

ALLOCATIE EN ANALYSEPROBLEMEN IN DE ONDERNEMINGSFINANCIERING¹⁾

door Dr. W. J. de Ridder

Vermogensschaarste

In het achter ons liggende decennium hebben zich op de geld- en kapitaalmarkten opmerkelijke ontwikkelingen voorgedaan. De rente bereikte op verschillende momenten recordhoogten en moest lange tijd met twee cijfers worden aangegeven. Een hoge rentestand is steeds een indicatie voor een grote mate van vermogensschaarste op de geld- en kapitaalmarkt en typerend voor een situatie waarin er verhoudingsgewijs veel vraag naar vermogen is. Ondanks de hoge prijs, die hiervoor in het laatste decennium moest worden betaald, zijn de omzetten op de vermogensmarkten sterk toegenomen, hetgeen onder meer het gevolg is geweest van de omvangrijke bedragen die het bedrijfsleven ten behoeve van zijn financiering heeft opgenomen. Onder de geldende inflatoire omstandigheden bleek de zelffinancieringscapaciteit van de ondernemingen in hoge mate te kort te schieten, terwijl de rentabiliteit van het ondernemende vermogen in vrijwel alle gevallen onvoldoende was om een emissie van risico-dragend vermogen mogelijk te maken. Bij gebrek aan alternatieven is daarom voor de financiering van de onderneming in sterke mate gebruik gemaakt van niet-ondernemend vermogen dat in veel gevallen door het bankwezen en de institutionele beleggers ter beschikking is gesteld.

De hier geschetste ontwikkelingen kunnen zich overigens niet in dezelfde mate blijven voortzetten. Weliswaar hebben de vermogensverschaffers zich veel moeite getroost om de kredietwaardigheidsbeoordeling zodanig te verbeteren, dat ook bij de nieuwe vermogensverhoudingen een basis voor de kredietverlening kan worden gevonden (zie hiervoor o.m. W. E. Scherpenhuijsen Rom 1977, pag. 164), maar een rendementsverbetering van het bedrijfsleven mag niet langer uitblijven. Temeer als wordt ingezien, dat bij een lage rentabiliteit de fiscale voordelen van de rentelast verbleken en het zelfs bij beurs-n.v.'s niet meer een zeldzaam verschijnsel is, dat de van de collegebanken bekende hefboomwerking een „magnified losses”-effect veroorzaakt.

Voortzetting van de vermogensschaarste bij het geldende rentabiliteitsniveau zal op de langere termijn ongetwijfeld gevolgen hebben voor de mate waarin het bedrijfsleven een beroep kan en wil doen op de voor haar thans belangrijke financieringsbronnen. In veel gevallen zal de onderneming trachten haar behoefte aan additionele middelen te verminderen niet alleen door het afremmen van investeringen maar vooral ook door haar beleid op het gebied van de middelenallocatie in de onderneming te verbeteren en op deze wijze zuiniger met de beschikbare middelen om te gaan. Met name op het gebied van de werkkapitaalfinanciering worden vaak reeds opmerkelijke resultaten geboekt. Daarnaast komt het

¹⁾ De auteur is dank verschuldigd aan Drs. Th. Beekhuizen, verbonden aan INSEAD/CEDEP te Fontainebleau, Frankrijk, voor zijn opmerkingen bij een eerdere versie van dit artikel.

voor dat de vermogensstructuur van de onderneming geen additionele kredietverlening toelaat omdat de financiers het solvabiliteitsrisico hiervoor te groot achten. In dit verband mag worden opgemerkt dat de belangstelling voor de kwantitatieve risico-indicaties van ondernemingen toeneemt. In de Verenigde Staten worden met dit doel „ratings” gehanteerd, die door onafhankelijke commissies van deskundigen worden opgesteld en op de kapitaalmarkten een groot aanzien genieten. In Frankrijk informeert de centrale bank het bankwezen regelmatig over de risicokwalificatie die zij aan de daar gevestigde ondernemingen heeft toegekend. Ook in ons land mag „credit-scoring” zich in een grote belangstelling verheugen.

