

DE HUIDIGE POSITIE VAN HET AANDEEL. Openbare les bij de aanvaarding van het ambt van lector aan de Nederlandse Economische Hogeschool te Rotterdam door J. C. Brezet

door Prof. Dr J. F. Haccoü

De openbare les, met welke J. C. Brezet het lectoraat in de bedrijfshuishoudkunde aan de Nederlandsche Economische Hoogeschool heeft aanvaard, geeft aan het begin en aan het einde een paar behartigenswaardige woorden. Aan het begin stelt hij, in navolging van Thierry en anderen, dat de grenslijn tussen algemene en bedrijfseconomie steeds meer vervaagt; aan het einde dat van de bedrijfseconoom een bruikbare en verantwoorde combinatie van praktische zin en theoretisch inzicht, alsmede de vorming van een eigen oordeel wordt verwacht.

Tussen dit begin en einde ligt het onderwerp van bespreking: de huidige positie van het aandeel als beleggingsobject. Reeds in de titel liggen belangrijke beperkingen: het gaat om een tijdsbeeld (de huidige positie) en dan nog alleen om het aandeel als beleggingsobject. Niet dus om het aandeel in handen van de ondernemer-financier, dat slechts éénmaal terloops even ter sprake komt, en dat in handen van de speculant, doch om de aandeelhouder als belegger in zijn verhouding tot de vrager van risicodragend vermogen op de kapitaalmarkt; deze wordt gevormd door dat deel der vermogensmarkt, waarop vraag naar en aanbod van vermogen op lange termijn elkaar ontmoeten. Van deze kapitaalmarkt nu wordt dat complex van deelmarkten behandeld, waarop vraag naar en aanbod van aandelen samenkomen. De aard van de openbare les bracht voorts naar het oordeel van Brezet mede, dat niet-economische facetten buiten beschouwing blijven. Indien zij desondanks incidenteel ter sprake komen, is de formulering soms niet gelukkig: de stelling bv. dat een aanmerkelijk belang fiscaal uitsluitend aanwezig zou zijn indien iemand met zijn bloed- en aanverwanten tot in de tweede graad der zijlinie *meer dan 1/4 van het gestorte kapitaal heeft* klopt niet met de ruimere omschrijving van art. 19 van het Besluit Inkomstenbelasting, „voor meer dan een vierde gedeelte van het nominaal gestorte kapitaal *middellijk of onmiddellijk aandeelhouder* is geweest” (cursiveringen van mij). Behalve het juridische, het fiscale en het sociale gezichtspunt laat Brezet ook de psychologische aspecten van de aandelenmarkt buiten beschouwing, hetgeen naar onze mening minder gelukkig is, indien men de prijsvorming op deze markt en de onderlinge verhouding der marktpartijen wenst te bespreken.

Vraag naar aandelen.

Met betrekking tot het aanbod van risicodragend vermogen constateert Brezet, dat de positie van de individuele belegger zwak is. Het concentratieverschijnsel heeft zich hier slechts in relatief zeer beperkte omvang voorgedaan (blz. 6). Wel ziet hij hier de beleggingsmaatschappijen, doch hun beleggingen hebben in het kader der gehele markt slechts een beperkte betekenis; wel ook ziet hij het aanmerkelijk belang, doch dan gaat het veelal niet meer om beleggers pur sang. Deze groot-aandeelhouders zijn uiteraard verre van onmondig, maar zij vormen, aldus Brezet, niet de typische Nederlandse aandeelhouder.

Zodoende komt hij tot de conclusie, dat van een individuele invloed van betekenis op de aandelenmarkt als geheel geen sprake is; de positie van de individuele aandeelhouder doet denken aan die van de druppel in de oceaan. Hij erkent, dat zich wel de situatie voordoet waarbij de beursomzet van een bepaald aandeel relatief klein is, waardoor aan- en verkooporders van individuele aandeelhouders reeds invloed op de koers hebben. Dit betekent evenwel nog niet, dat deze aandeelhouders ook bij emissies een sterke positie innemen. Dan toch bestaat de mogelijkheid, dat een betrekkelijk groot aantal stukken aan de markt komt, waarbij de machteloosheid van de individuele aandeelhouder duidelijk aan het licht treedt. Bovendien hebben zelfs grote beleggers, in de regel risicospreiding toepassende, slechts betrekkelijk weinig stukken van elk afzonderlijk aandeel, zodat ook per deelmarkt de individuele aandeelhouder geen invloed van betekenis oefent.

Met betrekking tot de doorzichtigheid der markt constateert Brezet, dat het bij belegging in aandelen kenmerkend is, dat de particuliere beleggers in hoge mate ondeskundig zijn ten aanzien van het verhandelde object. Hij geeft als zijn oordeel, dat deskundigheid ten aanzien van aandelen op zichzelf een zeer moeilijke zaak is. Moeilijk is, aldus de schrijver, elk oordeel, waarbij toekomstverwachtingen een grote rol spelen, moeilijk is dus ook de taak van de ondernemer, wiens functie, aldus alweer Brezet, toch eigenlijk bestaat uit het nemen van zo juist en voordelig mogelijke beslissingen in het licht van dergelijke verwachtingen; de beslissing van de belegger nu wordt moeilijk in

het kwadraat, omdat hij, als hij het goed wil doen, zich, naast over andere dingen, een oordeel zal moeten vormen over de wijze, waarop de ondernemers oordelen. Hiertoe nu is de gemiddelde belegger grotendeels incapabel: voor het verkrijgen van voldoende deskundigheid ontbreekt hem zelfs de tijd en indien hij deze al zou hebben, dan ontbreken de nodige gegevens tengevolge van de zeer spaarzame — om niet te spreken van volkomen onvoldoende — mededeelzaamheid van de meeste Nederlandse ondernemingen. De aanzienlijke hoeveelheid kennis en inzicht, voor de juiste beoordeling nodig, bestaat eigenlijk alleen bij een gering aantal particuliere beleggers van een totaal van het gemiddelde afwijkend type. Voor de grote groep der zelf niet-deskundige beleggers geldt, dat zij de belegging voor een gedeelte overlaten aan beleggingsmaatschappijen, doch grotendeels steunen op adviezen voornamelijk van banken, commissonnairs en de financiële pers dan wel zonder meer — en dit speciaal bij emissies — vertrouwen stellen in de ondernemingen, welke vermogen vragen. Deze adviseurs op hun beurt moeten voor het verkrijgen van inlichtingen voor een groot deel ook weer steunen op de publicaties der ondernemingen.

