

Dr. H. C. Wytzes

Van financieringsregels en -modellen naar een wijder perspectief*)

De economische wetenschappen in de ruimste zin van het woord stellen zich niet tevreden met verklaren en voorspellen - taken waartoe de meeste andere wetenschappen zich beperken - maar hebben bovendien en misschien wel in de plaats daarvan een belangrijke normatieve component. Zij die de handboeken doornemen, leren hoe te optimaliseren resp. te maximaliseren. Een en ander geldt dus ook voor de bedrijfseconomie en de theorie van de ondernemingsfinanciering. Stellig heeft hiermee te maken dat men de bedrijfseconomie meer en meer is gaan zien als een theorie omtrent het beslissen, het oplossen van keuzevraagstukken en daarmee legt men ook in de bedrijfseconomie de band met wat als het fundamentele vraagstuk van de economische wetenschappen wordt gezien, het optimaal verdelen van schaarse middelen. Aan de andere kant heeft deze ontwikkeling echter ook weer te maken met de begeerte van haar beoefenaren om normen te formuleren. Nieuw is dit verschijnsel overigens niet¹. Men kan immers en dat gebeurt ook wel binnen de bedrijfseconomie, bestuderen, hoe in feite beslissingen worden genomen en dan bijv. ontdekken dat een groep beslissingsnemers een geringere risico-aversie heeft dan de afzonderlijke individuen die deze groep vormen maar dan loopt men wel snel de kans zich op allerlei andere gebieden te begeven zoals bijv. de psychologie². Volledigheidshalve zij vermeld dat het natuurlijk normen betreft die moeten helpen om te komen tot optimalisatie of maximalisatie van een of meer bedrijfseconomische doelstellingen³.

Er kan een meta-wetenschappelijke vraag worden gesteld waarom deze neiging tot het stellen van normen voor het nemen van de beste bedrijfseconomische beslissing naar voren is gekomen. Stellig speelt hierbij een rol dat in de wereld van het bedrijfsleven weinig constanten voorkomen waardoor de meeste gedragingen eerst achteraf kunnen worden verklaard en voorspellen een hachelijke aangelegenheid wordt.

De laatste jaren hebben deze normatieve modellen en uitspraken - ik beperk mij nu tot de theorie van de ondernemingsfinanciering - een enigszins exact karakter verkregen, maar zo is het niet altoos geweest. In de oudere maar nog niet eens zo oude financieringsliteratuur werden en worden óók regels

* Afscheidscollege gegeven bij zijn aftreden als gewoon hoogleraar in de bedrijfshuishoudkunde in het bijzonder in de theorie van de financiering van de onderneming aan de faculteit der economische wetenschappen van de Vrije Universiteit te Amsterdam op 31 januari 1983.

besproken voor de optimale financieringswijze. Deze regels, voortbrengselen van praktijkervaring en wereldwijsheid in combinatie uiteraard met grondig en kritisch nadenken, en niet zozeer van een grondig doortimmerde theorie, komen met name naar voren in de Duitse financieringsliteratuur⁴.

Een beginsel, dat daarbij grote aandacht verkreeg en verkrijgt, is het vraagstuk van het overeenstemmen van termijnen, aangeduid met het woord *Fristencongruenz*. Basis daarvoor was de gouden bankregel die reeds in 1854 werd geformuleerd en wel door O. Hübner, in een boek met de korte titel 'Die Banken'. Volgens dit beginsel moet er overeenstemming bestaan tussen de termijnen waarvoor middelen op de vermogensmarkt worden aangetrokken en waarvoor zij in afzonderlijke activa of groepen van vergelijkbare activa worden vastgelegd, vergelijkbaarheid gemeten aan omlooptijd, of verwacht verblijf in de onderneming. Bij toepassing van deze regel kunnen de vermogensverschaffers er op rekenen, dat uit de activa middelen vrij komen waaruit hun aanspraken op terugbetaling kunnen worden voldaan en ontstaat ook geen overliquiditeit. Het liquiditeitsaspect verkrijgt grote aandacht. Nadere uitwerking van dit principe was echter niet eenvoudig. Zij vond en vindt op verschillende wijzen plaats. Süchting noemt een aantal dezer uitwerkingen. Volgens de gouden balansregel in engere zin moeten de vaste activa gefinancierd worden met eigen vermogen en langdurig tijdelijk vermogen. Vlottende activa worden gefinancierd met vlottende passiva. In een andere versie wordt voorgeschreven, dat de vaste activa vermeerderd met de vaste kern in de vlottende activa gefinancierd moeten worden met eigen vermogen vermeerderd met enig langdurig tijdelijk vreemd vermogen. Dit is de gouden balansregel in bredere zin. Deze tweede versie wordt dan aangevuld met de regel dat de vlottende activa minstens twee maal zo groot moeten zijn als de vlottende passiva, de zg. *bankers rule*. Er bestaan ook versies dat tegenover iedere afzonderlijke activacomponent met een bepaalde omlooptijd passiva moeten staan met dezelfde looptijd.