Het komt ons voor dat de geschetste problemen van ondernemer en financier onderling ten zeerste met elkaar zijn verbonden. Beiden zijn gehouden zich reenschap te geven van de methodieken, waarmee de zich aandienende vraagstukken tot een bevredigende oplossing kunnen worden gebracht. Het is aan de theoretici op het gebied van de leer van de ondernemingsfinanciering hierbij een helpende hand te bieden. In een poging hiertoe komen wij tot de slotsom dat de zich manifesterende liquiditeitsproblematiek tot een andere houding ten aanzien van de geldende methoden voor de hieronder nader te omschrijven strategische allocatie van middelen in de onderneming kan leiden, terwijl een nieuwe systematiek ten aanzien van de tactische middelen-allocatie alle aandacht verdient. Indien de voorgestelde zienswijze voor de praktijksituatie relevant is kan deze tevens dienen als nieuw meetpunt voor de externe solvabiliteitsanalyse. Immers indien de onderneming maatregelen treft om zo zuinig mogelijk het beschikbare vermogen aan te wenden, dan ligt het in de lijn van de verwachting, dat dit repercussies heeft voor de financiële structuur zoals deze in de balans van de onderneming wordt getoond. Dit gegeven is aanleiding om in dit artikel de allocatie- en de analyseproblematiek tezamen aan de orde te stellen.

Strategische allocatieproblemen van de onderneming

De theorie van de ondernemingsfinanciering heeft met name in de jaren na de tweede wereldoorlog nieuwe methoden ten behoeve van de investeringsselectie in de onderneming voortgebracht. In de meeste gevallen beoogden deze de keuze van de meest rendabele investering of de optimale allocatie van een beschikbare hoeveelheid middelen over de ter beschikking staande investeringsprojecten. Het moet daarbij als een teleurstelling zijn ervaren, dat de voortgang op dit gebied in de praktijk zo weinig weerklank heeft gevonden. Op zoek naar de oorzaak hiervan stuiten wij in de eerste plaats op de omstandigheid, dat de voor de berekening van het rendement van de investering te hanteren vermogenskostenvoet doorgaans is gebaseerd op een niet-reële veronderstelling ten aanzien van de rendementseisen van de verschaffers van het risico dragend vermogen. Deze vormen immers geen „hard” gegeven, omdat het openhouden van de toegang tot de emissiemarkt niet langer tot de realiseerbare doelstellingen van de onderneming mag worden gerekend. Het komt ons voor, dat de renteverplichting ten aanzien van het niet-ondernemende vermogen reeds in veel gevallen ook relevant wordt geacht om als kostenvoet van ondernemende vermogenscomponenten te dienen.

Daarbij doet zich de situatie voor dat de turbulente rente-ontwikkeling een ver-

onderstelling voor de omvang van de vermogenskostenvoet voor een langere termijn ongewenst maakt, terwijl de hoogte van de rentevoet de contante waarde van de in latere jaren te verwachten kasstromen spoedig van geringe omvang doet zijn. De meeste aandacht wordt dan ook gegeven aan de uitkomsten in de eerste jaren van de levensduur van de investeringsprojecten.

Daarnaast mag op een andere omstandigheid worden gewezen, die medebepalend is voor de negatie van de vooruitgang op theoretisch gebied. In de praktijksituatie blijken investeringsalternatieven in veel gevallen dunner gezaaid dan voor een beoordeling in theoretische zin wenselijk is. Vaak hebben investeringen immers een marginaal karakter of zijn om technische en commerciële redenen essentieel voor de continuïteitshandhaving van de onderneming. De marktstrategie, uitgedrukt in termen van omzet of marktaandeel blijkt dan in belangrijke mate meer invloed uit te oefenen op de samenstelling van de investeringsportefeuille dan de rendementsanalyse. Deze laatste blijft dan beperkt tot een globale toetsing aan gestelde minimum-rendementseisen.