In deze adviezen valt een grote mate van onderlinge paralleliteit op in die zin, dat het voor vele Nederlandse aandelenbeleggers zo kenmerkende optimisme, zowel ten aanzien van aandelenbelegging in het algemeen als van individuele aandelen weinig of niet wordt getemperd.

Tenslotte constateert Brezet, dat de weinige deskundigheid van de beleggers voorts oorzaak is, dat zij op vrij uniforme wijze reageren op bepaalde gebeurtenissen en stemmingen.

Een beeld als marktbeeld vrij somber: groot aantal aanbieders van vermogen, minder grote marktkennis en een weinig geremd vertrouwen in de mogelijkheden van belegging in aandelen.

Aanbod van aandelen.

De andere zijde van de markt omvat de vraag naar het risicodragend kapitaal (waarom hier niet de in de bedrijfseconomie meer en meer ingang vindende term „vermogen“ gebruikt?), welk begrip hier volgens de auteur zonder bezwaar door aanbod van aandelen kan worden vervangen. Twee categorieën van aanbieders worden onderscheiden: de spaarders die aandelen wensen te verkopen en de ondernemingen, welke aandelen emitteren.

Ten aanzien van verkopende spaarders is Brezet kort: hij constateert, dat de beschouwingen hieromtrent in principe dezelfde zijn als aan de vraagzijde en meent, dat hier eigenlijk geen sprake is van afzonderlijke vraag- en aanbodcurven, gevolg van het feit, dat de verkoper een subjectieve waardering heeft voor het artikel. Brezet meent, dat hier het vraagstuk zo kan worden gesteld, dat elke belegger voor een bepaald aandeel één curve heeft, welke aangeeft hoeveel stukken hij daarvan bij verschillende koersen bereid is te kopen resp. te verkopen en dat de individuele curven gesommeerd een totale vraag/aanbodcurve zouden geven, waarvan het snijpunt met de Y-as de hoogte van de koers bepaalt. Het komt mij voor, dat hiermede dit punt wel zeer eenvoudig wordt afgehandeld. In de eerste plaats alweer omdat de totale curve op de markt van ter markt gekomen aandelen niet wordt bepaald door de beleggers alleen, doch ook door de andere partijen. In de tweede plaats echter, omdat de belangrijkste verhandeling in de tijd juist wordt gevormd door de handel in ter markt gekomen aandelen: de emissie is in principe maar eenmalig met eventueel een na-verkoop als zij niet zou zijn geslaagd.

Het belangrijkste echter is m.i. dat het hele schematische beeld van Brezet van vraag en aanbod hier niet juist is. De basis voor de waardering van aandelenbezitter en gegadigde is niet een subjectieve, tenzij men de verwachting van de betekenis voor het streven naar inkomen en/of vermogensaanwas als zodanig wil kwalificeren. Het is m.i. ook niet juist, dat de beleggers een schaal van waardering hebben, waartegen zij willen kopen of verkopen; voor elke handeling op de effectenmarkt bestaat een oorzaak en deze kan zijn gelegen bij het fonds zelf, bij de alternatieve mogelijkheden van een aantal fondsen of bij de algehele vermogenspositie van de belegger; een enkele keer ook wel eens bij een buiten-economisch-subjectief-element, bijv. in een vergadering van aandeelhouders aanwezig te willen zijn. Maar in het algemeen bepalen objectieve overwegingen het handelen met betrekking tot de aandelen. Daarbij nu ligt de zaak in het algemeen zo, dat hier op de markt vraag en aanbod elkaar ontmoeten, doordat een beperkt aantal uit de veelheid van beleggers hun aandelen aanbieden en tegenover zich vinden — afgescheiden van andere marktfiguren, waaronder de hoekman — een beperkt aantal gegadigden. Noch aan de zijde van de vraag, noch aan die van het aanbod een druppel in een oceaan, doch enkele druppels, welke tezamen het plasje maken, terwijl een gedeelte van de plas aan beide zijden nog wordt weggehouden door het inelkaar-sluiten van aan- en verkooporders door de tussenpersonen. De lopende prijs van

het fonds wordt dus in wezen gemaakt door slechts weinig aanbod en weinig vraag, waarbij ongetwijfeld ongelijke kennis (voorwetenschap aan één der zijden, bijzondere kennis enz.) bestaat, doch het is onder de tegenwoordige omstandigheden nog de vraag, of het zelfs in hoofdzaak de beleggers zijn, die het hoofddeel van deze markt uitmaken. Daarbij zou het nodig zijn, dat de auteur zijn begrip belegger zou omschrijven; in het algemeen echter koopt een belegger niet om te verkopen, maar om te beleggen en doet hij zulks dynamisch, dan zal dit tot ruilingen, dus aanbod en vraag, aanleiding zijn.

Tenslotte nog dit: er is *in de regel* geen sprake van een wens bij een marktpartij om alternatief te kopen of te verkopen al naargelang van de koers: een bepaalde marktpartij wil of kopen of verkopen gegeven de toestand van het ogenblik en de verwachtingen voor de toekomst.

Dit slechts als tussenopmerking, omdat ik in het algemeen eerst het betoog wil weer-geven om dan tot een beoordeling te komen.

De tweede categorie aanbieders van aandelen zijn de emitterende ondernemingen. Het aanbod is hier sterk geconcentreerd, waardoor, aldus Brezet, invloed op de markt kan en vaak ook zal worden uitgeoefend, zowel wat betreft het tijdstip van als de koers bij de emissie; de belegger wordt er niet in gekend. Bovendien kan de onderneming zelf bepalen, wat bij de emissie zal worden bekend gemaakt, waarbij de strafrechtelijke en civielrechtelijke sancties maar een geringe preventieve invloed hebben. Mitsdien treffen wij bij dit gedeelte van het aanbod van aandelen dus een groter aantal mogelijkheden tot marktbeïnvloeding en een effectief gebruik daarvan.