Een verdere ontwikkeling treedt op als er, wat de activa betreft, een onderscheid wordt gemaakt tussen 'unbedingt notwendiges Vermögen' enerzijds en anderzijds activa die, zonder dat daardoor de bedrijfsuitoefening in problemen komt, gemist kunnen worden. De eerste categorie moet uiteraard met permanent vermogen worden gefinancierd.

Het mooist is natuurlijk de situatie waarbij er over een reeks van jaren een vaste kern in de activa kan worden onderscheiden - te financieren met permanent vermogen -; daarbovenop een langdurige maar toch tijdelijke component - te financieren met langdurig tijdelijk vermogen - en ten derde korte termijn fluctuaties, te financieren met kortstondig tijdelijk vermogen, afgezien van het pronkstuk uit deze theorie, de theorie van het kapitaaloptimum. Hier spreekt men wel van de dynamische versie.

Vanzelfsprekend is er op deze regels veel kritiek uit te oefenen, maar men komt in de literatuur waar men deze problemen bespreekt - zij het overigens niet overal - tot de conclusie, dat ondernemingsbesturen er goed aan doen grote aandacht aan dit principe van de *Fristencongruenz* te besteden omdat de geldgevers er nu eenmaal aandacht aan geven. Deze doen dit omdat zij

bezorgd zijn over de vraag of er tijdig liquide middelen ter beschikking zullen komen ter aflossing van hun vorderingen. Zij beschikken deels niet over bedrijfsinterne gegevens en zo zij al op de hoogte zijn van liquiditeitsprognoses, trekken zij de betrouwbaarheid daarvan in twijfel, gezien de onzekerheden verbonden aan de bedrijfsuitoefening. Naast deze horizontale financieringsregels worden verticale regels gepropageerd en daarbij is de grote vraag natuurlijk die naar de optimale verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. Duidelijke antwoorden in de zin van algemeen geldende ratio's worden evenwel niet gegeven, hetgeen ook niet behoeft te verwonderen.

Het valt op, dat men zich bij de bestudering en formulering van deze problemen en ratio's baseert op balansgegevens, al moet worden gezegd dat de balansen wel worden gecorrigeerd bijv. door het elimineren van immateriële activa en herwaardering van onroerend goed. Bij de zg. dynamische versie wordt met grootheden gewerkt die niet als zodanig op de balans voorkomen. Voorts ligt hier ook de boeiende problematiek van de definitie van het eigen vermogen, de plaats van de voorzieningen en van het achtergesteld vreemd vermogen.

Hoe wankel en onzeker ook de desbetreffende regels, voor zover althans gestreefd werd naar ratio's, duidelijk in getalswaarden neergelegd, er zij hier op gewezen, dat ratio-covenants op basis van balansgegevens ook in Nederland opgang maken, terwijl een niet onbeduidende bedrijfstak als die der banken in het kader van het bedrijfseconomisch toezicht van De Nederlandsche Bank dagelijks in aanraking komt met horizontale en verticale financieringsregels.

Er worden naast deze regels nog andere financieringsprincipes naar voren gebracht en wij baseren ons hier op de studie van Härle. Deze auteur noemt een zestal beginselen die het financieringsbeleid moeten beheersen. Het zijn de volgende:

- a. het principe van de *kostenminimalisatie*:
uiteraard een zeer voor de hand liggend beginsel, het streven naar een zo goedkoop mogelijke financieringsopzet.
- b. het principe van de *liquiditeit*:
de leiding moet steeds in staat zijn de verplichtingen uit de financieringsopzet na te komen, de kwestie o.m. van de Fristencongruentz.
- c. het principe van de *soliditeit*:
de financieringsopzet moet rekening houden met de risico's aan de bedrijfsuitoefening verbonden.
- d. het principe van de *financiële elasticiteit*:
de leiding moet in staat zijn overtollige middelen af te stoten naar de geldgevers, nieuw vermogen op aanvaardbare condities aan te trekken en tevens tot herfinanciering te komen bij een daling van de vermogenskosten.
- e. het principe van de *dispositievrijheid*:
de leiding moet niet onderworpen zijn aan allerlei goedkeuringen en toezicht van vermogensverschaffers.
- f. het principe van de *optimale acquisitorische werking van de balans*:
de balans moet er 'goed' uitzien, hetgeen van belang is tegenover geld-

gevers, de publieke vermogensmarkt, leveranciers en afnemers en personeel.

Indien deze beginselen worden nageleefd, dan resulteert daaruit volgens Härle een maximale periode-winst op langere termijn.

Härle doet ook een onomwonden aanbeveling omtrent de wijze waarop het beste aan al deze principes kan worden voldaan: maximaliseer de reserves uit in te houden winsten. Deze middelen dragen geen dividendverplichting, hebben geen invloed op het beleid, behoeven niet maar kunnen op eenvoudige wijze worden terugbetaald als de bedrijfsomvang afneemt; zij kunnen boekhoudkundig verliezen opvangen, worden nooit te duur en hebben een sterke acquisitorische werking. Maximalisatie van deze ideale vermogensvorm dient door de ondernemingsleiding te worden nagestreefd.