Niettemin moet aan de financiële deskundige van de onderneming een belangrijke rol bij de strategische allocatie van de financiële middelen worden toegekend. Deze rol betreft in toenemende mate de beoordeling van de invloed, die de voorgestelde investeringen hebben op de liquiditeit van de onderneming. Daarmee worden met name defensieve aspecten van de financiering benadrukt. In dit verband is het opvallend, dat het werk van Donaldson nog steeds de aandacht trekt en zich mag verheugen in een toenemende belangstelling (Donaldson, 1969). Voor een goed begrip van deze toetsingstaak moet worden onderkend, dat iedere investering voor een langere termijn liquide middelen vastlegt en daarmee de liquiditeit van de onderneming beïnvloedt. Het is daarbij van belang om te onderzoeken in welke mate de aanwezige leencapaciteit wordt aangetast en de hoedanigheid van de in het werkkapitaal vastgelegde middelen er door wordt gewijzigd. Indien de investering de liquiditeitspositie ernstig verslechtert, zal de termijnstructuur van de kasstromen van de investering een belangrijke rol in het toetsingsproces spelen. Het ligt dan ook in de lijn van de verwachting, dat het aloude terugverdiëntijd criterium bij de investeringsselectie steeds vaker in ere zal worden hersteld. Immers waar de kans op een insolventie als een reële moet worden aangemerkt, zal de terugverdiëntijd mogelijk zelfs de belangrijkste overweging bij de besluitvorming zijn. Deze ontwikkeling verklaart mede de grotere aandacht voor de eerste jaren van de planperiode, waarvan eerder in deze paragraaf sprake was.

Tactische allocatieproblemen van de onderneming

De problematiek, waaraan in de tijd gerekend een geringe draagwijdte wordt toegekend, wordt wel tactische of korte termijnproblematiek genoemd (zie hiervoor ook: de Ridder, 1977, pag. 39). Dit onderdeel van de ondernemingsfinanciering heeft in tegenstelling tot het terrein van de strategische vraagstukken zowel in de theorie als in de praktijk weinig aandacht gekregen. Deze geringe belangstelling wordt wel toegeschreven aan de veelal op technische gronden bepaalde gegevens betreffende productie- en levertijden, terwijl commerciële usances ten aanzien van leverings- en betalingsvoorwaarden niet dikwijls kunnen worden genegeerd. In toenemende mate wordt evenwel onderkend, dat de werkkapitaal-

componenten verhoudingsgewijs aanzienlijke kapitaal- en vermogensbestanddelen vormen, waarbij het aantal endogene factoren aanzienlijker blijkt te zijn dan vaak wordt verondersteld. Er is dan ook ruimte voor aan de financiële omstandigheden aangepast voorraadbeheer en aan een actief beleid ten aanzien van de debiteurenbeheersing, waarbij niet zelden belangrijke resultaten worden geboekt.

Geheel in de lijn met deze praktijkervaringen is de constatering, dat de nieuwe edities van veel leerboeken op het terrein van de ondernemingsfinanciering meer plaats inruimen voor het werkkapitaalbeleid. Het is evenwel opvallend dat er weinig aandacht wordt besteed aan de noodzaak om tot een afstemming van het beleid t.a.v. de verschillende werkkapitaalcomponenten te komen. Niettemin is dit een ook voor de praktijk dringend gewenste activiteit om vermijdbare verliezen te voorkomen. Deze integratie kan vanwege de beperkte planhorizon en de mede daaraan verbonden geringere onzekerheden tot stand worden gebracht waarbij de bij de strategische allocatieproblematiek van minder betekenis geworden conceptie van de vermogenskostenvoet goede diensten kan bewijzen. Op basis van genoemde kostenvoet kunnen de financieringskosten in het werkkapitaalbeleid worden geëxpliciteerd en afgewogen tegen de veelal technisch bepaalde voorraadproductie- en leveringskosten (De Ridder, 1977, hoofdstuk 3). Met behulp van een in een model tot uitdrukking gebracht werkkapitaalbeheersingssysteem kan de tot standkoming van de optimale allocatie van de financiële middelen op de korte termijn worden beschreven. (De Ridder, 1977, hoofdstuk 4).