Alternatieve mogelijkheden.

De vermogensbezitter, die belegging zoekt, heeft, aldus Brezet, twee belangrijke alternatieven. Voor de eerste, aankoop van obligaties, is de belegger in een zwakke positie. De overheid neemt hier een overheersende positie in: onder de vragers op de markt voor risico-mijdende beleggingen een zeer belangrijke, op de geldmarkt zelfs bijna een monopolie-positie; hierdoor ontstaat voor de vermogensverstrekkers een tendens tot relatief ongunstige leningscondities, tot uiting komend in de hoogte (= laagte) van de rentevergoeding en dikwijls ook in de overige voorwaarden. Via aflosbaarstelling en conversie ondervindt de obligatiehouder hier de nadelige gevolgen van de rentestand, terwijl hij van een rentestijging de nadelige gevolgen in de vorm van een koersdaling ondergaat. Aan de aanbodzijde heeft weliswaar een concentratie in de vorm van een beleggerskartel plaats gevonden, doch de ervaring leert, dat zijn macht die van de overheid niet licht evenaart, terwijl de meeste institutionele beleggers eerder naar een stabiele dan naar een zo hoog mogelijke rentevoet streven en een rentestijging bijv. ver boven de 4% eerder zullen afkeuren dan bevorderen. Door de vraag naar vermogen van anderen, waaronder ondernemingen, wordt in dit beeld slechts weinig verandering gebracht.

Een nog somberder beeld schetst Brezet van belegging in huizen: stijgende onderhoudskosten en een over het algemeen rigoureuze huurstop in nominaal geld. Weliswaar komt dit in de kooprijzen tot uiting, maar de verdere vooruitzichten blijven toch ongunstig; de huurverhoging was op het ogenblik van het uitspreken van de rede nog niet bekend.

Belegging in levensverzekeringen biedt uit een beleggingsoogpunt weinig aantrekkelijks tengevolge van de lage rentevoet, welke in de tarieven is verdisconteerd.

De alternatieven, welke de vermogen-vragende publieke naamloze vennootschap openstaan, zijn bankcrediet, obligatie- en onderhandse leningen en winstinhouding. Hun gzaamenlijk kenmerk is, dat zij relatief goedkoop zijn; voor een dividend van 7% moet de onderneming, door de druk der vennootschapsbelasting, een netto-winst van 14% maken.

Bij bankcrediet nu betaalt de cliënt een rente, welke inclusief de kosten meestal wel beneden dit percentage zal blijven. Tijdelijk lang vermogen is niet schaars; in ruime mate kunnen de ondernemingen obligatie- en onderhandse leningen opnemen, mits de rente iets boven die van overheidsobligaties wordt gesteld.

Nog goedkoper, aldus Brezet, is financiering door winstinhouding, want deze is gratis. Niet-uitgekeerde winst mag geenszins worden beschouwd als tijdelijk door de winstgerechtigden afgestaan, doch geeft in de regel permanente beschikkingsmacht.

Zijn de leningen van derden tijdelijk en hebben zij bepaalde gevaren, in deze tijdelijkheid zijn velerlei schakeringen en in combinatie met winstinhouding kunnen de hier dreigende gevaren worden gereduceerd. De alternatieven zijn dus voor de ondernemingen als vragers van vermogen ook gunstiger dan voor de beleggers.

Deze laatste bevinden zich in een weinig benijdenswaardige positie. Echter dient wel te worden bedacht, dat ook nu nog de positie van de onderneming ten aanzien van de verkrijging van nieuw vermogen van grote betekenis is voor haar bedrijfs-

politiek. Bij de overgrote meerderheid der emissies toch wordt de claim gehanteerd. Op het eerste gezicht lijkt dit een belangrijk voordeel voor de bestaande aandeelhouders; de emissiekoers is 100 % en het toekennen van een claimrecht is een buitenkansje. Echter, in de laatste jaren kan worden waargenomen, dat de koersen van aandelen van ondernemingen, welke emitteren, vaak met tientallen procenten dalen en per saldo levert dan de emissie voor de belegger een verlies. De oorzaak daarvan is, dat de besparingen van deze beleggers de laatste jaren slechts klein zijn en daardoor ontstaat de dwangpositie, dat als regel de claims moeten worden verkocht, terwijl ook de meeste andere beleggers weinig liquide middelen hebben. Hierdoor ontstaan pressies op de koersen der claims en van het fonds, dat daardoor relatief — t.o.v. andere aandelen — goedkoop wordt. Daardoor ontstaat ook hier een verkoopdruk en het hele aandelenkoersspel ondervindt de weerstand. Hier blijkt de machtspositie der ondernemingen: zij besluiten tot emissies, terwijl de aandeelhouders hiertegen zijn gekant en de ondernemingen dwingen als het ware het benodigde risico-dragende vermogen van de beleggers af. Voor deze machtspositie is slechts nodig, dat de beurskoers van het aandeel voldoende boven pari is en blijft. Of deze koers boven pari nu tot stand is gekomen, aldus Brezet, dank zij een voor aandeelhouders gunstige politiek of ondanks een voor aandeelhouders ongunstige politiek doet niet ter zake. Wel stelt deze politiek enige eisen aan de dividenden. „Althans in of onmiddellijk vóór jaren, dat men wil emitteren, zal de uitkering van een dividend van bijv. 6 a 9 pct. noodzakelijk zijn”. Het is merkwaardig te constateren, dat deze hoogte van het dividend inderdaad veel voorkomt, hetgeen mede verband houdt met de dividendbeperking.

Als eindconclusie stelt Brezet dan, dat op de markt van risicodragend vermogen een veel grotere invloed toekomt aan de vermogenvragende naamloze vennootschappen dan aan de aandeelhouders-beleggers.

Beoordeling.

Teneinde aan het betoog van Brezet recht te doen was het nodig het vrij uitvoerig weer te geven. Het is een gedachtengang, welke alle aandacht verdient, omdat hier een aantal vraagstukken worden besproken of aangeroerd, welke voor grote groepen van belanghebbenden van betekenis zijn. Het is begrijpelijk, dat Brezet het betoog in al zijn consequenties heeft ontwikkeld, ook al is hij daarin m.i. niet volledig geslaagd.

