behulp van financiële activa (vermogenstitels), waarvan de vermogenswaarde in principe afhankelijk is van de toekomstige ontvangsten waarop deze activa recht geven. (Vermogen wordt gemeten als een voorraadgrootheid die is afgeleid van toekomstige stroomgrootheden).

4 Gegeven deze typering lijkt het voor de hand te liggen de agency theorie toe te passen op de relatie tussen producent-ondernemer (agent) en consumenten-beleggers (principalen). In paragraaf 5 komt dit kort aan de orde.

5 In de bovenstaande tekst, en ook in het vervolg, worden bij de onpersoonlijke onderneming de aandeelhouders betiteld als 'eigenaren'. Het gaat hier om eigendom in economische zin (juridisch kan er geen sprake zijn van eigenaren indien de onderneming een zelfstandige rechtspersoon is).

6 Ten behoeve van deze inventarisatie zijn vele van de gangbare leerboeken beschouwd (een opsomming is te vinden op pp. 3 en 9 van het proefschrift). In het vervolg worden slechts enkele verwijzingen gegeven.

7 Door middel van het verwerven van stem-volmachten voor de aandeelhoudersvergadering kunnen aandeelhouders die waardemaximalisatie wensen, de zittende leiding via een meerderheidsbesluit vervangen door personen die wèl het maximerende beleid voeren.

8 Buitenstaanders kunnen een openbaar bod uitbrengen op de aandelen van een onderneming die een minder-dan-maximale waarde hebben; als de nieuwe eigenaren zouden zij vervolgens het beleid kunnen wijzigen en zodoende een waardetoename van de overgenomen aandelen effectueren.

9 In de financiële theorie wordt onder een perfecte vermogensmarkt verstaan een markt die wrijvingsloos werkt en waarop volledige mededinging heerst. Wrijvingsloosheid impliceert dat informatie omtrent vermogenstitels kosteloos en gelijkelijk voor iedereen beschikbaar is, dat er geen transactiekosten zijn (hetgeen onder meer betekent dat vermogenstitels onbeperkt deelbaar zijn), en dat er geen discriminatoire belastingheffing of enige transactiebeperkende regulering van toepassing is. De implicatie van volledige mededinging is dat de heersende marktprijzen onafhankelijk zijn van individuele (trans-)acties. Voor een nadere bespreking zij verwezen naar de paragrafen 2.2, 4.2 en 4.4 van het proefschrift.

10 Volgens het 'state preference' model (ook aangeduid als 'states of the world' model) wordt de onzekerheid inzake een bepaald tijdstip in de toekomst beschreven aan de hand van een verzameling mogelijke – en elkaar uitsluitende – toestanden die zich op dat moment kunnen voordoen. De onzekere toekomstige uitkeringen uit hoofde van een vermogenstitel worden in dit model voorgesteld door een uitkeringsvector, waarvan de componenten elk betrekking hebben op een alternatieve toekomstige toestand. Een elementaire vermogenstitel heeft een uitkeringsvector waarvan één component de waarde 1 heeft en alle andere componenten nihil zijn. Dat wil zeggen: een elementaire vermogenstitel geeft recht op 1 geldeenheid uitsluitend indien een specifieke toestand zich voordoet; in alle overige toestanden is de uitkering nihil. Indien er met betrekking tot iedere relevante toekomstige toestand afzonderlijk elementaire vermogenstitels op de markt verhandelbaar zijn, kan worden gesproken van een complete vermogensmarkt. (Voor een nadere bespreking zij verwezen naar paragraaf 3.2 van het proefschrift).

11 Hier zijn vele verwijzingen mogelijk. Recentelijk hebben bijvoorbeeld Cox en Rubinstein (1985) het nog eens duidelijk gesteld. Zij noemen drie redenen op grond waarvan compleetheid van de vermogensmarkt praktisch niet realiseerbaar zal zijn: '... the difficulty of writing specific and enforceable contracts to cover certain contingencies (such as options on future labor income), the costs of exchanging securities (transactions costs), and government regulation'; op. cit. p. 429.

12 In het 'state preference' model wordt iedere vermogenstitel gekenmerkt door een uitkeringsvector (zie ook noot 10). Het geheel van alle mogelijke lineaire combinaties van uitkeringsvectoren – d.w.z. uit hoofde van de vorming van alle denkbare portefeuilles van op de markt voorhanden vermogenstitels – bepaalt de vectorruimte van uitkeringen die voor de beleggers-consumenten bereikbaar is. Op een incomplete markt is de dimensie van deze vectorruimte kleiner dan het aantal relevante toekomstige toestanden. In een dergelijke situatie is de ruimte voor mutatie vatbaar indien ondernemingen een 'nieuw' type vermogenstitel op de markt zouden kunnen brengen (d.w.z. met een uitkeringsvector die lineair onafhankelijk is ten opzichte van de reeds voorhanden vectoren). De 'spanning'-voorwaarde stelt dat de bereikbare vectorruimte onveranderd moet blijven.

13 In dit maandblad is eerder een elementair 'state preference' model geschetst, waarin het onderhavige probleem is bezien; zie Tempelaar (1984). Aldaar wordt op pp. 456-460 onder meer een cijfervoorbeeld getoond, dat het tegenstrijdige belang illustreert dat een investering kan hebben voor verschillende consumenten.

