

# EEN ONDERZOEK NAAR DE EMISSIE-BEDRIJVGIGHEID VAN INDUSTRIËLE, COMMERCIELE EN TRANSPORT- ONDERNEMINGEN IN NEDERLAND NA DE TWEDE WERELDOORLOG

door Drs. T. Lentz en A. Ozinga

## 1. *Doel van het onderzoek.*

De emissie-bedrijvigheid heeft velerlei aspecten die niet alle in het door ons ingestelde onderzoek konden worden betrokken. Wij hebben ons beperkt tot de bij de emissies toegepaste financieringsfiguren, voornamelijk aandelen en obligaties. In het bijzonder ging het daarbij om het gebruik dat van de laatstgenoemde financieringsfiguur werd gemaakt.

Nagegaan werd hoofdzakelijk:

- a. in hoeverre bij de plaats gehad hebbende emissies overwegingen gebaseerd op de door de bedrijfseconomie ontwikkelde theorieën bij de keuze van de financieringsfiguur van invloed zijn geweest of althans zouden kunnen zijn geweest;
- b. in hoeverre andere dan de hierboven bedoelde overwegingen de keuze hebben beïnvloed.

## 2. *De bruikbaarheid van de obligatie volgens de normen der bedrijfseconomie.*

In het algemeen treft men in de bedrijfseconomie de volgende redenering aan:

De obligatie is een vorm van langdurig-tijdelijke vermogensverschaffing terwijl het aandeel een vorm van permanente vermogensverschaffing is. De obligatiehouder is in tegenstelling tot de aandeelhouders dus slechts tijdelijk aan de onderneming gebonden. Hieruit vloeit automatisch voort, dat een obligatie in het algemeen een vaste rente zal moeten dragen, terwijl het verkregen vermogen hetzij na een bepaald aantal jaren ineens, hetzij gedurende een bepaalde periode in gedeelten, zal moeten worden afgelost. Zij kan dus slechts voorzien in vermogensbehoeften van langdurig-tijdelijke aard. Hieruit volgt dan weer dat bij het aangaan van een obligatielening, activa aanwezig moeten zijn die in grootte en levensduur met de omvang en de looptijd der lening corresponderen. Bovendien, zo wordt gesteld, wensen de geldgevers niet te delen in de risico's van het bedrijf, waarom ook in ongunstige jaren een dusdanig inkomen moet worden verkregen dat de rente en aflossing op de obligaties kan worden voldaan. Stabiliteit van inkomen is dus een verder vereiste, terwijl men als derde element van deze bijna absoluut gewenste zekerheid, een voldoende surplus van het totale boven het vreemd vermogen als noodzakelijk stelt.

Een andere mening, die men ook wel in de literatuur aantreft is deze, dat obligatieleningen slechts dan aangegaan kunnen worden, als er een belangrijk vast actief aanwezig is, dat als onderpand voor die lening kan dienen; dit actief behoeft niet het zelfde te zijn als datgene dat door de obligatielening gefinancierd zal worden <sup>1)</sup>. Deze mening wordt met de ons inziens alleszins juiste opmerking bestreden, dat er in dit geval nog niet altijd een langdurig tijdelijke vermogensbehoefte aanwezig behoeft te zijn, die gedekt moet worden door het langdurig-tijdelijke aangetrokken vermogen. Ge-

---

<sup>1)</sup> Zie deel II, J. L. Mey „Leerboek der bedrijfseconomie, 2e druk blz. 61.

noemde mening is slechts gebaseerd op zekerheidsoverwegingen van de geldgevers, terwijl bovendien een vast actief nog geenszins altijd de zekerheid biedt, die deze redenering er aan wil toekennen.

Op de verdere theoretische merites van bovengenoemde redeneringen gaan wij thans niet in; wij willen slechts nagaan in hoeverre deze opvattingen ook in de practijk van de onderneming een plaats gevonden hebben of wel dat ze tot nu toe gedoemd zijn geweest tot sterilitéit (ondanks het normatieve in de bedrijfseconomie). Mogelijk zijn andere eventuele overwegingen van meer importantie geweest, dan het al of niet voldoen aan theoretisch uitgedachte voorwaarden.

Men kan natuurlijk deze voorwaarden als de juiste erkennen doch door omstandigheden gedwongen worden iets anders te doen, dan dit als juist erkende. Hier ligt natuurlijk een moeilijkheid voor een eventuele verificatie van het al of niet juist zijn ener theorie, ja zelfs voor het bevestigen of ontkennen van de actualiteit ener theorie op grond van practisch gevonden cijfers. Wij hebben daarom op alle mogelijke wijzen de door ons verzamelde cijfers gerangschikt, zonder er een of andere voor de theorie belangrijke conclusie aan te verbinden.

### 3. Omvang en samenstelling der door ons beschouwde emissies; de invloed van het gebrek aan „risico-dragend kapitaal”.

Het door ons ingestelde onderzoek strekt zich uit over de jaren 1946-1952, terwijl wij ons hebben beperkt tot de *publieke* emissies van die sector van het economisch leven die gevormd wordt door de *industriële- en handels-ondernemingen*, benevens de *scheepvaartmaatschappijen*.

De gegevens waarop we ons onderzoek hebben gebaseerd werden hoofdzakelijk verkregen uit het emissie-prospectus.

Het totaal uitgegeven aantal dezer publieke emissies over de jaren 1946-'52 bedroeg 201, met uitzondering van een dollarlening groot \$ 5.000.000 alle in Nederlandse valuta. Het geëmitteerd bedrag beliep exclusief genoemde dollarlening f 1.234.792.500.—.

De groepering van de *aantallen* emissies uitgegeven in de diverse jaren, onderscheiden naar aandelen- en obligatie-emissies, waarbij voor de jaar-indeling van de prospectusdatum is uitgegaan, vertoont het volgende beeld:

|        | 1946 | 1947 | 1948 | 1949 | 1950 | 1951 | 1952 | Totaal |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Aand.  | 8    | 48   | 38   | 20   | 20   | 25   | 5    | 164    |
| Oblig. | 1    | 16   | 7    | 5    | 4    | 3    | 1    | 37     |
|        | 9    | 64   | 45   | 25   | 24   | 28   | 6    | 201    |

In procenten uitgedrukt zijn de cijfers voor de obligaties genomen van het totaal van elk jaar resp.:

| 1946 | 1947 | 1948 | 1949 | 1950 | 1951 | 1952 | Van het totaal |
|------|------|------|------|------|------|------|----------------|
| 11 % | 25 % | 16 % | 20 % | 17 % | 11 % | 17 % | 18 %           |

Dezelfde groepering maar dan in de *totaalbedragen* der plaats gehad hebbende emissies geeft het volgende beeld te zien:

|          | 1946         | 1947          | 1948          | 1949          |
|----------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Aand. f  | 11.500.000   | f 391.624.900 | f 115.140.750 | f 20.572.700  |
| Oblig. „ | 3.000.000    | „ 115.400.000 | „ 81.303.000  | „ 83.750.000  |
|          | f 14.500.000 | f 507.024.900 | f 196.443.750 | f 104.322.700 |

|   | 1950        |   | 1951        |   | 1952       |   | Totaal        |
|---|-------------|---|-------------|---|------------|---|---------------|
| f | 40.964.400  | f | 107.596.750 | f | 17.190.000 | f | 704.589.500   |
| „ | 210.250.000 | „ | 23.500.000  | „ | 13.000.000 | „ | 530.203.000   |
| f | 251.214.400 | f | 131.096.750 | f | 30.190.000 | f | 1.234.792.500 |

We zien dan dat de obligaties in procenten van het *totaalbedrag* aan emissies per jaar een sterk afwijkend beeld vertonen van de obligaties in procenten van het totale *aantal* emissies per jaar:

| 1946 | 1947 | 1947 | 1949 | 1950 | 1951 | 1952 | Van het totaal |
|------|------|------|------|------|------|------|----------------|
| 21 % | 23 % | 41 % | 80 % | 84 % | 18 % | 43 % | 43 %           |

Hoewel het aantal emissies, waaruit deze percentages berekend zijn, niet erg groot genoemd kan worden, zijn er toch wel zeer duidelijk enige punten van belang aanwijsbaar.

Ofschoon reeds in 1945 weer begonnen werd met de opbouw van het in de oorlog zo zwaar gehavende en deels vernietigde productieapparaat, duurde het tot 1947, voor de bedrijven zich weer met enige juistheid konden oriënteren over de plaats die zij innamen in het economisch leven van ons land. In die tijd waren de ondernemers enigermate op de hoogte geraakt van de richting waarin zich soortgelijke bedrijven, voornamelijk in Amerika, hadden bewogen en zij konden toen weer ongeveer bepalen hoe de opbouw van hun bedrijf zou moeten geschieden en waarop zij hun productieplanning moesten richten. Dit gevoegd bij de ruimere kapitaalgoederenvoorziening ook al voornamelijk omdat de Amerikaanse oorlogsindustrie was omgeschakeld en zodoende weer enigszins aan de grote vraag naar productiemiddelen kon worden voldaan, laat 1947 zien als een jaar waarin de emissiebedrijvigheid voor de industriële bedrijven een buitengewoon grote omvang heeft genomen zowel wat aantal als bedrag der emissies betreft.