Ondanks de grote theoretische bezwaren die terecht tegen deze karakterisering van het door winstinhouding verkregen eigen vermogen kunnen worden ingebracht, heeft men soms toch de indruk, dat in feite ondernemingsbesturen winstinhouding als de gemakkelijkste en goedkoopste financieringsbron beschouwen, waaraan de door Härle genoemde voordelen zijn verbonden, terwijl tevens de indruk bestaat dat ook de aandeelhouders zich niet al te veel illusies maken over de aanwending van ingehouden winsten, in de zin dat deze leiden tot toekomstige winsten, resp. onmiddellijke koersstijgingen. Dat beleggers indifferent zouden moeten zijn tussen winstuitkering versus winstinhouding berust ook op de veronderstelling dat de ondernemingsbesturen een bepaalde norm naleven en wel deze, dat zij geen onderscheid maken tussen eigen vermogen verworven door emissies en dat verworven door winstinhouding.

De hier zeer summier weergegeven financieringsregels gaan, zoals wij zagen, in belangrijke mate uit van de balansen van de onderneming, al worden daarop dan enkele correcties uitgevoerd. Doelstelling bij deze regels is voorts het handhaven van de continuïteit van de onderneming in voor- en tegenspoed, over lange jaren en een dergelijke continuïteitsstreven bevordert tevens de doelstelling maximalisatie der winsten op langere termijn waarbij aan periodewinsten moet worden gedacht, zoals die uit de administratie van de onderneming zullen voortvloeien. Er wordt gestreefd naar een onderneming met een gezonde financieringsopzet en sterke balansverhoudingen, bestand tegen het wisselbad van de conjunctuur. Toetsing van de regels bijv. door twee groepen van ondernemingen met elkaar te vergelijken, waarvan de ene groep de regels naleeft en de andere niet, zodat aangetoond kan worden dat de groep die de regels naleeft het beter doet, is uiteraard slechts in beperkte mate mogelijk. Maar wie zou niet eerbied hebben voor deze praktische levenswijsheid?⁵

Bij de meer recente optimalisatie- resp. maximalisatieregels die in de thans en vogue zijnde micro-economische financieringstheorie opgeld doen, verkeren wij niet langer in de sfeer van de wereldwijsheid maar in een geheel andere denkwereld. Wij vertoeven hier op de hoogvlakten van het financieel

denken; de hier geschapen modellen zijn het voortbrengsel van geserreerde betogen, intellectueel zeer bevredigend maar bij de bestudering ervan komt, ook al zijn de betogen logisch onaanvechtbaar, soms een knagende twijfel boven: zou het allemaal wel zo zijn? Er wordt in de literatuur dan ook op gewezen dat het hier in het geheel niet gaat om eigenlijke, weerlegbare theorieën, maar louter om toegepaste beslissingslogica⁶. Voor zover dit het geval is, kan meteen worden geconcludeerd, dat de bijdrage van deze modellen steeds van zeer beperkte betekenis zal zijn voor het verklaren, voorspellen en voor het opstellen van normen voor de ondernemingsbesturen.

Moxter, een niet onbeduidend auteur, betitelt bijv. de beroemde theorieën van het even beroemde - of zouden wij langzamerhand niet moeten zeggen beruchte - tweetal Modigliani en Miller als 'ein ganz unerträgliche Spielerei' en anderen spreken van 'Little more than an intellectual teaser'⁷.

Eerlijkheidshalve moet gezegd worden dat er ook wel andere geluiden worden vernomen. Over mijn eigen sympathieën zal ik mij hier niet uitlaten.

In deze modellen nemen verschaffers van eigen vermogen ondernemingsbesturen in dienst, wier taak het is het maximaliserend investeringsbudget te bepalen. Verondersteld wordt dat deze ondernemingsbesturen kunnen putten uit een op de een of andere manier beschikbaar staande reeks van investeringsprojecten. Daarnaast staat als tweede middel dat door de ondernemingsbesturen moet worden gehanteerd het verwerven van vreemd vermogen, eveneens met hetzelfde doel van maximalisatie van de waarde van het bedrag dat de verschaffers van eigen vermogen aan het ondernemingsbestuur fourneren. Wij zien nu maar af van de dividendbeslissing. Een verdere uitwerking evenwel legt het accent op nutsmaximalisatie van beleggers die een portefeuille van aandelen hebben gevormd of gaan vormen.

Een bespreking van de diverse modellen is hier niet mogelijk en ook niet nodig. Wel is het van belang een aantal veronderstellingen, die regelmatig worden gehanteerd, te vermelden.