Eén ding is na het betoog wel duidelijk, nl. dat wij in wezen van de effectenmarkt nog betrekkelijk weinig weten. Eén van de essentiële vragen bijv. is of de koersvorming op de aandelenmarkt plaats vindt ten aanzien van een klein aantal voortdurend roulende aandelen of wel dat er geregeld mutaties voorkomen. De statistieken van de omzetten ter beurse, welke op zichzelf slechts gebrekkig zijn, geven hierin geen enkel inzicht. Bekend is, dat elders sprake is van een over het algemeen relatief kleine kern van aandelen, welke voortdurend worden verhandeld. Een tweede vraag is dan van welke marktfiguren deze aandelen afkomstig zijn.

Brezet beperkt, overigens zonder deze figuur nader te omschrijven, zijn beschouwingen hoofdzakelijk tot de belegger. Deze beperking vormt m.i. een der zwakten in het betoog. Beleggen toch moet worden gekoppeld aan een kortere of langere duurzaamheid van het bezit met het doel inkomen of vermogensaanwas te ontvangen. Dit kan een hoofd- of nevenbezigheid zijn en daarmee zal ook de mate van deskundigheid mede samenhangen. Deze deskundigheid zal inderdaad als regel niet groot zijn en het is juist, dat de mededeelzaamheid der ondernemingen over het algemeen met het begrip spaarzaam nog geflatteerd wordt weergegeven. Alleen, met de tegenwoordige hoge inkomstenbelasting wordt het kweken van vermogensaanwas belangrijker dan het kweken van inkomen en dan wordt het beleggingsvraagstuk toch in belangrijke mate anders: tenzij men in de hausse koopt, is het risico van belegging, mits het fonds zelf zonder kleerscheuren door de ups en downs heenkomt, niet zo groot. Belegging op korte termijn in aandelen is altijd een gevaarlijk iets geweest; voor belegging op lange termijn is men minder tijdgebonden. Doch dan loont het ook om van goede beleggingsadviseurs gebruik te maken, die het vraagstuk dezer belegging grondig bestuderen en die de gesties der ondernemingen op langere termijn hebben gevolgd. Dan ook betekent belegging muteren in de portefeuilles, waarbij omwisseling plaats heeft in het kader van een vrij gelijkwaardige positie als koper en verkoper.

Aandelenmarkt.

In werkelijkheid heeft de aandelenmarkt in de loop der laatste jaren typisch het beeld van een dunne markt, waarbij elk relatief groot aanbod (en dit kan reeds één stukje zijn) invloed heeft evenals elke relatief grote vraag (en dit kunnen reeds twee stukken zijn). Tal van oorzaken hebben hiertoe meegewerkt. Het verbod van prongatie — behalve in enkele uitzonderingsgevallen — het gebrek aan voldoende liquide

middelen, de onzekerheid in verband met rechtsherstel, enz. zijn evenzeer oorzaken als de relatief grotere stabiliteit van de koersen, de onvoldoende internationale belangstelling, het gebrek aan belangstelling voor de beurs en wellicht het buiten de beurs om in elkaar sluiten van orders. Het karakteristieke van de dunne markt is, dat iedere vrager en iedere aanbieder nu juist wel een belangrijke invloed — echter te zijnen ongunste — op de markt oefent en dat dit, mede in verband met de kosten der transacties en de relatief grotere stabiliteit van de markt, een verdere oorzaak is voor de ongunstige ontwikkeling van de markt.

Hier ook ligt een der factoren, welke aanleiding zijn tot de koersdalingen bij emissies met claimrecht. Gegeven het gebrek aan liquiditeit over het algemeen bij de bezitters der oude aandelen ontstaat een verkoopdrang, welke de facto in een dunne markt een vrij vergaande koersdruk veroorzaakt. Echter, het beeld van Brezet is niet volledig; de ervaring leert nl. tevens, dat zodra de markt als geheel beter is gedisponeerd, de koersdaling weer vrij snel wordt ingelopen. Ongetwijfeld is juist, dat sommige ondernemingen een dwangpositie scheppen voor de aandeelhouders, zelfs bewust door eerst dividend betaalbaar te stellen (waarover de hoge inkomstenbelasting is verschuldigd) en kort daarna de emissie te brengen, doch de belegger, die weet dat ook dit een der risico's is en daarmee in zijn vermogensdisposities rekening houdt, komt op de duur, afscheiden van de mérites der emissie, wel weer goed te zitten. Juist omdat dit het geval is en omdat het verleden door de heffing over de — gedeeltelijk fictieve — vermogensaanwas en van het vermogen een tijdelijk verschijnel geeft, acht ik de conclusie niet zo sterk als zij ogenschijnlijk lijkt.

Ongetwijfeld zou een betere verslaglegging der ondernemingen en een grotere zorgvuldigheid bij emissies er zeker mede toe kunnen leiden, dat voor de effectenbeurs een grotere belangstelling zou ontstaan en veel meer dan langs de thans ingeslagen weg zou de Vereeniging voor den Effectenhandel zich op dit pad — en dan met name terzake van de verantwoordelijkheid voor de juistheid van het emissieprospectus — moeten be-geven.

Ondeskundigheid.

Ik heb reeds gesteld, dat inderdaad het gros van de aandeelhouders geen grote mate van deskundigheid bezit en ik ben het met Brezet ook eens, dat teveel wordt vertrouwd op adviezen van banken, commissionnaires en de financiële pers, zoals zulks ook vroeger trouwens het geval was. De aandeelhouder is altijd optimist geweest, doch vroeger bestond er bij tijden toch ook een niet onbelangrijke baisse-positie (hoofdzakelijk van de beroepshandel), zij het ook, dat deze werd beperkt door het vrijwel ontbreken van de termijnhandel.