Hierbij doet zich dan de vraag voor of niet het grote bedrag der in dat jaar plaats gehad hebbende emissies de markt dusdanig heeft leeggezogen, dat daardoor na die tijd de gedachte van „gebrek aan risico-dragend kapitaal” is ontstaan. Immers na 1947 blijkt dat relatief de obligatie-emissie in aantal toeneemt, wat zou pleiten voor de juistheid van een dergelijke opvatting, temeer daar het totaal geëmitteerde bedrag in elk der na 1947 volgende jaren belangrijk lager is dan dat jaar. Er zouden dus bedrijven, die om welke reden dan ook vermogen wensten aan te trekken, door oorzaken buiten het bedrijf liggende, in de noodzaak gesteld zijn, dit vermogen in een niet-risico-dragende vorm of althans in een niet-risico-dragend schijnende vorm tot zich te trekken.

Een nadere beschouwing van de percentages van de obligatieleningen van het totaal in elk der jaren, laat immers grote verschillen zien tussen de percentages van het aantal en van het bedrag. Zo is b.v. in 1947 het aantal obligatie-emissies groot en het bedrag relatief vrij laag, terwijl in de jaren 1949 en 1950 het omgekeerde het geval is. (zie fig. 1)

Neemt men nu het aantal obligatie-emissies als maatstaf dan zou in 1947 t/m 1949 het gebrek aan risicodragend vermogen het grootst zijn geweest; neemt men daarentegen de bedragen als maatstaf dan zijn dit de jaren 1949 en 1950. De twee reeksen percentages lopen dus niet zoals men zou verwachten, parallel.

Om nu de mogelijkheid, dat enkele zeer grote emissies het beeld geheel vertroebelen, te ontgaan, lijkt het ons gewenst dezelfde cijferopstelling nog eens te geven maar dan exclusief de emissies van buitengewone omvang.

Wij laten dan de volgende emissies buiten beschouwing:

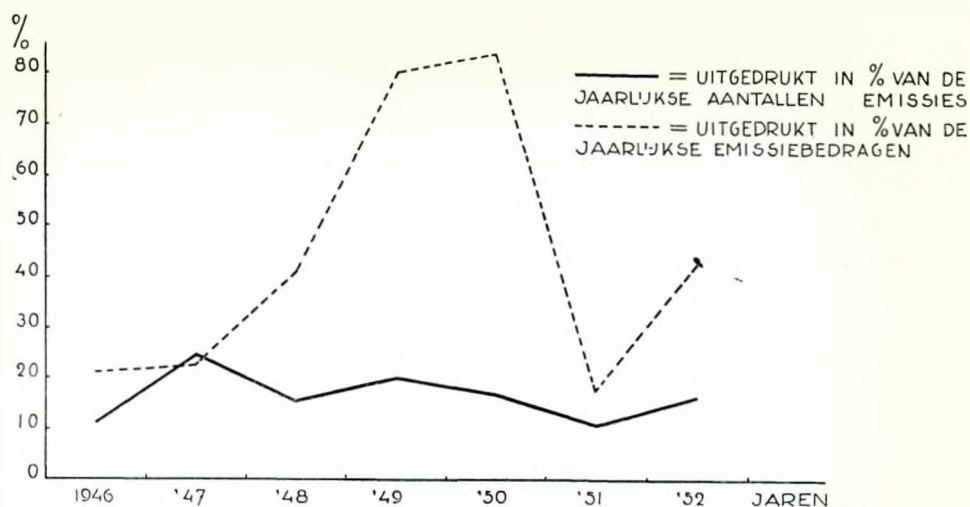


Fig. 1. Het aandeel van de obligatie-emissie in de totale emissiebedrijvigheid.

|      |            |    |             |                             |
|------|------------|----|-------------|-----------------------------|
| 1947 | Unilever   | f  | 12.000.000  | 4 % Cum. Pref. Aand.        |
| 1947 | Kon. Petr. | „  | 100.000.000 | 3½ % Oblig.                 |
| 1947 | Kon. Petr. | „  | 302.174.400 | Gew. Aand.                  |
| 1948 | Philips    | „  | 75.000.000  | 3½ % Oblig.                 |
| 1948 | Philips    | „  | 52.220.250  | Gew. Aand.                  |
| 1948 | Philips    | „  | 18.447.000  | 6 % Cu. Pref. Winstd. Aand. |
| 1949 | Unilever   | „  | 75.000.000  | 3½ % Conv. Oblig.           |
| 1949 | Philips    | \$ | 5.000.000   | 3½ % Oblig.                 |
| 1950 | Unilever   | f  | 200.000.000 | 3½ % Conv. Oblig.           |
| 1951 | A.K.U.     | „  | 20.000.000  | Gew. Aand.                  |
| 1951 | A.K.U.     | „  | 20.000.000  | 4½ % Conv. Oblig.           |
| 1951 | Unilever   | „  | 43.004.000  | Gew. Aand.                  |

De gecorrigeerde cijferopstellingen worden dan aldus:

*Aantal emissies*

|        | 1946 | 1947 | 1948 | 1949 | 1950 | 1951 | 1952 | Totaal |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Aand.  | 8    | 46   | 36   | 20   | 20   | 23   | 5    | 158    |
| Oblig. | 1    | 15   | 6    | 3    | 3    | 2    | 1    | 31     |
|        | 9    | 61   | 42   | 23   | 23   | 25   | 6    | 189    |

D.i. aan obligaties in % van het jaartotaal:

|  | 1946 | 1947 | 1948 | 1949 | 1950 | 1951 | 1952 | Totaal |
|--|------|------|------|------|------|------|------|--------|
|  | 11 % | 26 % | 14 % | 13 % | 13 % | 8 %  | 17 % | 17 %   |

*Bedrag der emissies:*

|        | 1946         | 1947         | 1948         | 1949         |
|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aand.  | f 11.500.000 | f 77.450.500 | f 44.473.500 | f 20.572.700 |
| Oblig. | „ 3.000.000  | „ 15.400.000 | „ 6.303.000  | „ 8.750.000  |
|        | f 14.500.000 | f 92.850.500 | f 50.776.500 | f 29.322.700 |

|        | 1950         | 1951         | 1952         | Totaal        |
|--------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Aand.  | f 40.964.400 | f 44.592.750 | f 17.190.000 | f 256.743.850 |
| Oblig. | „ 10.200.000 | „ 3.500.000  | „ 13.000.000 | „ 60.153.000  |
|        | f 51.164.400 | f 48.092.750 | f 30.190.000 | f 316.896.850 |

D.i. in procenten van het jaartotaal voor obligaties:

| 1946 | 1947 | 1948 | 1949 | 1950 | 1951 | 1952 | Van het totaal |
|------|------|------|------|------|------|------|----------------|
| 21 % | 17 % | 12 % | 30 % | 20 % | 7 %  | 43 % | 19 %           |

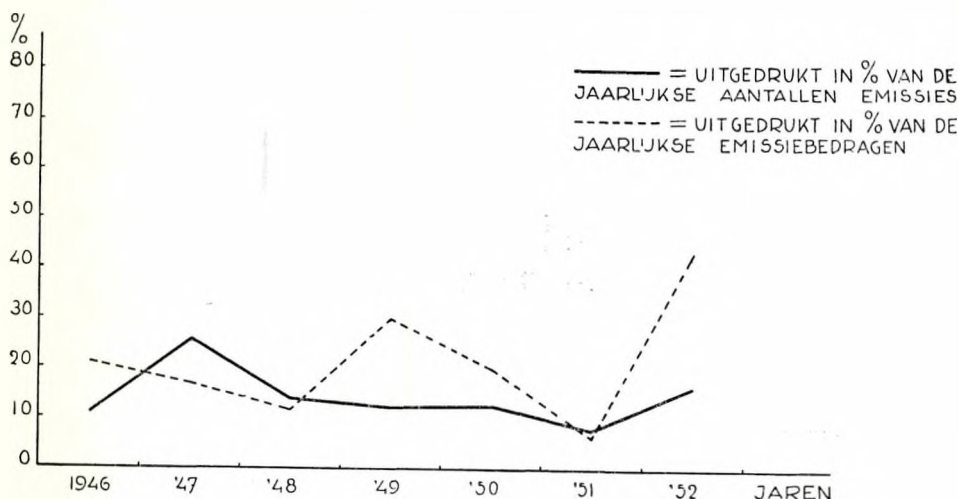


Fig. 2. Het aandeel v/d obligatie-emissies in de totale emissiebedrijvigheid, exclusief de „grote vier”.