14 In het proefschrift (onder meer paragrafen 4.4 en 5.3) wordt bezien in hoeverre het model een feitelijke prijs-onafhankelijkheid kent, dan wel dat deze slechts kan gelden als een opvatting in de ogen van de subjecten op de markt. Er wordt geconcludeerd tot de laatste (aangeduid als 'vermeende' prijs-onafhankelijkheid).

15 De alternatieve voorwaarde sub (d) valt hier uit de lucht. Er schuilt onder meer een analyse achter van het vraagstuk van de waardemaximalisatie in het kader van het 'capital asset pricing' model (CAPM). Marktevenwicht volgens het CAPM kan worden gezien als een bijzonder geval binnen het algemene kader van het 'state preference' (SP) model. De stringentere voorwaarden van het CAPM blijken de binnen het SP moel geformuleerde 'spanning'-voorwaarde irrelevant te maken.

In het algemeen zijn er bij de in de tekst opgesomde voorwaarden diverse toelichtingen en nuanceringen te geven, waarvoor zij verwezen naar het proefschrift (hoofdstuk 5).

16 Een Pareto optimum kan worden omschreven als een situatie waarin het niet mogelijk is voor een of meer subjecten (in casu: aandeelhouders-consumenten) een verbetering te bewerkstelligen, zonder dat er tegelijkertijd voor tenminste één subject een verslechtering optreedt. Over het verband tussen unanimiteit en Pareto optimaliteit zij het volgende opgemerkt. Indien

er initieel geen 'short selling' wordt toegelaten – d.w.z. het model kent voorafgaand aan de beschouwde ondernemingsbeslissing geen negatieve posities (bijvoorbeeld ten gevolge van uitstaande koopopties) in de aandelen van de betrokken onderneming – dan is in de onderhavige analyse unanimiteit verenigbaar met Pareto optimaliteit. Unanimiteit vergt een positief belang voor alle betrokkenen en gaat daarmee in principe verder dan Pareto optimaliteit, dat toelaat dat sommigen (maximaal: allen minus één) indifferent zijn.

In de tekst wordt geen principieel onderscheid gemaakt tussen de unanimiteit omtrent het waardemaximaliserende ondernemingsplan en de Pareto optimaliteit van de daarmee samenhangende consumptie-allocatie.

17 Men bedenke in dit verband dat kosteloze en volkomen gespreide informatie onder meer impliceert dat er geen agency problemen kunnen bestaan. (Onder een wrijvingsloze markt wordt daartoe mede begrepen de afwezigheid van 'enforcement' kosten inzake uitkeringen uit hoofde van vermogenstitels). In de toonaangevende unanimiteitsanalyses worden agency problemen steeds op deze wijze per veronderstelling uitgesloten. Vergl. p. 245n in het proefschrift.

18 Een kritische beschouwing van andere veronderstellingen uit de opsomming van paragraaf 3 blijft hier achterwege. In dit verband zij opgemerkt dat de methodologische beoordeling van het unanimiteitsresultaat niet zonder problemen blijkt te zijn. Deze problemen hebben vooral betrekking op de vraag in hoeverre een bepaalde veronderstelling als initiële voorwaarde kan worden beschouwd. Zie pp. 257-259 in de dissertatie.

19 De rechtvaardiging van waardemaximalisatie als het ondernemingsdoel door middel van de beschouwde theoretische analyse van een meeromvattend systeem kan worden geïnterpreteerd als een teleologische verklaring. In een dergelijke verklaring worden verschijnselen in verband gebracht met hun bestemming, hun functie binnen een groter geheel; in casu: de bestemming van individuele ondernemingen wordt gezien als het bijdragen aan het streven naar Pareto optimaliteit van de gehele samenleving. Een dergelijke zienswijze moge vanuit een 'macro perspectief' interessant zijn. Uit het bovenstaande volgt dat de met dit perspectief gepaard gaande theorievorming voor de bedrijfeconomische analyse weinig vruchtbaar is.

20 Er wordt immers bij de afleiding van de unanimiteit omtrent waardemaximalisatie onder meer het bestaan van kosteloze en volkomen-gespreide informatie en van kosteloze 'enforcement' verondersteld. Zie de voorwaarde (a) in paragraaf 4, en vergl. noot 17.

21 Enkele illustratieve citaten zijn de volgende. 'The theory of finance is greatly simplified if we assume that capital markets are perfect. Obviously they are not. (...) Through most of this text we shall adopt the convenient and simplifying assumption that capital markets are perfect'; Copeland en Weston (1988), p. 15. 'Because a perfect market is a single and well-defined concept, we get a body of theory that can subsume a wide variety of seemingly very different problems in a single, unified framework'; Fama en Miller (1972), p. 77n.

22 Het probleem van de kloof tussen de theorie en de praktijk van de ondernemingsfinanciering wordt regelmatig gesteld, zowel in de praktijk als in de literatuur. Aan het einde van de jaren zeventig stond het vraagstuk bijvoorbeeld sterk in de belangstelling in de Financial Management Association (Verenigde Staten). Zie voor een kernachtige formulering: Carleton (1978), aan wie ook het citaat is ontleend dat aan het begin van dit artikel is opgenomen.

23 In dit verband maakt bijvoorbeeld Rietkerk (1985) een belangwekkende empirische studie van de Nederlandse vermogensmarkt.