Kennisname van het afwegingsproces van de verschillende kostensoorten geeft ook nadere informatie over die werkkapitaalcomponenten, waarbij de financieringskosten tot de beleidsbepalende factoren moeten worden gerekend. Indien de mede door de liquiditeitspositie van de onderneming beïnvloede omvang van de vermogenskostenvoet zich wijzigt, zal ook de omvang van het in deze werkkapitaalcomponenten geïnvesteerde vermogen veranderen en een middenstroom genereren die op alternatieve wijze kan worden aangewend. Aldus wordt inzicht verkregen in de instrumenten die voor het liquiditeitsbeleid van veel belang kunnen zijn en tevens een plaats verdienen bij de beoordeling van de liquiditeit, wanneer strategische allocatiebeslissingen aan de orde zijn.

Insolventie-analyse en de liquiditeit van de onderneming

De door ons voorgestane benadering van de liquiditeitsproblematiek is tevens van belang voor de externe beoordeling van de solvabiliteit van de onderneming. Nu moet er onderscheid worden gemaakt tussen de beoordeling van de solvabiliteit enerzijds en van de liquiditeit anderzijds. Het komt ons voor dat eerstgenoemde doorgaans in verband wordt gebracht met het voortbestaan van de onderneming in juridische zin, terwijl liquiditeit betrekking heeft op de handhaving van de continuïteit in alle bedrijfsprocessen van de onderneming (De Ridder, 1977, pag. 4).

Niettemin zal de externe analist er goed aan doen zich voor de solvabiliteitsbeoordeling op het ruimere liquiditeitsbegrip te richten, omdat bij een verstoring van de continuïteit in een onderdeel van het bedrijf vanwege een tekort aan financiële middelen het gezag van de onderneming ten aanzien van haar financiers sterk afneemt. Het gevolg hiervan is, dat niet alleen de externe financiering nog

meer problemen zal geven, maar dat tevens een aantal instrumenten in het liquiditeitsbeleid van geringere betekenis wordt. Deze situatie zal dan ook zoveel mogelijk worden vermeden, hetgeen voor de analyse van solvabiliteit de besturing van de instrumenten ten behoeve van het liquiditeitsbeleid inhoudt. Dit brengt ons tot de noodzaak om in dit kader metingen van de werkkapitaalpositie te verrichten, omdat het volgens het hiervoren beschreven liquiditeitsmodel in de reden ligt de omvang van het werkkapitaal als afhankelijke variabele van de liquiditeit te veronderstellen. Eerste testresultaten geven bemoedigende uitkomsten, maar nog veel research moet worden verricht om het werkkapitaal als meetpunt in de analyse van de kans op insolventie van de onderneming voor praktische toepassing bruikbaar te doen zijn (De Ridder, 1977, pag. 168).

Slot

De vermogensschaarste in het laatste decennium leidt bij veel ondernemingen tot een verscherping van de financieringsproblematiek, terwijl bij veel verschaffers van niet-ondernemend vermogen de belangstelling voor solvabiliteitsanalyse toeneemt. Het gevolg hiervan is een herwaardering van de in theorie en praktijk in gebruik zijnde methoden ten behoeve van de investeringsbeoordeling en -selectie, terwijl het werkkapitaal niet alleen meer aandacht krijgt maar ook als instrumentarium van een liquiditeitsbeleid een meer expliciete plaats krijgt toebedeeld. Dit feit biedt de externe analist nieuwe meetpunten bij zijn beoordeling van de kans op insolventie van de onderneming. In het licht van de actuele ontwikkelingen op de geld- en kapitaalmarkt en de aanknopingspunten, die de theorie biedt mag de allocatie- en de analyseproblematiek tot één van de meest belangwekkende researchgebieden in de ondernemingsfinanciering worden gerekend.

Literatuur

- G. Donaldson, Strategy for financial emergencies, Harvard Business Review, nov./dec. 1969.
W. J. de Ridder, Liquiditeitsanalyse en liquiditeitsbeleid in de onderneming, H. E. Stenfert Kroese te Leiden, 1977.
W. E. Scherpenhuijsen Rom, Beleidsoverwegingen in de kredietverlening, Bank en Effectenbedrijf, mei/juni 1977.