Uit bovenstaande grafiek kan men zien dat hoewel er een noodzakelijke vermindering van de ongelijkheid moest komen deze ongelijkheid geenszins is opgeheven zodat uit deze cijfers zonder meer dus niet is op te maken welk van de percentages (aantal of bedrag) nu maatgevend is voor het gebrek aan „risicodragend kapitaal”. Kennelijk is in de jaren 1949-1950 het gemiddeld bedrag per obligatielening groter geweest dan voordien, wat veroorzaakt kan zijn door het feit dat *grote ondernemingen* noodgedwongen deze financieringsfiguur moesten aanvaarden, een aanwijzing dus dat de grotere ondernemingen de gedachte „gebrek aan risicodragend kapitaal” voor juist hielden. Tevens blijkt uit de gevonden cijfers welk een overwegende invloed de „big four” (Unilever, Philips, A.K.U. en Koninklijke) op de emissiebedrijvigheid hebben gehad. Hun emissies, in totaal 12 d.w.z. 6 % van het totaal aantal emissies, nemen niet minder dan 74 % van het totaal geëmitteerde bedrag in beslag.

Geven de cijfers van aantal en bedrag der obligatie-emissies als zodanig een uiteenlopend beeld, zodat hieruit de periode van het „gebrek” (of groter „gebrek”) niet kan worden aangewezen, mogelijk kan men door een theoretische verklaring de voorkeur voor de een boven de ander vinden. Men zou kunnen redeneren dat het aantal dit gebrek aan risicodragend vermogen het best tot uitdrukking zou brengen, omdat in het aantal de individuele beslissingen van alle ondernemers tot uiting komen en geleid als zij worden door dezelfde rationaliteitsoverwegingen kan men dan stellen dat hier het subjec-



tieve inzicht der ondernemers vrij sterk op de gedachte van het „gebrek” gericht is geweest. Een groot aantal ondernemers bevond dus de markt van een constellatie die op „gebrek” duidde, hetgeen van groter waarde geacht moet worden dan het „bevinden” van één of enkele ondernemers die echter in hun beslissing een groot bedrag aan vermogen moeten verwerken.

Aan de andere kant kan niet worden ontkend dat juist het slagen van de grote emissies afhankelijk moet worden gesteld van een nauwkeurig onderzoek naar de mogelijkheid van slagen bij diverse financieringsfiguren, waarbij als een grote onderneming op grond van dit onderzoek eenmaal gekozen heeft de kleinere slechts navolgers der grote zijn. De nauwgezetheid waarmee de grote ondernemingen de vermogensmarkt onderzoeken zou in dit geval dus een aanwijzing zijn voor het nemen van de bedragen als richtsnoer.

Men kan aldus beide kanten uitredeneren zonder nader tot een oplossing gekomen te zijn. Toch menen wij dat in de naoorlogse jaren een zeer duidelijke grens is aan te geven waar de ondernemers de gedachte van het niet in voldoende mate aanwezig zijn van risicodragend vermogen hebben aanvaard. Immers, hoewel in 1947 gedurende het gehele jaar veel obligatieleningen zijn aangegaan, zien we aan het eind van dat jaar plotseling dat een „enkele” obligatie-emissie vrijwel niet meer voorkomt, maar dat tot aan het eind van de periode van onderzoek, dus eind 1952, ze op enkele uitzonderingen na vrijwel alle samengaan met tegelijkertijd een aandelenemissie, dan wel dat ze een bijzondere vorm vertonen b.v. conversiemogelijkheid. Het tegelijkertijd overgaan tot een obligatie- en een aandelenemissie, waarbij de motivering van uitgifte, indien we daar waarde aan kunnen hechten (waarover later) volkomen gelijk is, wettigen ons inziens dan ook het vermoeden, dat men vanaf eind 1947 teneinde de emissie te laten slagen op beide markten tegelijk een beroep deed, aldus rekening houdend met een gebrek aan risico-dragend vermogen.

Naast het aantal en het bedrag als mogelijke criteria zien we hier in de wijze van emitteren o.i. dus een zeer duidelijke indicatie wanneer de idee van het gebrek aan risicodragend vermogen zijn intrede deed, waardoor wij de divergentie van aantal en bedrag niet meer tot onderwerp van hypothetische beschouwingen hoeven te maken.

Hebben wij dus een plotselinge overgang geconstateerd van de enkele obligatie-emissie naar de met een aandelenemissie gecombineerde en naar die van bijzondere vorm en hebben wij gemeend daaruit een naar voren komen van de conceptie „gebrek aan risicodragend vermogen” te moeten concluderen, veel blijft er nog onduidelijk. De snelle opeenvolging van zeer grote emissies van enkele grote ondernemingen doen automatisch de vraag rijzen in hoeverre de eerstkomende de markt voor risicodragend vermogen heeft leeggezogen.

Voorzover ons bekend, is geen enkele der emissies niet geslaagd, waarmee wij bedoelen, dat de ondernemingen, die overgingen tot een emissie, ook inderdaad de middelen hebben verkregen, waar ze in hun prospectus om vroegen. In zekere zin zou men ook van mislukking kunnen spreken, als men na de emissie een sterke druk op de koers moest constateren. Wij hebben inderdaad herhaaldelijk vastgesteld, dat de koers na de emissie lager was dan ervoor; het betrof dan echter gevallen, waarin de emissiekoers lager was dan de koers voor emissie. Aangezien in deze gevallen in het algemeen een voorkeursrecht was verbonden aan de emissie, waardoor het koersverlies gecompenseerd kan zijn door de opbrengst van de claim, durven wij geen oordeel te vellen, of de koersdaling al of niet een abnormaal karakter ver-

toonde. Verder zou men ook in al die gevallen van mislukking kunnen spreken, waarin een onderneming de noodzaak of de dringende wens gevoelde tot uitbreiding van het vermogen over te gaan, maar daarin niet slaagde, doordat zij geen consortium bereid kon vinden, de emissie over te nemen, of van bedoelde plannen af moest zien op aanraden van één of meer bankiers. Ook dit was niet na te gaan.

Hoewel dus geen enkele der emissies in eerstgenoemde zin mislukt is, meenden de eerste emittenten desalniettemin, dat de markt voor risicodragend vermogen te krap was.

En men meende het bij elke grote en kleine emissie nadien nog steeds, terwijl toch steeds weer ook het tegelijkertijd uitgegeven aandelenpakket werd geplaatst. Daar het merendeel der besparingen in deze jaren plaats vond via de institutionele beleggers, rijst de vraag, of wij mogen aannemen, dat het steeds weer slagen van de emissies voortvloeide uit een voldoende hoeveelheid besparingen, die tussen de emissies in plaats vonden, en hun weg vonden naar de risicodragende sector van de kapitaalmarkt, dan wel dat er voor de gehele gedachte van gebrek aan risicodragend kapitaal geen plaats was.

Is dit laatste het geval, dan moet wel de conclusie worden getrokken dat er, althans voor de eersten waarbij men de vrees voor een gebrek kan constateren, geenszins een gebrek bestond, tenzij, en dit blijft uiteindelijk een open vraag, men een risicoverdeling van het aanbod van risicodragend vermogen *a priori* vooronderstelde en men voor de eigen emissie slechts een deel van dit aanbod beschikbaar achtte. Al met al kunnen wij ons niet aan de indruk onttrekken dat men hier de verwachtingen met de werkelijkheid, die niet was na te gaan, verwarde en men uit de verwachtingen van de eersten, de zekerheid van het aldus-zijn afleidde.

Wij hebben niet getracht en wij zullen ook niet trachten het begrip „risicodragend kapitaal” te omschrijven, en wij gaan voorbij aan de vraag, of het risico gelegen is in de financieringsfiguur, dan wel in de aard van de onderneming, dan wel in beide.

#### *4. De motivering der emissies en de obligatie-lening als gebezigde financieringsfiguur.*

Om na te gaan of in de naoorlogse jaren het emitteren van obligaties geschiedde op gronden van rationaliteit aangegeven door de eisen waaraan de obligatie als financieringsfiguur moet voldoen, dan wel andere overwegingen dan de theoretische geschiktheid een rol hebben gespeeld, zullen wij ons thans bezig houden met de motieven die de emittenten hebben genoemd om tot de emissies, en wel op de gedane wijze, over te gaan. Uiteraard nemen wij de in het prospectus aangegeven motieven, niet het minst om het principe van de prospectus-waarheid, als juist aan. Wij zullen dan trachten een verband, indien dit bestaat, te ontdekken tussen de gegeven motivering van uitgifte en de gekozen financieringsfiguur. Om de veelheid van motiveringen, soms beknopt, soms zeer omstandig in het prospectus weergegeven, enigszins overzichtelijk te maken hebben wij elk der motiveeringen onder een van de volgende groepen gerangschikt.