1. de modellen zijn uitsluitend toekomst-georiënteerd en duidelijk geformuleerd als keuzevraagstukken, in de zin dat de beste keuze moet worden gedaan tussen alternatieven en als zodanig zijn deze modellen afgeleid uit de fundamentele vraag van de economie, de optimale verdeling van schaarse middelen over rivaliserende toepassingen. Dat was en is niet zo nadrukkelijk het geval bij andere onderdelen van de bedrijfseconomie, en ook niet bij de hiervoor genoemde financieringsregels.

Deze waren en zijn veel meer georiënteerd op het doel handhaving van de onderneming als zodanig.

Er wordt voorts uitsluitend gesproken over verwachte kasoverschotten en er zijn geen andere kosten dan vermogenskosten. Het gaat tenslotte om waarderingsvraagstukken. De leer der financiering ontwikkelt zich hier tot een theorie omtrent het waarderen van toekomstige kasoverschotten.

2. er bestaan in de theorie geen nominale waarden. In feite worden de ondernemingsbesturen echter steeds geconfronteerd met nominale waarden, nl. bij investeringsprojecten, die niet in willekeurige omvang tot stand kunnen worden gebracht en daarnaast bij vreemd vermogen, dat voor nominale bedragen moet worden afgelost en opnieuw aange-trokken.
3. het voorgaande punt hangt samen met de behandeling van het perio-devraagstuk, de modellen hebben een zeer duidelijke en onvermijdelijke voorkeur voor één-periodemodellen of perpetuïteiten. Als gevolg van deze uitgangspunten kan worden gemaximaliseerd of geoptimaliseerd op basis van de gegevens van het beslissingsmoment; op dat ene moment wordt de vermogenspositie of het nut van de aandeelhouders gemaxi-maliseerd. Dit moet eigenlijk ook wel, omdat optimalisatie of maxima-lisatie over een bepaalde tijdsperiode niet zo eenvoudig te behandelen zijn, als het al mogelijk is. Door deze behandeling van het tijdsvraagstuk - met name de één-periodemodellen kunnen een periode omvatten van een week of een jaar of twintig jaar in termen van kalendertijd - wordt geabstraheerd van het optreden van allerlei ontwikkelingen die in een bedrijfseconomische tijd beslist zullen voorkomen. Het zou wel eens kunnen zijn, dat alleen het doel *zich handhaven, overleven*, zich leent voor behandeling in een meer-perioden samenhang.
4. van horizontale en verticale financieringsregels wordt volledig geabstra-heerd en wel door de veronderstelling van de perfecte vermogensmarkt en door de reeds vermelde tijdsveronderstelling.
5. nutsfuncties van aandeelhouders resp. beleggers krijgen in verschillende versies dominerende aandacht en de financiële bedrijfseconoom moet bijv. het verschil kennen tussen relatieve en absolute risico-afkeer, de vormen van stochastische dominantie, de verschillende vormen van risicohouding en verwante zaken.

De voor- en nadelen van het gebruik van modellen zijn bekend en zij gelden ook voor de hier bedoelde. Enerzijds is het gebruik van abstracties onver-mijdelijk omdat er steeds een vereenvoudiging van de werkelijkheid nodig is om een probleem hanteerbaar te maken. Anderzijds repten wij reeds van een knagende twijfel. Lost men wel de problemen op waarmee de onder-nemingsbesturen in feite worden geconfronteerd of besteedt men veel of zelfs teveel aandacht aan problemen die men zelf eerst bedenkt? Wellicht worden niet bestaande problemen op zeer correcte wijze opgelost. In de literatuur wordt ook op de gevaren van het gebruik van modellen gewezen. De wetenschappelijkheid en exactheid van de gepresenteerde modellen imponeren maar kunnen tot verkeerde beslissingen leiden.⁸ Zou men er niet veel beter aan doen om oplossingen te bestuderen voor werkelijk bestaande problemen? De discussie over de doelstellingen van de leiding zullen wij hier niet opnieuw oprakelen, maar of deze doelstelling nu inderdaad ge-vormd wordt door het streven naar een waardemaximalisatie of nutsmaxi-malisatie op moment nu is twijfelachtig.

Maar het is duidelijk, dat de hier bedoelde modellen geen enkele bijdrage

leveren tot het wel zeer essentiële vraagstuk - waar ook een financieel geschoolde bedrijfseconoom zich niet aan kan onttrekken - hoe een onderneming in de bedrijfseconomische tijd kan overleven. Zou de financiële deskundige, geverseerd in de theorie bijv. van het kapitaalmarktmodel, zich van deze vraag af kunnen maken door te zeggen dat hij uitstekend weet hoe in door hem geschetste ideale omstandigheden een kasoverschot moet resp. zal worden gewaardeerd dat perpetueel of na één periode beschikbaar komt en dat men hem verder niet moet lastig vallen? Of door te zeggen dat hij in zijn verzameling probleemoplossingen er ook een heeft zitten die aangeeft - als hij maar voldoende gegevens krijgt - in welke proporties een gegeven bedrag over twee investeringsprojecten verdeeld moet worden, wil men tot een minimalisatie van de standaardafwijking komen voor de combinatie? Het kan natuurlijk geen kwaad van deze dingen af te weten maar het is toch wel beperkt.