Het komt mij echter voor, dat het onjuist is om aan ondeskundigheid en adviezen toe te schrijven het gelijkelijk reageren. Dit is uit hoofde van de markttechniek en het economisch gebeuren verklaarbaar: de markt — en elke markt — wordt in sterke mate beheerst door psychologische factoren en een bepaalde marktstemming plant zich nu eenmaal over de gehele markt min of meer intensief voort. Voor de effectenmarkt, voor welke de conjunctuur nu eenmaal een belangrijke factor is, is de eenzijdige gerichtheid ook in normale tijden — mede in verband met ruilingen van fondsen — een normaal verschijnsel, verband houdende met de vooruitzichten op winst en koersavans. Het is echter wel zeer de vraag, of hier nu juist de categorie, welke Brezet in het bijzonder bespreekt — de belegger — wel in zo sterke mate een rol speelt.

Machtspositie.

Objectief gesteld is de machtspositie van de aandeelhouder als vrager en als aanbieder individueel zwak, indien wij onder machtspositie verstaan de mogelijkheid om de markt in de door het individu gewenste richting te beïnvloeden. Dit is nu ook juist in verband met de prijsvorming in principe de meest gewenste toestand: marktvorming als technische concentratie van vraag en aanbod ontstaat tengevolge van ondoorzichtige verhoudingen en zolang daarbij geen sprake is van machtsvorming zal de prijs de minst onvolkomen uitdrukking zijn van de gelding van het goed in het maatschappelijk verkeer.

Het is ongetwijfeld waar, dat, althans van sommige zijden, gepoogd wordt deze prijsvorming — door tendentieuze voorlichting — te beïnvloeden.

Het is ook waar, dat op het ogenblik van een emissie de vrager van het vermogen door het aanbod van aandelen een positie inneemt, welke niet zwak, doch sterk is. Echter, het betoog dat hier van een zo overwegende machtspositie sprake is, wordt in het vervolg van de oratie belangrijk verzwakt. Elke emissie is alleen maar mogelijk, indien de aandelen belangrijk boven pari noteren, omdat het bericht van de komende uitgifte alleen reeds de koers — volgens Brezet vaak met tientallen procenten — doet

dalen. Nu wordt in het algemeen gesteld, dat de koers van het aandeel wordt bepaald door de dividendverwachtingen — Brezet laat dit punt in het midden hoewel het voor zijn betoog van belang zou zijn geweest — en deze zijn gebaseerd op de resultaten in het verleden alsmede op de door de markt verwachte conjunctuur. Er is m.i. nog een andere factor, welke in dit kader van betekenis is, nl. het vertrouwen, dat de markt stelt in de beleidsvoering van de directie, zowel met betrekking tot het bedrijf als tot de aandeelhouders. Indien een directie van een onderneming bij herhaling de aandeelhouders zou benadelen door het te hunnen nadele gebruiken van een overmacht, dan zou zulks het vertrouwen van die aandeelhouders ernstig aantasten, hetgeen tot uiting zou komen in een voortdurende verkoopdruk, tenzij men zou willen aannemen, dat alle directies eenzelfde minus aan vertrouwen zouden hebben, hetgeen uiteraard onaanvaardbaar is.

Hoe ongunstig de alternatieven voor de belegger ook mogen zijn, het betoog van Brezet moet minstens tot de stelling leiden, dat aandelenbelegging nog altijd voor grote categorieën de minst ongunstige vorm van belegging is en het heeft, naar het mij voorkomt, alleen maar zin om in een beoordeling juist deze betrekkelijkheden op te nemen. Zolang de machtspositie van de ondernemingen slechts zover wordt gebruikt, dat het aandeel nog steeds het aantrekkelijkste, althans het minst onaantrekkelijk alternatief is, zal toch grote voorzichtigheid bij de conclusies passen.

Normen Financiering.

Hiermede komt dan ook de financiering door inhouding van winst wel iets anders te staan. Brezet stelt, dat deze financiering — behoudens dat in de kostencalculatie ook over dit vermogen rente moet worden berekend — gratis geschiedt. Het is de vraag. Bij toepassing van deze financiering toch wordt de dividenduitkering kleiner en het koerspeil der aandelen lager en dus de expansiereserve eveneens verkleind. Hier ligt een alternatief — en bij een alternatief bestaat een offer — en Brezet helpt ons niet uit de puzzle hoe het mogelijk is, dat ondernemingen, welke gratis zouden kunnen financieren, de duurdere weg van de emissie kiezen. Of wordt deze laatste alleen maar gekozen door de ondernemingen met een te kleine winstcapaciteit voor de zelffinanciering? Hoe krijgen deze dan in de koers de expansiecapaciteit?

Dat obligatie- en onderhandse leningfinanciering goedkoper zijn dan aandelenvermogen is geen verschijnsel van de laatste tijd. Gezien dat bij de aandelenkoers ook — terecht of ten onrechte — het risico een rol speelt en dat de lening nog altijd door sommige beleggers in bepaalde tijden wordt geacht qua rente en schuldeiserspositie een betere plaats te verzekeren, is de prijs van het permanente vermogen als regel — ook door andere oorzaken — hoger dan van langdurig tijdelijk. Alleen, de eisen aan de aard van het vermogen te stellen in verband met de continuïteit van de bedrijfsvoering verhinderen in het algemeen financiering met langdurig tijdelijk vermogen en dwingen tot het aantrekken van permanent, waarbij het gestelde door Brezet, dat, indien de financiering met vreemd vermogen wordt aangevuld, door financiering uit de winst de gevaren worden gereduceerd, maar zeer dubieus is: de winst moet er dan eerst zijn en in de onzekerheid van deze winst schuilt juist de norm voor de aandelenfinanciering.

Conclusies.

Het is naar mijn mening nuttig geweest, dat Brezet op een aantal facetten heeft gewezen, welke in het kader van de effectenmarkt van betekenis zijn. Ik meen echter, dat de gegeven beschouwingen tot te vergaande gevolgtrekkingen hebben geleid en dat bovendien de beperkte keuze van het uitgangspunt een zekere eenzijdigheid in de hand heeft gewerkt.

Ongetwijfeld is er sprake van een gewijzigde positie van de aandeelhouder te zijnen ongunste door een complex van oorzaken, waarbij ook de door Brezet genoemde van betekenis zijn. De desbetreffende instanties, en met name die van de Vereniging voor den Effectenhandel, zullen goed doen met de door Brezet opgeworpen — en ook andere — vraagstukken ernstig in studie te nemen alvorens zij moeite doen de beurs te populariseren.