1. Herstel Oorlogsschade.
2. Oprichting.
3. Liquiditeitsverbetering (in verband met prijsstijgingen, tekort aan afschrijvingen).
4. Expansie van het bestaande productieproces.

5. Expansie voor aantrekking van een nieuw productieproces.
6. Deelnemingen.
7. Aflossing van bankcrediet.
8. Aflossing van obligaties.
9. Aflossing van crediteuren.
10. Research.

In de komende samenvatting zullen wij deze groepen aanduiden met het nummer, waarmee ze hier zijn aangegeven.

Wij geven hieronder de door ons gevonden resultaten, voorlopig eerst zonder commentaar.

Motief no. 1 komt in totaal 8 maal voor waarvan één maal als enkelvoudig motief, in het merendeel der gevallen is het gecombineerd met motief 3 of 4. De enige maal dat het enkelvoudig is, is het een aandelenemissie. Met andere motieven gecombineerd, de rest dus, zijn er 5 aandelen- en 2 obligatie-emissies.

De emissiebedragen fluctueren tussen f 450.000 en f 5.000.000.

Motief no. 2 komt 7 maal voor, waarvan slechts één in combinatie met motief 6, terwijl de rest enkelvoudig is. Al deze emissies zijn aandelen-emissies, waarvan een gecombineerd met een 4 % Cum. Pref. Aandelen-emissie. Het maximaal geëmitteerde bedrag is f 3.400.000 terwijl het minimum f 175.000 is.

Motief no. 3 komt in totaal 114 maal voor waarvan 13 maal als enkelvoudig motief. 90 maal zien wij dit motief gecombineerd met motief no. 4. Met de andere motieven is het slechts zo nu en dan gecombineerd.

Verdeeld over de financieringsfiguren zien we dat er van zijn:

90 Gewone aandelenemissies.

1 Preferente Aandelenemissie.

1 6 % Cum. Aflosb. Winstd. aand. emissie.

22 Obligatie-emissies waarvan 3 converteerbaar in aandelen.

Van de 13 enkelvoudig gemotiveerden waren

3 Obligatieleningen.

9 Gewone aandelenemissies.

1 6 % Cum. Afl. Winstd. Aandelenemissies.

De grootste emissie aldus gemotiveerd bedroeg f 200.050.000

De kleinste emissie aldus gemotiveerd bedroeg f 100.000

Motief no. 4 komt verreweg het meest voor nl. in 151 gevallen, waarvan 44 enkelvoudig. Zoals boven reeds is aangegeven komt het 90 maal voor in combinatie met motief no. 3. De andere motiveringen zijn slechts sporadisch vermeld. Waar ze vermeld zijn blijkt dit uit de bespreking van die motieven.

Verdelen we deze 151 gevallen over de financieringsfiguren dan blijkt deze verdeling als volgt te zijn:

116 Gewone Aandelenemissies.

1 Preferente Aandelenemissie.

1 Prioriteit Aandelenemissie.

26 Obligatie-emissies.

6 Converteerbare Obligatie-emissies.

1 \$ Obligatie-emissie.

De 44 enkelvoudig gemotiveerden hebben een verdeling:

34 Gewone Aandelenemissies.



- 1 Pref. Aandelenemissie.
- 5 Obligatie-emissies.
- 3 Converteerbare Obligatie-emissies.
- 1 \$ Obligatie-emissie.

Ook hier liggen evenals bij 3 de grenzen van de emissiebedragen bij f 200.050.000 en f 100.000.—.

Motief no. 5 komt 12 maal voor waarvan 2 maal enkelvoudig. Deze 2 maal hebben gewone aandelen als financieringsfiguur.

De verdeling van deze 12 gevallen over de financieringsfiguur is als volgt:

- 10 Gewone Aandelenemissies.
- 2 Obligatie-emissies.

De tien met andere motieven gecombineerde, zijn meest verbonden met de motieven 3 en/of 4.

Motief no. 6 komt in totaal 31 maal voor t.w. bij:

- 26 Gewone Aandelen emissies.
- 1 7 % Pref. Aflosb. aand. emissie.
- 1 6 % Cum. Pref. Winstd. Afl. aandelenem.
- 2 Obligatie-emissies.
- 1 Converteerb. Obligatie-emissie.

In vergelijking met de andere motieven komt no. 6 relatief vaak zelfstandig voor n.l. in 11 gevallen, verdeeld als volgt:

- 9 Gewone aandelenemissies.
- 1 7 % Pref. Aflosbare aand. emissie.
- 1 6 % Cum. Pref. Winstd. Aflosb. aand. emissie.

Ook dit motief, indien niet zelfstandig, is het meest gecombineerd met 3 en/of 4.

De grenzen van de emissiebedragen zijn f 75.000.000 en f 200.000.—. Voor de zelfstandig gemotiveerde emissies zijn deze grenzen f 52.000.000 en f 200.000.—.

Motief no. 7 komt 21 maal voor, t.w. bij

- 16 Gewone aandelenemissies.
- 5 Obligatie-emissies.

Van deze 21 maal zijn er slechts 2 enkelvoudig waarvan

- 1 Gewone aandelenemissie.
- 1 Obligatie-emissie.

De motieven 3 en 4 voeren in de combinatie ook hier de boventoon. De grenzen van de emissiebedragen zijn hier f 75.000.000 en f 200.000.—.

Motief no. 8 komt van de 4 maal geen enkele maal zelfstandig voor, doch steeds gecombineerd met 3 en/of 4.

De 4 maal zijn verdeeld over

- 2 Gewone Aandelenemissies.
- 2 Obligatie-emissies.

De emissiebedragen zijn hier maximaal f 5.000.000 en minimaal f 250.000.—.

Motief no. 9 komt evenals 8 ook niet zelfstandig voor, terwijl het in combinatie met 7, 3 maal optreedt en met 4, 1 maal. Het totaal, dus 4 maal, komt slechts voor bij Aandelenemissies, variërend van f 4.500.000 tot f 375.000.—.

Tenslotte komt motief 10, 7 maal voor, waarvan geen enkele maal zelfstandig, doch steeds gecombineerd met 3 en/of 4. Het komt slechts voor bij gewone aandelenemissies waarvan de bedragen liggen tussen f 302.000.000 en f 250.000.—.

Schematisch weergegeven vertonen de motieven dus het volgende beeld.

| Motief | Totaal | zelfstandig voorkomend |            | gecombineerd met andere |            |
|--------|--------|------------------------|------------|-------------------------|------------|
|        |        | Aandelen               | Obligaties | Aandelen                | Obligaties |
| 1      | 8      | 1                      | -          | 5                       | 2          |
| 2      | 7      | 6                      | -          | 1                       | -          |
| 3      | 114    | 10                     | 3          | 82                      | 19         |
| 4      | 151    | 35                     | 9          | 83                      | 24         |
| 5      | 12     | 2                      | -          | 8                       | 2          |
| 6      | 31     | 11                     | -          | 17                      | 3          |
| 7      | 21     | 1                      | 1          | 15                      | 4          |
| 8      | 4      | -                      | -          | 2                       | 2          |
| 9      | 4      | -                      | -          | 4                       | -          |
| 10     | 7      | -                      | -          | 7                       | -          |

Wil men uit bovenstaande cijfers een eventuele conclusie trekken dan is het dienstig in de eerste plaats de enkelvoudige motieven in ogenschouw te nemen, daar hieruit een eventueel verband tussen motivering en financieringsfiguur het best tot uitdrukking moet komen.

Slechts bij één emissie wordt motief 1 enkelvoudig aangegeven. Hieruit is dus zeer moeilijk te destilleren of dit nu juist de meest juiste financieringsfiguur is die de ondernemers qua motivering van hun vraag naar vermogen zouden kunnen accepteren. Dit te meer daar men onder de gemengde motivering een tamelijk groot % aan obligatievermogen heeft gevraagd. Een andere en o.i. grotere moeilijkheid is hier wat men precies onder oorlogsschade verstaat. Het maakt principieel n.l. weinig verschil of men weggehaalde of vernietigde machines moet vervangen, dan wel versleten machines. Deze motivering sluit dus zeer sterk aan bij de onder motief no. 3 genoemde gevallen, waarbij men te weinig heeft afgeschreven in vergelijking met het prijspeil van na de oorlog. In beide gevallen moet men vervangen en heeft men niet voldoende middelen. Ook ziet men in beide gevallen duidelijk, zij het bij het eerste motief sterker, de relativiteit van het kapitaal. Het aandeel is in beide gevallen evenzeer blootgesteld aan ontwaarding als de obligatie.