Een verder bezwaar is uiteraard, dat de theorie geen uitspraak doet over de vraag waar de investeringsprojecten vandaan komen of, nog belangrijker, welke investeringsprojecten bedacht zouden moeten worden in het belang van het overlevingsdoel. De financiële econoom acht zich voorts ontslagen van het maken van schattingen. Het lijkt mij onjuist, dat men zich ter rechtvaardiging van deze lacunes beroept op een wetenschappelijke arbeidsverdeling. Deze moet toch voldoen aan een eis van doelmatigheid voor de vooruitgang van de bedrijfseconomie als afzonderlijke toegepaste wetenschap met een gefundeerde neiging tot het ontwikkelen van instrumentele normen en wij hebben daaraan twijfel. De bedrijfseconoom, ook die met financiële specialisatie, moet meer weten dan de wijze waarop de perfecte en efficiënte vermogensmarkt kasstromen waardeert resp. moet waarderen. Op deze vermogensmarkt ontbreken voorts alle financiële instellingen en dito deelmarkten. Kennis van en vertrouwdheid met de hier wat kritisch benaderde optimalisatie- en maximalisatiemodellen zijn stellig nodig, maar vormen niet het alfa en het omega van de financiële bedrijfseconomie.

Laten we eens een blik werpen op een andere benaderingswijze. Een onderneming maar ook een non-profit instelling kan worden gezien als een coalitie van participanten. Dat is in het geheel geen nieuw gezichtspunt maar het wijkt wel fundamenteel af van de optiek van de zojuist besproken modellen waar wij alleen te maken hebben met de vermogensverschaffers die een ondernemingsbestuur in dienst nemen dat als levensvulling heeft het optimaliseren van de waarde van de middelen, die deze vermogensverschaffers hun ter beschikking stellen en dan in het bijzonder de verschaffers van eigen vermogen. Iedere participant of groep van participanten heeft zijn eigen doelstellingen, maar het is een vruchtbaar uitgangspunt voor de theorie aan te nemen dat zij allen het voortbestaan van de coalitie wenselijk achten, liefst in de bestaande omvang. Uiteraard wil ieder wel vrij zijn de coalitie te verlaten zodra dat hem of haar voordelig toelijkt zodat uit dezen hoofde de leiding, die een zeer belangrijke rol speelt in de coalitie, te maken heeft met de opdracht een dergelijk vertrek, voor zover ongewenst, te voorkomen. Zij, die de coalitie niet kunnen verlaten zonder grote verliezen,

staan dus nogal zwak wanneer zij hun eisen aan de coalitie stellen. Hieruit vloeit reeds terstond een impuls voor investeringsbeslissingen voort: de zorg in staat te zijn aan onmisbare participanten een beloning te geven zodanig, dat zij bereid zijn in de coalitie te blijven of te gaan participeren maar ook niet meer dan daarvoor nodig is.

Eenzijds betekent dat, dat bij de investeringsbeslissingen aandacht moet worden besteed aan het toekomstige rendement van de vast te leggen middelen; anderzijds moeten bijv. investeringen worden verricht om looneisen die niet kunnen worden tegengehouden te kunnen honoreren door de opvoering van de arbeidsproductiviteit. En uiteraard moet de onderneming zo efficiënt mogelijk zijn. Dit stimuleert efficiency-verbeterende investeringsprojecten naast investeringsprojecten gericht op niet-diversifiërende expansie, welke evenzeer nodig kan zijn om van binnen de coalitie tot de leiding komende eisen te kunnen honoreren.