Van groot belang voor de positie van de aandeelhouder komt mij echter voor de gewijzigde maatschappelijke mentaliteit met zijn gelijkschakelingswensen, waaruit mede de hoogte van de tarieven der inkomsten- en vennootschapsbelasting voortkomt. De vermogensbezitter is in de laatste jaren een genoegelijk aambeeld geworden en zij, die menen dat zulks zonder schade mogelijk is, kunnen wel eens bedrogen uitkomen. De verlaging der tarieven — hoe weinig principieel ook — is een eerste aanwijzing voor een — overigens niet principieel — andere instelling van beperkte betekenis; het is onmiskenbaar, dat zich wijzigingen van structurele aard voltrekken en dat daarbij de belegger over de hele lijn wordt getroffen — ook over het beleid der onderneming

wordt hij door directie en commissarissen in de regel niet gehoord, hoogstens beleefdelijk aangehoord zonder enige medezeggenschap te hebben — is in het kader der ontwikkeling begrijpelijk, gezien de richting der mentaliteitsverandering. Doch dan dient m.i. ook de positie van het aandeel te worden bekeken in dit hele vlak en niet in het beperkte kader van een economische marktform.

DE ORGANISATIE-STRUCTUUR VAN HET BEDRIJF. Openbare les bij het aanvaarden van het ambt van lector aan de Nederlandse Economische Hogeschool te Rotterdam door H. J. Kruisinga. Leiden, z.j.
door Prof. Dr J. L. Mey.

Het is ongetwijfeld een interessant onderwerp dat de nieuwbenoemde lector in de organisatie-leer aan de Rotterdamse Hogeschool als onderwerp voor zijn eerste officiële optreden koos.

Terecht merkt hij op dat de organisatie-leer lange tijd niets anders inhield dan het onderzoek naar de voor- en nadelen van verschillende organisatie-stelsels. Kruisinga vat het probleem echter anders op. Zijn er krachten, zo vraagt hij, die het structuurpatroon der interne organisatie bepalen en hoe krijgt dit laatste zijn uiteindelijke gedaante?

Men zou in vergelijking met de vroegere, hier van een meer wetenschappelijke, benadering van het probleem der organisatie-structuur kunnen spreken.

Hoewel velen hem op deze weg reeds zijn voorgegaan — de schrijver noemt zelf een vrij groot aantal van zijn voorgangers — valt het te loven dat hij deze weg ter behandeling van zijn probleem heeft gekozen. Vooral omdat het thans bereikte resultaat nog geenszins bevredigend kan worden genoemd en een „communis opinio” t.a.v. de basisproblemen der organisatie-leer nog wel ver in het verschiet ligt.

Volgens Kruisinga zijn het twee krachten die het structuurpatroon der organisatie bepalen nl. het bestuursmotief en het kostenmotief. Ziet men de organisatie-leer, zoals de schrijver, als onderdeel der bedrijfseconomie en deze laatste weer als een onderdeel der economische wetenschap dan moeten beide krachten weer uit het economisch motief kunnen worden afgeleid. De schrijver zal dit ongetwijfeld beamen. Het ware daarom wenselijk geweest dat hij zich hierover had uitgesproken.

Beide motieven werken zowel in horizontale als in verticale richting op het structuurpatroon der organisatie in en geven aanleiding tot verschillende vormen van verbijzondering.

Het betoog van de schrijver zou in onderstaand eenvoudig schema kunnen worden samengevat.

Motief \ Richting	Richting	
	Verticaal	Horizontaal
Bestuur	hiërarchering	afdelingsvorming
Kosten	differentiatie	differentiatie specialisatie

Alvorens tot een kritische beschouwing van dit schema over te gaan is het nodig aan te geven wat Kruisinga onder de hierboven vermelde begrippen wenst te verstaan en in het bijzonder hoe hij hun onderlinge verhouding ziet.

Over de begrippen hiërarchering en verticale differentiatie merkt de schrijver op: „De decentralisatie van de leidinggevende arbeid als gevolg van de verticale differentiatie is naar haar aard verbijzondering; een verbijzondering in leidende en uitvoerende arbeid. Doordat de leiding de bevoegdheid, de macht, behoeft om haar initiatieven en gedachten tot uitvoering te brengen schept deze verbijzondering de gezagsverhoudingen tussen leiders en uitvoerders. Het verankeren van deze gezagsverhoudingen in de organisatie-structuur leidt tot een samentrekken van de arbeidsgeledingen, welke wij bij de verticale differentiatie zagen ontstaan, tot hiërarchische niveau's. Een typisch karakteristiek van de interne organisatie — de hiërarchische structuur — is daarmee in zijn ontstaan verklaard. De verbijzondering, welke er toe leidt zal voor het vervolg worden aangeduid met de naam hiërarchering.” (bl. 13, 14).

Met betrekking tot „de horizontale uitbouw van de organisatie-structuur” zegt Kruisinga: „Terwijl in verticale richting de werkzaamheden in hiërarchische niveau's worden gegroepeerd vindt tegelijkertijd in horizontale richting samenvoeging plaats op een wijze, die aansluiting geeft aan de gangbare combinaties van bekwaaamheden en persoonlijke hoedanigheden der functionarissen.

Twee hoofdcriteria kunnen worden onderscheiden:

- A. ziet naar de eindprestatie, naar het product dat de doelstelling van de voortbrenging vormt. Hierin onderkennen wij de specialisatie zoals deze ons vertrouwd is vanuit de externe organisatie.
- B. ziet naar de aard van de bewerkingen, resp. handelingen, welke moeten worden verricht, maar nu ongeacht de soort van het product. Dit is de differentiatie - thans horizontale differentiatie - met echter opnieuw een verdergaande verfijning, die wij in de externe organisatie niet kennen. Deze verbijzondering kan zich nl. zowel voordoen t.a.v. de leiding als t.a.v. de uitvoering." (blz. 17, 18).

Beide horizontale differentiatie als specialisatie vat Kruisinga samen onder de term functionalisatie.

Daarnaast doet zich in horizontale richting „uit hoofde van de bestuurseisen" nog een bedrijfsinterne verbijzondering voor t.w. de afdelingsvorming (bl. 20).