Dat bij een motivering vallende onder groep 2 alleen aandelenvermogen wordt gevraagd ligt wel voor de hand, hoewel er onder motief no. 4 gevallen zijn die een oprichting zeer nabij komen en die toch met obligatieleningen gefinancierd worden. Dit zijn echter zeer speciale gevallen die het beeld slechts zouden vertroebelen indien ze onder motief 2 waren gerangschikt.

Het is opvallend dat in het merendeel der gevallen in het prospectus motiveringen werden aangegeven, die soms woordelijk op elkaar leken. Wij hebben dan ook sterk de indruk gekregen dat men veelal eer een „standaard motivering” heeft gebruikt dan dat men in werkelijkheid heeft aangegeven waar de nieuw aan te trekken middelen voor zouden worden gebruikt. Vandaar dat een zeer groot deel der motiveringen onder de categorieën 3 en 4 valt. Dit heeft dan ook tot gevolg dat een duidelijke indicatie naar de voorkeur van de ene boven de andere vorm van financiering niet te vinden is.

Ook de enkelvoudige motieven laten ons hier in de steek. Men kan n.l. in de spreiding van deze motieven over de aandelenemissies en obligatie-emissies geen duidelijke aanwijzingen vinden, dat motieven 3 en 4 vooral bij hetzij aandelenemissies, hetzij obligatie-emissies zouden voorkomen. De verhouding tussen het aantal aandelenemissies en het aantal obligatie-emissies, dat op eenzelfde wijze gemotiveerd wordt, stemt voor de motieven 3 en 4 ongeveer overeen met de verhouding tussen het totale aantal aandelen- en obligatie-emissies in de beschouwde periode.

Op grond van theoretische overwegingen zou men juist verwachten, dat de motieven 3 en 4, d.w.z. liquiditeitsverbetering en expansie, in het overgrote deel der gevallen aanleiding zouden hebben gegeven tot het doen van een aandelenemissie. Gelet op de rol, die de diversiteitsfactor speelt, zullen deze motieven immers veelal een permanente vermogensbehoefte veroorzaken.

Dat motief no. 5 bij de enkelvoudige motivering alleen aandelenvermogen vraagt en ook bij de gecombineerde motivering voor een zeer groot percentage, komt zeer wel overeen met de verwachting die men zou hebben over de financiering voor een dergelijk doel. Sterker echter valt op dat bij de motivering dat de nieuwe middelen zullen worden gebruikt om belangen te verwerven, deelnemingen dus (motief no. 6), het vaak enkelvoudig zijn van dit motief zo sterk naar voren komt. Behoudens de logische uitzondering van motief no. 2 is het deze motivering die relatief het sterkst enkelvoudig vertegenwoordigd is en wij zien bij de enkelvoudige motivering van de vraag naar vermogen voor het doel „deelnemingen” dan een uitgesproken voorkeur voor aandelenvermogen. Ook in de gecombineerde motivering neemt het aandelenvermogen een relatief zeer grote plaats in.

De aflossing van bankcrediet (motief no. 7) laat zien dat bij de enkelvoudige motivering zowel een aandelen- als een obligatie-emissie heeft plaats gevonden. Dat uit deze weinige cijfers geen stringente conclusies kunnen worden getrokken is duidelijk, hoewel als men ook naar de gecombineerde motivering kijkt er bij dit motief toch wel een grotere voorkeur voor obligatievermogens is dan bij de andere motiveringen.

Op de cijfers gegeven bij motief no. 8 is weinig commentaar te geven daar ze eerstens gecombineerd zijn voor wat betreft de motivering. Indien men daarvan afziet, kan men in de tweede plaats slechts concluderen, dat een deel der obligatieleningen is omgezet in een nieuwe obligatielening, terwijl bij andere een aandelenemissie is gedaan, waarbij een restant van een obligatielening uit het verkregen geld werd afgelost.

Tenslotte zien we dat hoewel de motieven 9 en 10 slechts gecombineerd met andere voorkomen zij slechts bij aandelenemissies worden vermeld. Indien men dus gelden voor deze doeleinden wilde besteden gaf men een uitgesproken voorkeur voor aandelen weer. Dat dit bij research het geval is, is haast vanzelfsprekend, evenals de omzetting van kortlopende crediteurschulden in eigen vermogen, omdat deze crediteurschulden meestal leverancierscredieten zullen zijn en derhalve in hun totaliteit beschouwd een permanent karakter dragen.

Voorzover men tegelijkertijd overging tot het emitteren van zowel obligaties als aandelen, is het opmerkelijk, dat men in het prospectus steeds een motivering gaf van de gehele emissie, zonder daarbij een onderscheid te maken tussen de bestemming van gelden verkregen uit de uitgifte van aandelen en de bestemming van gelden verkregen uit de uitgifte van obligaties. Slechts in één van de dertien prospectussen, die op een dergelijke emissie betrekking hebben, trekt men een scheiding, als hierboven bedoeld.

Resumerend kunnen we dus zeggen, dat het overgrote deel der emissies een grote gelijkheid vertoont in de motivering van de vraag naar vermogen, getuige de grote plaats die de motieven 3 en 4 in de motiveringen innemen.

Wat deze laatste motieven betreft kan men empirisch geen enkel verband leggen tussen motivering en financieringsfiguur. Aan de verwachtingen, die men op theoretische gronden aangaande de financieringsfiguur behorend bij deze motiveringen zou koesteren, blijkt niet voldaan te worden. De slechts zo nu en dan voorkomende motiveringen vertonen daarentegen wel een zeker verband met de financieringsfiguur, welk verband overeenstemt met de verwachtingen, die men daarover op theoretische gronden zou hebben.

Uiteraard zullen ook factoren, buiten de gegeven motiveringen, een grote rol hebben gespeeld als b.v. de verwachting van een gebrek aan risicodragend vermogen, fiscale overwegingen of andere externe oorzaken.

##### *5. De keuze van de obligatielening en de criteria der bedrijfseconomische theorie.*

Teneinde de juistheid van de keuze ten gunste van een obligatielening te onderzoeken, hebben wij aan de hand van de 3 theoretische criteria n.l.

- 1e. het bestemd zijn voor een langzaam in waarde dalend actief waarvan de levensduur overeenkomt met de looptijd van de lening;
- 2e. een buffer van eigen vermogen;
- 3e. een stabiel inkomen

de in de onderhavige periode plaats gehad hebbende obligatie-emissies nagegaan, teneinde te onderzoeken of aan deze voormelde voorwaarden was voldaan.

Wij hebben daartoe eerstens de motiveringen die gegeven werden voor de 37 (zie blz. 3) in het onderzoek betrokken obligatie-emissies ontleed, in die zin, dat wij hebben nagegaan, onder welke van de 3 volgende groepen de bestemming, die men aan de aan te trekken middelen ging geven, gerangschikt kon worden. Deze 3 groepen hebben wij a.v. ingedeeld:

- 1e. Versterking bedrijfsmiddelen, b.v. ten gevolge van prijsstijgingen van goederen, debiteuren e.a..
- 2e. Aanschaffing van groepen kleine eenheden, met een grote diversiteit in de vermogensbehoefte (b.v. machineparken).
- 3e. Aanschaffing van afzonderlijke grote eenheden, (b.v. gebouwen en schepen).

De 3 groepen geven ongeveer de indeling in kapitaalcomponenten aan, waarover het aan te trekken vermogen kan worden verdeeld. Daaruit kunnen wij dus bij benadering de levensduur van de te financieren objecten aflezen. Groep 3 is dus de enige voor de obligatielening relevante groep voor wat betreft de eerste der gestelde voorwaarden.

Voorts hebben wij uit de balanscijfers de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen afgeleid, waarbij werd uitgegaan van de balanscijfers na de emissie. Uiteraard konden wij slechts afgaan op de gepubliceerde gegevens, zonder de geheime en stille reserves in onze beschouwingen op te kunnen nemen. Als juistheidscriterium hebben wij genomen de vuistregel 2 : 1. Is men aan de ongunstige kant van deze verhouding dan hebben wij dit als een overweging gezien om niet tot de uitgifte van een obligatielening over te gaan. Wij beseffen evenwel zeer goed dat de bezwaren die men tegen elke ratio, tegen elke vuistregel kan aanvoeren ook hier gelden, daar

op deze wijze de structuren van alle ondernemingen noodzakelijk gelijk gewaardeerd worden.

Het 3e criterium n.l. dat van een stabiel inkomen hebben wij menen te kunnen beoordelen aan de hand van de uitgekeerde dividenden gedurende de depressie in het begin van de 30er jaren. Hieruit meenden wij n.l. de conjunctuurgevoeligheid te kunnen aflezen. Bij verschillende ondernemingen echter waren deze cijfers niet voorhanden omdat zij of in die jaren niet bestonden ofwel hun aandelen niet genoteerd waren. Hier blijft de beantwoording van de vraag naar de stabiliteit van het inkomen dus altijd zeer moeilijk.