Naast impulsen om te investeren, die van binnen de coalitie tot de leiding komen, staan impulsen die vanuit de economische omgeving tot de ondernemingsleiding komen. Hier zijn zeer belangrijke beslissingen van strategische aard te nemen. Innovatie door nieuwe produkten, produktvariatie, produktverbetering, in het algemeen het produktbeleid vormen zoals wel duidelijk is een belangrijke component in een overlevingsstrategie. De hier noodzakelijke investeringen zijn belast met bijzonder grote onzekerheid, zoals ook wel bekend is, maar kunnen onvermijdelijk zijn. Hier sluiten wij aan bij het begrip 'portfolio management', weliswaar afgeleid naar wel wordt gezegd van het financiële begrip 'beleggingsportefeuille', maar toch met een geheel andere opzet, zoals ik ook als bekend mag veronderstellen. Men heeft hier veeleer het oog op een telkens aan de ontwikkelingen aangepaste in samenstelling veranderende produktencombinatie, die zorgen moet voor een royale cashflow, dan op een projectenportefeuille die op één moment naar de gegevens van dat moment optimaal wordt samengesteld voor een periode of perpetueel⁹. In het verlengde hiervan ligt dus ook het essentiële probleem van diversificatie versus specialisatie. Hoewel diversificatie ongeveer als een panacee wordt gezien en sterk aanbevolen als een gedragslijn die de overlevingskansen bevordert, is hier toch een reeks van vraagstukken aan verbonden en met name de vraag of de sterke sectoren in de onderneming niet de functie krijgen de zwakke te dragen zodanig dat eventueel de gehele onderneming op een wankelende basis komt te staan. De diversificatie moet dan weer tegen hoge kosten ongedaan worden gemaakt en wij zien thans van dit proces duidelijke voorbeelden om ons heen. Het gaat te ver naar mijn mening deze drama's toe te schrijven aan verwijtbare misgrepen van toenmalig of nog zittend management. En ook al treedt een dergelijke ontwikkeling niet op, het is zeer goed mogelijk dat gedurende lange jaren de dividenden moeten worden gepasseerd omdat de cash-flow uit de ene sector geheel wordt verbruikt door de liquiditeitstekorten van de andere sector. Hierbij is de vermogensallocatie binnen het concern dus ter sprake; hoewel de vermogensmarkt stellig ook niet feilloos werkt, vraagt men zich wel af of er niet bij de vermogensallocatie binnen een concern aan verkeerde neigingen kan worden toegegeven waaraan de vermogensmarkt niet bloot

staat. En hier ligt ook het vraagstuk van investeringen of investeringsachtige uitgaven die, naar het zich laat aanzien, niet tot het dividendrendement zullen bijdragen, of slechts beperkt dan wel eerst op lange termijn. Te denken valt aan verliesfinancieringen en uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling. Verliesfinancieringen zijn een alternatief voor onmiddellijke liquidatie van een ondernemingssegment en het is dan uiteraard mogelijk dat deze verliesfinancieringen de voorkeur verdienen. Zij hebben dus een verliesverminderende werking en het beperken van verliezen kan even belangrijk zijn als het vergroten van winsten. In zoverre kunnen zij rekenkundig gezien nog een hoog intern rendement hebben. Maar zij dragen stellig niet bij tot de onmiddellijke verbetering van de mogelijkheid weer tot dividend-uitkering te komen en ook niet tot een verhoging van het dividend nadat de periode, waarvoor verliesfinanciering is geschied, is verstreken. Men denke hierbij aan het vraagstuk van de 'barriers to exit'¹⁰. De middelen benodigd voor deze verliesfinanciering moeten dus intern vrij komen uit winstgevende sectoren van de onderneming en mogen niet dividend- of interestplichtig zijn. Uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling bieden vergelijkbare problemen.

Naast de problematiek diversificatie versus specialisatie staan de vraagstukken van verticale integratie in het kader van een overlevingsstrategie. Ook hierover is reeds veel geschreven en ik ga er dan ook niet op in.

Hoe verschillend is deze benadering van het investeringsvraagstuk van die welke bijv. verlangt dat alle op de een of andere wijze beschikbaar gekomen investeringsprojecten gerangschikt worden naar volgorde van afnemend intern rendement.

De micro-economische financieringstheorie besteedt uiteraard geen aandacht aan de invloed die de ter hand genomen of aanbevolen projecten zullen hebben op de toekomstige balansen en resultatenrekeningen. Stellig is een dergelijke prognose erg lastig, maar gezien de betekenis die aan de jaarrekening wordt gehecht door vermogensverschaffers vormt deze exercitie een onmisbaar bestanddeel van de investeringsproblematiek. Uiteraard gaat het hier om de sfeer van de *financial accounting* met haar begrippen zoals winst per aandeel, vermogensverhoudingen afgeleid uit de balans, liquiditeitsproblemen e.d. waarvan de financieringstheorie in haar zuivere vorm terecht abstraheert. Maar de klemmende vraag doet zich voor of op basis van deze zuivere financieringstheorie wel ondernemingsprognoses kunnen worden opgesteld. Ik ben geneigd deze vraag ontkennend te beantwoorden. De prognoses van de genoemde financieringstheorie zijn beperkt tot projecten, eventueel optimaal met elkaar gecombineerd, voor de ene periode of voor de perpetuïteit die wij reeds noemden. Maar voor ondernemingsprognoses is hierin geen plaats.

Het is nu mogelijk te komen tot een invulling van het reeds enkele malen gehanteerde begrip bedrijfseconomische tijd, waarin de onderneming, gezien als coalitie, zich zal willen handhaven en waarin een investerings- en financieringsstrategie moet worden geformuleerd. De vraag is wat er kan gebeuren in deze bedrijfseconomische tijd en daarbij gaat het om positieve en negatieve invloeden. De volgende punten kunnen worden genoemd.