Na de weergave van het betoog thans het oordeel. Is de schrijver erin geslaagd met behulp van de beide door hem geïntroduceerde motieven ons een dieper inzicht te geven in de problematiek rondom de vorming van de organisatie-structuur?

In zekere zin naar onze mening stellig en wel voorzover hij laat zien hoe enerzijds binnen de organisatie in de bedrijfshuishouding veranderingen optreden in de krachten, uit het kostenmotief voortvloeiend, die ook in de organisatie der maatschappelijke voortbrenging werken en daarvan de structuur bepalen, anderzijds nieuwe krachten, uit het bestuursmotief voortvloeiend, optreden. Dit is in zekere zin aannemelijk aangezien het kostenmotief wel in de maatschappelijke voortbrenging werkt, het bestuursmotief echter niet.

Ondanks deze in zich niet onlogische bouw van het betoog kan het ons echter toch niet geheel bevredigen.

Het wil ons voorkomen dat Kruisinga te zeer gedreven wordt door de gedachte de organisatie-structuur in de bedrijfshuishouding in een eenvoudig schema van zoveel mogelijk gangbare begrippen te vatten.

Op zich zelf luk het hem wel het schema eenvoudig te houden. Ook is het aantal begrippen niet boven de reeds gangbare vermeerderd. Heeft Kruisinga's schema dus op deze punten verdiensten, het mist te zeer een essentieel element voor zijn waarde nl. de bruikbaarheid.

Bij nader inzien blijken de verschillende lijnen die hij onderscheidt dezelfde verschijnselen aan te geven slechts op verschillende wijzen gemotiveerd. Dit geldt voor hiërarchering en verticale differentiatie, hetgeen de schrijver op bl. 14 ook min of meer toegeeft, maar eveneens voor afdelingsvorming enerzijds en horizontale differentiatie en specialisatie anderzijds, hetgeen de schrijver eveneens in zekere zin erkent. (blz. 22).

In zijn streven naar eenvoud en gebruikmaking van reeds min of meer gangbare begrippen heeft de schrijver het gecompliceerde karakter van het verbijzonderingsverschijnsel binnen de bedrijfshuishouding niet voldoende onderkent.

Men moet in de bedrijfshuishouding onderscheid maken tussen *functies* als collectiviteiten van gelijksoortige taken of werkzaamheden, waarbij dan die gelijksoortigheid inderdaad naar gelang van het standpunt van waaruit men de werkzaamheden beschouwt een verschillende inhoud kan hebben, de *personen* die deze functies vervullen en de *organen* tot welke deze personen zijn samengevoegd.

Men kan nu stellen dat de verbijzondering in de bedrijfshuishouding op twee wijzen inwerkt en daarmee het structuurpatroon van haar organisatie bepaalt. Enerzijds leidt zij tot orgaanvorming, anderzijds tot verbijzondering der personen binnen de bedrijfshuishouding. Voorzover zij aanleiding geeft tot orgaanvorming kan zij worden beschouwd als een voortzetting van de verbijzondering in de maatschappelijke voortbrenging. De personele verbijzondering daarentegen is van geheel andere aard, zij kan slechts binnen de bedrijfshuishouding ontstaan. Beide vormen van verbijzondering hebben een bestuursaspect en een kostenaspect. Dit is op zich zelf trouwens niet te verwonderen. Immers in de organisatieleer gaat het er om een doelmatige structuur met zo weinig mogelijk offers te creëren. Zo gesteld hebben we echter nog niets gezegd over de specifieke aard van de interne organisatie-problematiek. We hebben eigenlijk niets anders gedaan dan constateren of liever vooropstellen dat we hier met een economisch vraagstuk te doen hebben of althans met een vraagstuk dat we als een economisch probleem kunnen opvatten.

Door deze ook bij Kruisinga te algemene probleemstelling blijft naar mijn mening het vraagstuk zoals hij zich dit heeft gesteld helaas onopgelost.

Het verbijzonderingsproces dat de organisatie-structuur binnen de bedrijfshuishouding, althans ten dele, niet geheel, bepaalt, is zoals ik reeds in het bovenstaande heb opgemerkt van tweeërlei aard. Het is een voortzetting enerzijds van de verbijzondering in de maatschappelijke productie en wordt binnen de bedrijfshuishouding door dezelfde factoren beheerst als daarbuiten, anderzijds openbaart zich binnen de bedrijfshuishouding

een nieuw proces, dat der personele verbijzondering, dat zijn aequivalent niet in de maatschappelijke productie vindt. Dit probleem kan voornamelijk als een probleem van „span of control” worden opgevat.

Achter dit „span of control”-probleem ligt echter evenals achter het probleem van de voortzetting der maatschappelijke verbijzondering binnen de bedrijfshuishouding het, de gehele organisatie-problematiek beheersende, vraagstuk der quantitative verhoudingen.

Aan het slot van mijn bespreking gekomen bemerk ik dat ik Kruisinga's werk besprekende tevens mijn eigen visie op het door hem behandelde vraagstuk, zij het „in a nutshell” heb gegeven. Dit is niet gebeurd om hem een andere mening op te dringen dan die welke hij heeft ontwikkeld maar slechts om aan te geven dat wellicht althans naar mijn gevoelens vanuit de door mij aangegeven visie een in zekere zin beter aanvaardbaar resultaat kan worden bereikt.

De mogelijkheid van verschillende inzichten omtrent het basis-probleem der interne organisatie bewijst intussen dat dit vraagstuk inderdaad voor de bedrijfseconomie nog een probleem is en meer niet. Het is goed dat Kruisinga bij de aanvaarding van zijn ambt dit probleem gesteld heeft en het is verdienstelijk dat hij het gesteld heeft zoals hij het stelde. De jonge lector heeft hiermee het bewijs geleverd de basis-problemen van zijn leervak niet uit de weg te willen gaan ook al zijn ze nog zo moeilijk en ook al is de weg waarlangs de oplossing gevonden moet worden ook nog zo weinig afgebakend.

Ik juich het toe dat deze openbare les door zijn verschijnen een nieuwe bijdrage tot de discussie over de interne organisatie-problematiek heeft geleverd en ik meen dan ook dat allen, wie dit vraagstuk ten harte gaat niet mogen verzuimen er kennis van te nemen.