Bij dit onderzoek, waar dus de 37 in onze beschouwingen opgenomen obligatie-emissies bij waren betrokken, bleek zeer duidelijk een voldoen aan het eerste criterium (het langzaam in waarde dalend actief) eerder tot de uitzonderingen te behoren, dan regel te zijn.

De cijfers die hiervoor gevonden werden waren n.l. als volgt: Van de 37 emissies waren er 13 die groep 3 op de een of andere wijze als, of mede als, bestemming van de nieuwe middelen aangaven. Van deze 13 gaven 2 alleen groep 3 aan.

- 7 waren gecombineerd met groep 2.
- 2 waren gecombineerd met groep 1.
- 2 waren gecombineerd met de groepen 1 en 2.

Groep 2 komt 20 maal voor en wel verdeeld als volgt.

- 3 maal zelfstandig.
- 7 maal gecombineerd met groep 3.
- 8 maal gecombineerd met groep 1.
- 2 maal gecombineerd met de groepen 1 en 3.

En tenslotte, de groep die het minst had moeten voorkomen n.l. groep 1, kwam 22 maal, dus het vaakst, voor waarvan

- 10 maal alleen.
- 8 maal gecombineerd met groep 2.
- 2 maal gecombineerd met groep 3.
- 2 maal gecombineerd met de groepen 2 en 3.

De verdeling van de bestemmingen over de jaren is tamelijk gelijkmatig, zodat wij hieraan geen enkel bijzonder aanknopingspunt hebben, hetgeen bij een concentratie van een bepaalde bestemming in een bepaalde periode misschien wel het geval had kunnen zijn.

In de bovenvermelde cijfers is niet opgenomen een 3 maal voorkomende schuldomezetting n.l. 2 van oude in nieuwe obligatieleningen en van een bankschuld in een obligatielening. Wij meenden deze 3 gevallen buiten beschouwing te kunnen laten, althans wat hun bestemming betrof. Wel zijn ook deze gevallen in de samenvatting van de 2 andere criteria begrepen.

Uit het bovenstaande hoeft men nog niet onmiddellijk af te leiden, dat men zich in de practijk niet laat leiden door de criteria, zoals die door de theorie zijn opgesteld. De mogelijkheid bestaat n.l., dat de keuze van de financieringsfiguur mede beïnvloed is door de diversiteitsfactor in de vermogensbehoefte, op grond van een totale beschouwing van die vermogensbehoefte. In hoeverre deze factor inderdaad een rol heeft gespeeld is voor ons niet na te gaan.

Wat de verhouding van eigen en vreemd vermogen betreft (na de emissie), volgens de door ons gestelde vuistregel 2 : 1 blijkt dat van de 37 emit-



tenten 18 een gunstig en 19, dus meer dan de helft, een ongunstig beeld vertonen.

Stelt men een gunstige verhouding eigen: vreemd vermogen op 1 : 1 of beter, zelfs dan blijken 9 ondernemingen niet aan de eis van een voldoende buffer te voldoen.

Opvallend is echter wel dat er in de periode tot eind 1947, dus die periode waarin volgens onze opvatting, de idee van het gebrek aan risicodragend vermogen nog geen ingang had gevonden, 11 obligatie-emissies zijn geweest, waarvan slechts 3 een verhouding eigen : vreemd vermogen hadden van 2 : 1 of beter, 2 ervan vertoonden zelfs een verhouding 1 : 1 of nog ongunstiger.

Indien, zoals door ons op blz. 3 is gesteld, de gedachte van „gebrek aan risicodragend kapitaal", is opgekomen na de grote emissies van eind 1947, dan is het te opvallender, dat juist ondernemingen met een volgens bovenvermelde regel zeer slechte financiële structuur de obligatie als financieringsfiguur kozen. Het is daarom niet onmogelijk, dat men vanwege het grote risico, gelegen in de aard der onderneming, terwijl men coûte que coûte geld moest hebben, de moeilijkheden trachtte op te vangen door het enigmatische risicoloos maken der financieringsfiguur. O.i. mag men hieruit dan zeker niet afleiden, dat er in het algemeen een gebrek aan risicodragend vermogen zou hebben bestaan. Uit het door ons onderzochte materiaal is dit immers niet af te leiden. Evenmin kan men daarin opsporen, in hoeverre eventuele overwegingen, die hun oorsprong vinden buiten het bedrijf, zoals de belastingwetgeving, een rol gespeeld hebben. De betrekkelijk korte looptijd der leningen, zou een indicatie in de laatste richting kunnen zijn, in die zin, dat de hoop op een verzachting van de belastingwetgeving doorslaggevend zou zijn geweest. In hoeverre de belastingen samen met de goedkoop-geldpolitiek invloed hebben uitgeoefend, is niet na te gaan, doch mocht dit het geval zijn, dan blijft nog de vraag open, waarom juist de ondernemingen met een zwakke financiële structuur de obligatielening als financieringsfiguur kozen, terwijl bovenvermelde overwegingen uiteraard voor alle ondernemingen golden.

Het 3e criterium, dat van een stabiel inkomen, vertoont evenmin als de 2 andere een erg gunstig beeld.

Slechts 9 ondernemingen hebben in de depressie van de 30er jaren regelmatig dividend uitgekeerd. 2 hebben slechts een zeer klein dividend uitgekeerd, terwijl niet minder dan 13 in al die jaren dividend hebben gepasseerd. Van de resterende 13 waren er 12 waarvan de resultaten eerst na de genoemde depressie openbaar werden gemaakt, zodat een eventuele conjunctuurgevoeligheid hierbij niet kon worden nagegaan. Bij deze laatste 12 waren er evenwel 5 die in de jaren direct na de depressie werden genoteerd en sinds dien regelmatig dividend hebben uitgekeerd.

Deze 5 meenden wij een zekere graad van stabiliteit niet te moeten ontzeggen, waardoor het eerste cijfer dus op 14 kan worden gesteld, terwijl de onbekenden tot 7 worden gereduceerd. Ondanks deze verschuiving vertoont het beeld toch nog bijna evenveel ongunstige als gunstige gevallen voor wat betreft de conjunctuurgevoeligheid.

Gaat men nu na hoeveel der emissies voldoen aan alle drie gestelde criteria dan blijkt dit in de zuiverste vorm slechts één te zijn (Kon. Olie) terwijl 3 andere slechts voor het eerste criterium een afwijking vertonen, in die zin dat zij als bestemming aangaven een combinatie van de 3 door ons ingedeelde groepen. Vier van de 37 emissies voldoen dus enigermate aan de criteria zoals die in de bedrijfseconomische theorie worden gesteld. Aan 2 der

criteria wordt door 9 voldaan, terwijl bij niet minder dan 7 in geen enkel opzicht een voldoen aan ook maar een deel der criteria kan worden bespeurd. Hierbij dient evenwel weer opgemerkt te worden dat van deze laatste 7 er 5 behoren tot de emissies gedaan voor eind 1947. Een bevestiging dus van het door ons boven reeds gestelde, n.l. het gedwongen zijn of althans zich gedwongen achten van diverse ondernemingen om onafhankelijk van hun financiële structuur een obligatielening aan te gaan.

Niet onvermeld willen wij overigens laten dat bij het 1e criterium een groot deel der emittenten die qua bestemming onder groep 1 vielen tot de grote ondernemingen behoorden, een feit waardoor de desbetreffende gevallen natuurlijk niet zo negatief beoordeeld behoeven te worden dan men zou doen als hiermee geen rekening werd gehouden.

Overzien wij het totaal der 37 emissies dan blijkt zeer duidelijk dat na eind 1947 er meer ondernemingen aan de gestelde criteria voldeden dan voordien. Daar men echter overging tot het doen van een obligatie-emissie wegens het werkelijk of vermeend gebrek aan risicodragend vermogen, doet zich het curieuze feit voor dat, hoewel de bestemming van de middelen niet aan de eerste van de gestelde eisen voldoet, juist dit noodgedwongen zijn een gunstige invloed heeft op het totaalbeeld. We kunnen dus concluderen dat, in het algemeen, bij een vermogensmarkt waarbij aan de vraag naar risicodragend vermogen kan worden voldaan, de gedane obligatie-emissies minder aan de theoretisch gestelde eisen voldoen. Het aangaan van een obligatielening in de industriële sector is dus meer een noodsprong gebleken dan een rationeel gekozen financieringsvorm.