1. Er bestaat de mogelijkheid van het optreden van het actief en passief inkomensrisico. Het actief inkomensrisico betreft de vraag welke mogelijkheden het ondernemingsbestuur zal hebben om nadat de thans aanwezige activa aan het einde van hun economische levensduur zijn gekomen, nieuwe renderende activiteiten te ontplooiën, op basis van in de onderneming aanwezige hulpbronnen, resp. de bestaande activiteiten op rendabele basis voort te zetten. Hier komt dus het vraagstuk van de verliesfinancieringen en de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling weer naar voren. Het passief inkomensrisico betreft de vraag naar de stabiliteit van de rendementseisen van de vermogensverschaffers. Er is natuurlijk geen sprake van dat deze rendementseis in de tijd constant is.
2. Voorts is er het actief en passief kwaliteitsrisico. Dit risico betreft de vraag hoe de verwachtingen en de risicohouding van de vermogensverschaffers zich in de loop van de tijd zullen ontwikkelen. De vermogensmarkt kan collectief bepaalde deelactiviteiten resp. de totale activiteit van een onderneming anders gaan beoordelen dan voorheen en hier onmiddellijk aan verbonden is dan de vraag hoe de vermogensverhoudingen zullen worden beoordeeld. Vermogensverhoudingen die op moment a acceptabel worden geacht, kunnen op moment b niet meer aanvaardbaar zijn en andersom. De nominale bedragen van vreemd vermogen spelen hier een rol, maar ook elders.
3. Het derde risico, het hoofdsomrisico, is het risico betreffende de verkoopopbrengst van activa die in principe niet bestemd zijn voor de verkoop, maar in noodsituaties met betrekking tot de liquiditeit daar wel voor in aanmerking kunnen komen. Dat is de actiefzijde van dit risico. Het passief hoofdsomrisico betreft de vraag hoe lang het duurt voordat verzamelde liquiditeiten de beste lonende bestemming hebben gevonden. In pregnante vorm doet dit actief en passief hoofdsomrisico zich voor bij financiële instellingen, maar het is uiteraard in principe ook aanwezig bij niet-financiële ondernemingen.
4. Tenslotte is er de vraag naar de dekking van de periodieke vaste uitgaven. Deze uitgaven kunnen hun oorsprong in verschillende situaties hebben: zij kunnen verbonden zijn aan de uitgaven onmiddellijk samenhangende met de produktie; uitgaven samenhangende met de financieringsopzet of met frequente noodzaak tot vervanging van activa resp. herfinanciering. Hier *kan* uiteraard diversificatie van groot nut zijn, dan wel andere maatregelen ter stabilisatie van de ontvangsten.

De antwoorden van de ondernemingsleiding die als doel heeft de continuïteit van de onderneming, het vergroten van de overlevingskansen, zijn onder meer gelegen in een op dat doel, gegeven de bedreigingen en kansen in de economische omgeving, gericht investerings- en financieringsbeleid of strategie. Het is niet mogelijk om hier in detail de eisen te behandelen die bij de nadere vormgeving aan een investerings- en financieringsstrategie kunnen of moeten worden gesteld. Zij hangen immers ook duidelijk samen met de positie van de afzonderlijke onderneming. De ene onderneming zal een andere strategie moeten voeren dan de andere en er zijn uiteraard ondernemingen, die slechts een beperkt gamma van mogelijke antwoorden

op bedreigingen en kansen beschikbaar hebben. Als wij een uiterste moeten noemen, dan is dat de monoproduktonderneming waarvan het produkt weinig of geen verdere mogelijkheden tot produktvariatie of produktverbetering biedt, die geen afgeschermd marktsegment bezit, een zwakke financieringsstructuur heeft en een beperkte cash-flow, en geconfronteerd met hoge periodieke vaste uitgaven. De mogelijkheden voor een dergelijke onderneming om een gepaste strategie te voeren zijn beperkt en de onderneming dreigt een speelbal te worden van de ontwikkelingen. Aan het andere uiterste staat de grotere multiproduktonderneming, die een omvangrijke produktportefeuille heeft en op verschillende marktsegmenten werkzaam is, geografisch en anderszins gespreid, een sterke financieringsopzet en een royale, stabiele cash-flow, terwijl de produkten de mogelijkheid bieden van verdere ontwikkeling en de onderneming in staat is tot het brengen van nieuwe produkten.

Maar in elk geval, twee dingen staan wel vast. In de eerste plaats dat de micro-economische financieringsmodellen niet toereikend zijn en misschien een verdere bestudering van de in de werkelijkheid waargenomen beslissingen in de weg staan resp. van de idealiter te nemen beslissingen op het gebied van investering en financiering, gegeven de overlevingsdoelstelling. In de tweede plaats heeft het woord strategie, wat ook de exacte definitie daarvan moge zijn, in elk geval betekenissen die aansluiten bij de werkelijkheid waarin de onderneming zich wil handhaven. Het woord strategie impliceert het spel van zet en tegenzet, zoals bekend een situatie die zich dagelijks in het bedrijfsleven manifesteert. Op deze wijze kan het verwachte gedrag van rivalen, waarvan in de optimalisatiemodellen geheel wordt geabstraheerd, terwijl het toch een belangrijke factor is, in de besluitvorming worden betrokken. Daarnaast ligt er een verband met het vooruitzien en vooruitdenken op langere termijn, over een reeks van perioden.