L. Meertens, DE ORGANISATIE VAN DE VERKOOP. Uitg. H. E. Stenfert Kroese N.V. - Leiden

door Drs S. C. Bakkenist

Wat mag men verwachten van een boek, dat tot titel draagt „De organisatie van de verkoop?” Heeft Meertens mijn verwachtingen bevredigd? Ja en neen, maar zeker is dat Meertens iets te vertellen heeft over het door hem gekozen onderwerp. Hij geeft blijk van een grote praktische ervaring en van het feit, dat hij over de vraagstukken, die met de organisatie van de verkoop samenhangen, heeft nagedacht. Hij heeft gezocht naar het „algemene” in de grote verscheidenheid van verschijnselen, waarmede hij in zijn adviseurspraktijk dagelijks te doen heeft. Het blijkt na lezing geen phrase, wanneer hij in het „Woord vooraf” schrijft, dat hij gestreefd heeft naar het uitwerken van zijn ervaringen tot een „stelsel van inzichten en van daarop gebaseerde maatregelen”, die hij als oorspronkelijk aandient. Ongetwijfeld treft de aandachtige lezer oorspronkelijke en waardevolle opmerkingen aan. Het is echter jammer, dat geen verband is gelegd met de omvangrijke literatuur, die over het gekozen onderwerp reeds is verschenen. Aangenomen mag toch worden, dat Meertens in de loop der jaren van vele publicaties heeft kennisgenomen, waardoor ongetwijfeld zijn inzicht zal zijn verbeterd. Juist omdat Meertens verzuimt op daarvoor in aanmerking komende punten naar de literatuur te verwijzen, wordt het moeilijk te onderkennen welke inzichten „oorspronkelijk” en welke afgeleid zijn.

De grote betekenis van het ter bespreking voor mij liggende boek zie ik in de hoofdstukken VI en volgende tot het slot (pag. 78-290), waarin overtuigend, tot in details, wordt aangetoond dat het mogelijk is, en in ieder geval dringend noodzakelijk, de omvang van de verkoop *kwantitatief te bepalen*. Niet door middel van grove schattingen, maar door een gedetailleerde systematische opbouw, uitgaande van de omzetpotentie van iedere individuele afnemer, of zoals Meertens het uitdrukt: „dat men niet uit het oog verliest, dat uiteindelijk het omzetresultaat is opgebouwd uit de resultaten, die verkregen worden bij de afzonderlijke adressen” (zie pag. 171).

Hiermede heeft Meertens naar mijn oordeel een belangrijke bijdrage geleverd. In maar al te veel boeken valt te lezen dat het gewenst is een verkoopbegroting op te stellen, maar de vraag „hoe” wordt niet of onvoldoende beantwoord. Welnu, Meertens geeft duidelijk, stap voor stap, aan, hoe men tot een verantwoorde begroting en bewaking van de verkoop kan geraken. Dit noopt tot bezinning. Uiteraard kan Meertens geen schema geven dat als „maatcostuum” voor alle bedrijven kan dienen. Dat behoeft ook niet, maar wel kan ieder, die enigermate thuis is in deze vraagstukken, hierin vele aanknopingspunten vinden, die hem in staat zullen stellen voor het eigen bedrijf op weg te gaan. Misschien zal men de verzuchting slaken, dat het een moeizame en omvangrijke arbeid is die verricht moet worden. Inderdaad, maar een doeltreffende organisatie van de verkoop is veel werk waard. Het is een voor ieder bedrijf hoogst belangrijke doelstelling. Men komt uit de sfeer van de intuïtie, in de sfeer van de realiteit, indien men

de suggesties van Meertens volgt. Ook al zal men er niet in slagen onmiddellijk het einddoel te bereiken, dan toch is het alleszins de moeite waard, omdat het inzicht in de eigen afzetstructuren wordt verdiept, mogelijkheden tot beoordeling van de efficiëntie van de verkoopactiviteit worden geschapen.

Meertens introduceert met zijn streven de verkoopactiviteit te kwantificeren een aantal interessante grafische voorstellingen. De lezer wordt hierdoor opnieuw overtuigd van de grote waarde van goed ontworpen en op de juiste plaats gehanteerde grafische voorstellingen, waardoor men beter dan met lange betogen tot de kern van een vraagstuk doordringt.

Ook al houd ik rekening met het feit, dat Meertens uit de omvangrijke stof een keuze heeft moeten doen, dan nog betreur ik het, dat hij weinig of geen aandacht heeft geschonken aan de vraagstukken rondom de leiding van de verkoop en het samenspel en de taakverdeling tussen deze afdeling en de andere afdelingen in het bedrijf. Dit zijn vraagstukken waarmee juist de grotere bedrijven, waar de verkoopafdeling tot een omvangrijke en kostbare afdeling is uitgegroeid, worstelen. Dit is het punt waarop mijn gespannen verwachtingen zijn teleurgesteld.

Ik heb het betreurd dat Meertens in zijn eerste hoofdstuk weer het woord „commercieel” introduceert. Hij ziet de organisatie van de verkoop als een onderdeel van het commerciële beleid. Het is tenslotte slechts een kwestie van woordgebruik en gewoonte. Men spreekt gaarne over commerciële organisatie als men de verkooporganisatie op het oog heeft. Zouden wij hier nu niet eens vanaf kunnen stappen? Is de verkoop meer of minder commercieel dan b.v. de inkoop? Juist het streven het vraagstuk van de organisatie van de verkoop uit de irrationele, emotionele, intuïtieve sfeer over te brengen naar de realistische, kwantificeerbare, economische sfeer verdraagt zich niet met de term commercieel. Alle activiteiten in het bedrijf, of het al dan niet naar winst streeft, zijn commercieel, in dien zin dat de kosten van de prestatie door het afgeworpen nut moeten worden overtroffen. Zou het mogelijk zijn de term „commercieel” te begraven? Deze kritische opmerkingen moeten primair in opbouwende zin worden opgevat. Zij mogen vooral geen afbreuk doen aan mijn waardering voor de door Meertens verrichte arbeid. Zijn geschrift is de moeite van aandachtige bestudering alleszins waard.