#### *6. De keuze der financieringsfiguur en de categorie van bedrijvigheid.*

Tenslotte hebben wij nog de emissies gerangschikt naar de categorieën bedrijvigheid, in de eerste plaats om na te gaan welk deel elk der categorieën in het totaal der emissies bijdroeg en voorts of een bepaalde categorie een uitgesproken voorkeur te zien zou geven voor een bepaalde financieringsfiguur. Wij hebben dan de industriële bedrijvigheid in de volgende categorieën onderscheiden, onder welke wij alle door ons onderzochte emissies hebben gerangschikt:

1. Vervaardiging van aardewerk, glas, kalk en stenen.
2. Grafische nijverheid.
3. Chemische nijverheid.
4. Bouwnijverheid en aanverwante bedrijven.
5. Bewerking van hout, kurk en stro.
6. Leder, wasdoek en rubbernijverheid.
7. Metaalnijverheid, scheeps-, vliegtuig-, en wagenbouw.
8. Papiernijverheid.
9. Textielnijverheid.
10. Voedings- en genotmiddelen.
11. Handel.
12. Diversen.

Ook hier hebben wij de „grote vier” apart gehouden om niet een te grote vertekening te krijgen. Hoe groot een dergelijke vertekening kan zijn blijkt, als men naar categorie 3 kijkt waar de f 302.174.400 grote emissie van de Kon. Olie vele malen groter is dan de andere van die categorie samen. In de navolgende kolommen hebben wij dan ook steeds aangegeven welke emissiebedragen behoren bij een van de „grote vier”. Wij hebben Kon. Olie, Philips, A.K.U., en Unilever respectievelijk onder de volgende categorieën gerekend, 3, 7, 9, 10.

De per categorie geëmitteerde aandelen

| Categ. | Aantal | % van<br>totaal<br>aantal | Totaal<br>bedrag | % van<br>totaal<br>bedrag | Aantal<br>grote<br>vier | Totaal<br>bedrag | Totaal<br>aantal<br>zonder<br>grote<br>vier | % van<br>totaal | Totaal<br>bedrag | % van<br>totaal |
|--------|--------|---------------------------|------------------|---------------------------|-------------------------|------------------|---------------------------------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| 1      | 2      | 1                         | 1.050.000        | 1                         | -                       | -                | 2                                           | 1               | 1.050.000        | 1               |
| 2      | 5      | 3                         | 2.900.500        | 1                         | -                       | -                | 5                                           | 3               | 2.900.500        | 1               |
| 3      | 19     | 12                        | 354.369.350      | 50                        | 1                       | 302.147.400      | 18                                          | 12              | 52.194.950       | 20              |
| 4      | 13     | 8                         | 10.881.500       | 2                         | -                       | -                | 13                                          | 8               | 10.881.500       | 4               |
| 5      | 5      | 3                         | 3.625.000        | 1                         | -                       | -                | 5                                           | 3               | 3.625.000        | 1               |
| 6      | 5      | 3                         | 5.111.500        | 1                         | -                       | -                | 5                                           | 3               | 5.111.500        | 2               |
| 7      | 61     | 37                        | 149.688.550      | 21                        | 2                       | 70.667.250       | 59                                          | 37              | 79.021.300       | 31              |
| 8      | 5      | 3                         | 14.847.000       | 2                         | -                       | -                | 5                                           | 3               | 14.847.000       | 6               |
| 9      | 10     | 6                         | 34.470.000       | 5                         | 1                       | 20.000.000       | 9                                           | 6               | 14.470.000       | 6               |
| 10     | 7      | 4                         | 70.049.000       | 10                        | 2                       | 55.004.000       | 5                                           | 3               | 15.045.000       | 6               |
| 11     | 19     | 12                        | 16.155.400       | 2                         | -                       | -                | 19                                          | 12              | 16.155.400       | 7               |
| 12     | 13     | 8                         | 41.441.700       | 6                         | -                       | -                | 13                                          | 8               | 41.441.700       | 16              |
| 164    | 100    | 100                       | 704.589.500      | 100                       | 7                       | 447.845.650      | 158                                         | 99              | 256.743.850      | 100             |

idem obligaties

|    |     |     |                |     |   |                 |    |    |            |      |
|----|-----|-----|----------------|-----|---|-----------------|----|----|------------|------|
| 1  | 3   | 8   | 2.550.000      | 1   | - | -               | 3  | 19 | 2.550.000  | 4    |
| 2  | -   | -   | -              | -   | - | -               | -  | -  | -          | -    |
| 3  | 4   | 10  | 103.300.000    | 19  | 1 | 100.000.000     | 3  | 19 | 3.300.000  | 5    |
| 4  | 2   | 5   | 1.500.000      | 1   | - | -               | 2  | 6  | 1.500.000  | 2,5  |
| 5  | 1   | 3   | 1.000.000      | 1   | - | -               | 1  | 3  | 1.000.000  | 2    |
| 6  | -   | -   | -              | -   | - | -               | -  | -  | -          | -    |
| 7  | 8   | 22  | 80.800.000     | -   | - | -               | -  | -  | -          | -    |
| 8  | 1   | 3   | \$ 5.000.000 } | 15  | 1 | \$ 75.000.000 } | 6  | 19 | 5.800.000  | 10   |
| 9  | 3   | 9   | 1.000.000      | 1   | 1 | -               | 1  | 3  | 1.000.000  | 2    |
| 10 | 6   | 16  | 22.000.000     | 4   | 1 | 20.000.000      | 2  | 6  | 2.000.000  | 3    |
| 11 | 6   | 16  | 281.053.000    | 53  | 2 | 275.050.000     | 4  | 13 | 6.003.000  | 10   |
| 12 | 3   | 8   | 17.500.000     | 3   | - | -               | 6  | 19 | 17.500.000 | 29   |
|    |     |     | 19.500.000     | 4   | - | -               | 3  | 10 | 19.500.000 | 32,5 |
| 37 | 100 | 100 | 530.203.000    | 102 | 6 | 470.050.000     | 31 | 99 | 60.153.000 | 100  |

Teneinde een wat beter overzicht te krijgen hebben wij alle percentages uit schema I bij elkaar gevoegd waaruit de volgende vergelijkingstaat ontstond:

| Aandelen |                     |                       |                     |                       | Obligaties |                     |                       |                     |                       |
|----------|---------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|------------|---------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|
| Cat.     | % aant.<br>met G.V. | % aant.<br>zond. G.V. | % bedr.<br>met G.V. | % bedr.<br>zond. G.V. | Cat.       | % aant.<br>met G.V. | % aant.<br>zond. G.V. | % bedr.<br>met G.V. | % bedr.<br>zond. G.V. |
| 1        | 1                   | 1                     | -                   | -                     | 1          | 8                   | 10                    | -                   | 4                     |
| 2        | 3                   | 3                     | -                   | 1                     | 2          | -                   | -                     | -                   | -                     |
| 3        | 12                  | 12                    | 50                  | 20                    | 3          | 10                  | 10                    | 19                  | 5                     |
| 4        | 8                   | 8                     | 2                   | 4                     | 4          | 5                   | 6                     | -                   | 2.5                   |
| 5        | 3                   | 3                     | 1                   | 1                     | 5          | 3                   | 3                     | -                   | 2                     |
| 6        | 33                  | 3                     | 1                   | 2                     | 6          | -                   | -                     | -                   | -                     |
| 7        | 37                  | 37                    | 21                  | 31                    | 7          | 22                  | 19                    | 15                  | 10                    |
| 8        | 3                   | 3                     | 2                   | 6                     | 8          | 3                   | 3                     | -                   | 2                     |
| 9        | 6                   | 6                     | 5                   | 6                     | 9          | 9                   | 6                     | 4                   | 3                     |
| 10       | 4                   | 3                     | 10                  | 6                     | 10         | 16                  | 13                    | 53                  | 10                    |
| 11       | 12                  | 12                    | 2                   | 7                     | 11         | 16                  | 19                    | 3                   | 29                    |
| 12       | 8                   | 8                     | 6                   | 16                    | 12         | 8                   | 10                    | 4                   | 32.5                  |

Wij zien hierbij dan bij de aandelenemissies een zeer duidelijk beeld naar voren komen van de categorieën 3, 7 en 11 voor wat betreft het aantal der gedane emissies. Dit uiteraard zowel bij de kolom met, als bij de kolom zonder de „grote vier” omdat deze laatste qua aantal natuurlijk niet zo’n grote rol spelen. Kijken we evenwel naar de corresponderende kolommen van de obligatie-emissies dan zien wij, vooral als we de kolom *zonder de „grote vier”* nemen, een veel minder sterk geprononceerde tendentie. Wel horen hier de categorieën 3, 7 en 11 bij de voornaamste, er komen echter nog 3 categorieën n.l. 1, 10 en 12 bij, die elk ook meer dan 10 % van het totaal hebben.