Ten vierde houdt het begrip in het inzetten van de hulpmiddelen waarover de onderneming beschikt voor het doel van het overleven volgens een omvattend en doordacht plan. De investerings- en financieringsbeslissingen mogen niet los van een dergelijke overlevingsstrategie worden overwogen, maar dienen er uit voort te vloeien. Stellig biedt de gedachte van een investerings- en financieringsbeleid gericht op overleven perspectieven voor de drie opdrachten die de bedrijfseconomie zich terecht stelt, het verklaren en voorspellen, alsmede het opstellen van normen. Er komt dan misschien ook wat meer waardering, althans begrip, voor de financieringsregels besproken in het eerste deel van dit college.

Noten

1 Reeds in het begin van deze eeuw ontbrandde met name in Duitsland de strijd over het karakter van de toen nog zeer jonge bedrijfseconomie. Tegenover wetenschappers zoals Schmalenbach, die meenden dat de bedrijfseconomie aanwijzingen en recepten kon geven, stonden voorstanders van de bedrijfseconomie als empirische wetenschap. Zie hierover Adolf Moxter, *Methodologische Grundfragen der Betriebswirtschaftslehre*, Keulen 1957. Zie voorts het artikel van Schmalenbach 'Die Privatwirtschaftslehre als Kunstlehre' in het 'Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung', 1911/1912, p. 304-316; herdrukt in de bundel vermeld in noot 3.

2 Zie bijv. Dietmar von Engelhardt, *Risikobereitschaft bei betriebswirtschaftlichen Entscheidungen*, Berlijn 1982.

3 Enige discussie over dit onderwerp is te vinden in de bundel *Auffassungen und Wissenschaftsziele der Betriebswirtschaftslehre*, verzorgd door Marcell Schweitzer, Darmstadt 1978.

4 Wij baseren ons hier met name op Dr. Lous Perridon en Dr. Manfred Steiner, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, München 1980; Joachim Süchting, *Finanzmanagement*, Wiesbaden 1978; Erich Gutenberg, *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, derde deel *Die Finanzen*, Berlijn 1969; Dr. Dietrich Härle, *Finanzierungsregeln und ihre Problematik*, Wiesbaden 1961; Dr. K. Schacht, *Die Bedeutung der Finanzierungsregeln für unternehmerische Entscheidungen*, Wiesbaden 1971; Prof. Dr. Helmut Lipfert, *Finanzierungsregeln und Bilanzstrukturen*, bijdrage tot de bundel *Finanzierungshandbuch*, verzorgd door Dr. Hans Janberg, Wiesbaden 1970, alsmede Karl Oettle, *Unternehmerische Finanzpolitik*, 1966. Voor Nederland is zeer duidelijk Dr. A. J. A. Prange, *Financiering van de onderneming*, Delft 1953. Zie ook Prof. Dr. Dietrich Börner, *Die Bedeutung von Finanzierungsregeln für die betriebswirtschaftliche Kapitaltheorie*, in *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, jaargang 1967, p. 341 e.u.

5 Een opsomming van zeven principes voor de financiering is te vinden bij Konrad Mellerowicz, *Betriebswirtschaftslehre der Industrie*, 1958, eerste deel, aangehaald bij het boven vermelde werk van Oettle, p. 201. Men denke voor Nederland aan de twee beginselen van De Lange, het kostenbeginsel en het beginsel van de verzekerde vermogensbeschikbaarheid. Dr. A. Th. de Lange, *Beleidselementen in een dynamische financieringstheorie*, Leiden 1957.

6 Zie het artikel van Günther Schwanz, 'Pluralismus in der Betriebswirtschaftslehre', in de bundel vermeld in noot 3, alsmede Werner Kirsch, 'Zur Problematik' 'optimaler' 'Kapitalstrukturen', *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 1968, p. 881 e.u. Het artikel van Schwanz is ook te vinden in het *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung*, 1973 p. 131 e.u.

7 Aangehaald bij Dr. Dirk Standop, *Optimale Unternehmensfinanzierung*, Berlijn 1975, p. 42 noot.

8 Zie Prof. Dr. Günter Sieben und Dipl. Kaufmann Wolfgang Goetzke 'Investitionskalküle unter Berücksichtigung pluralistischer Interessen' in *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Berlin 1976.

9 Zie Klaus H. Dunst, *Portfolio Management*, Berlijn 1979; Burkhard F. Wittek, *Strategische Unternehmensführung bei Diversifikation*, idem 1980.

10 Zie hierover Kathryn Rudie Harrigan, *Strategies for Declining Businesses*, Lexington 1980, alsmede Michael Porter, *Competitive Strategy*, New York 1980.