Opvallend is het veel geringere percentage dat categorie 7 inneemt bij de obligatie-emissies dan bij de aandelenemissies, dit in tegenstelling met dat voor categorie 3, dat vrijwel voor beide kolommen gelijk is gebleven. Nemen we nu de verhouding tussen het totaal der aandelenemissies en der obligatie-emissies als basis voor onze redenering, in die zin dat wij ervan uitgaan dat, indien binnen een bepaalde categorie dezelfde verhouding bestaat als tussen de totalen en geen specifieke voorkeur voor obligaties boven aandelen of omgekeerd bestaat, dan zou categorie 7 dus een zekere mate van negatieve instelling t.o.v. obligatieleningen te zien geven. Deze negatieve instelling heeft natuurlijk zijn neerslag in de cijfers voor de andere categorieën, die dan uiteraard sterker positief of minder negatief zullen worden. Laten we daarom de kleine verschillen buiten beschouwing dan kunnen we toch nog van de categorieën 1 en 10 en in mindere mate van categorie 11 zeggen dat zij een „specifieke” voorkeur voor de obligatielening vertonen.

Nemen we de bedragen in plaats van de aantallen, waarbij wij weer in verband met de vertekening, de kolommen zonder de „grote vier” nemen, dan zijn het bij de aandelenemissies de categorieën 3, 7 en 12 die de grootste betekenis hebben. Dat 3 en 7 ook bij deze rangschikking, vanwege het grote aantal emissies de voornaamste plaatsen in zouden nemen, was te verwachten, categorie 12 heeft hierbij echter een veel hogere plaats dan bij de aantallen, omdat het gemiddelde emissie-bedrag voor deze categorie buitengewoon hoog lag. Ook bij categorie 3 lag het gemiddelde emissiebedrag erg hoog, terwijl categorie 7 juist een veel lager gemiddelde te zien geeft. Bij de obligatie-emissies zijn het de categorieën 7, 10, 11 en 12, waarvan vooral 11 en 12, die het leeuwendeel hebben opgeëist. Waren bij categorie 3 de gemiddelde emissiebedragen voor aandelen erg hoog, bij de obligatie-emissie zien wij juist dat ze aan de lage kant zijn. Bij categorie 11 liggen de zaken juist omgekeerd en vertonen de aandelenemissies een zeer klein gemiddelde, terwijl de obligatieleningen aan de hoge kant zijn geweest. Categorie 12 geeft zowel voor aandelen als voor obligaties een groot bedrag te zien als gemiddelde, waarbij het gemiddelde bedrag aan obligatieleningen wel zeer hoog genoemd mag worden.

Dezelfde conclusies kunnen getrokken worden uit de volgende staat, waarbij nagegaan is, hoe groot het percentage van de obligatie-emissies is van het totaal der in een bepaalde categorie gedane emissies. (Hierbij zijn eveneens de „grote vier” buiten beschouwing gelaten).



Zonder grote vier

| Aantal emissies |       |        |        | Bedrag der emissies          |            |            |            |    |
|-----------------|-------|--------|--------|------------------------------|------------|------------|------------|----|
| Cat.            | Aand. | Oblig. | Totaal | % Obligat. van tot. per cat. | Aand.      | Oblig.     | Totaal     | %  |
| 1               | 2     | 3      | 5      | 60                           | 1.050.000  | 2.550.000  | 3.600.000  | 71 |
| 2               | 5     | -      | 5      | 0                            | 2.900.500  | -          | 2.900.500  | 0  |
| 3               | 18    | 3      | 21     | 14                           | 52.194.950 | 3.300.000  | 55.494.950 | 6  |
| 4               | 13    | 2      | 15     | 13                           | 10.881.500 | 1.500.000  | 12.381.500 | 12 |
| 5               | 5     | 1      | 6      | 17                           | 3.625.000  | 1.000.000  | 4.625.000  | 24 |
| 6               | 5     | -      | 5      | 0                            | 5.111.500  | -          | 5.111.500  | 0  |
| 7               | 59    | 6      | 65     | 9                            | 79.021.300 | 5.800.000  | 84.821.300 | 7  |
| 8               | 5     | 1      | 6      | 17                           | 14.847.000 | 1.000.000  | 15.847.000 | 6  |
| 9               | 9     | 2      | 11     | 18                           | 14.470.000 | 2.000.000  | 16.470.000 | 12 |
| 10              | 5     | 4      | 9      | 44                           | 15.045.000 | 6.003.000  | 21.048.000 | 29 |
| 11              | 19    | 6      | 25     | 24                           | 16.155.400 | 17.500.000 | 33.655.400 | 52 |
| 12              | 13    | 3      | 16     | 19                           | 41.441.700 | 19.500.000 | 60.941.700 | 32 |

Ook hier zijn het vooral de categorieën 1, 10, 11 en voor wat de bedragen betreft ook 5 en 12 die opvallen door het grote percentage aan obligatie-emissies. Algemeen geldende conclusies zijn er echter niet zozeer uit te trekken, daar de massa eigenlijk te klein is om dit te doen. Het enige wat o.i. van betekenis blijkt te zijn is het relatief grote aantal obligatie-emissies, en dan ook nog van zeer grote bedragen, dat categorie 11 te zien geeft. Dat juist de conjunctuurgevoelige handel overgaat tot het doen van obligatie-emissies is toch een punt dat te denken geeft. Zoals boven reeds opgemerkt werd, liggen de verhoudingen bij de categorieën 3 en 7 geheel anders. Hier kunnen we een zekere aversie bespeuren tegen de obligatielening. Categorie 7 geeft een tamelijk gelijk percentage voor aantal en voor bedrag. De gemiddelde emissiebedragen zijn voor de obligaties iets lager, hetgeen evenwel niet van grote betekenis is. Categorie 3 geeft een nogal wat lager percentage bij de bedragen omdat de gemiddelde emissiebedragen niet zo groot zijn als bij de aandelen.

### *Slotconclusies.*

1e. Of er inderdaad al of niet een gebrek aan risicodragend vermogen heeft bestaan is uiteraard uit onze cijfergroeperingen niet af te lezen. In welke tijd deze gedachte bij de ondernemers ingang heeft gevonden, is wegens de divergentie tussen de gevonden percentages voor het aantal der obligaties van het totaal der emissies in een bepaald jaar en dat van het bedrag aan obligatie-emissies van het totaal der emissiebedragen in een bepaald jaar, niet uit de gegroepeerde cijfers af te leiden. Het optreden van afwijkende financieringsfiguren als Cum. Pref. Conv. Aandelen en dergelijke, evenals het tegelijk uitgeven van een obligatie-emissie met een aandelenemissie is o.i. de juiste indicatie om het begin van deze periode, (n.l. eind 1947) waarin men aannam dat dit gebrek bestond, te bepalen.

2e. Een verband bestaande tussen financieringsfiguur en motivering is zeer twijfelachtig gebleken, waarschijnlijk door de vaak zeer korte en weinig zeggende formulering van de beweegreden voor de emissie. Wij krijgen de indruk dat men op dit punt in het emissieprospectus weinig mededeelzaam is. Treffend is dan ook dat men steeds weer dezelfde formuleringen aantreft, zodat men zelfs zou kunnen spreken van een soort „prospectusstijl”.

Onze twijfel ten aanzien van een verband tussen financieringsfiguur en motivering wordt nog versterkt door het feit, dat in vrijwel alle gevallen, waarin één onderneming tegelijkertijd zowel aandelen als obligaties emitteerde, het prospectus van een dergelijke emissie geen uitsluitel gaf over een verschillende besteding van gelden, verkregen met behulp van een verschillende financieringsfiguur. Ons inziens moet men daaruit afleiden, dat de theoretische redenering, n.l. dat de aard van de vermogensbehoefte invloed dient uit te oefenen op de keuze van de voorwaarden, waaronder de voorziening in die vermogensbehoefte plaats vindt, door de ondernemer hetzij bewust, hetzij onbewust verworpen wordt.

3e. Het overgaan tot een obligatie-emissie, waarbij men zich laat leiden door de theoretische criteria is, voor zover ons is gebleken, geen enkele maal voorgekomen. De obligatielening is in de industriële sector een noodsprong die men slechts ongaarne maakt. Het overgaan tot een obligatie-emissie kan men een diskwalificatie van de onderneming achten, een indruk die men dan ook vaak tracht weg te nemen door de conversiemogelijkheid. Hierdoor wil men sterk beklemtonen dat de marktconstellatie de obligatie aan de des-

betreffende onderneming heeft opgedrongen. Overwegingen dat men langdurig tijdelijk vermogen aantrekt, terwijl het eigenlijk permanent moest zijn, zijn o.i. voor de conversiemogelijkheid niet zo zwaar wegend. Tot de periode van de conceptie „gebrek aan risicodragend vermogen" aanbrak, zijn dan ook alle obligatieleningen aangegaan door ondernemingen die aan de theoretisch gestelde eisen slechts zelden voldoen. Dat dit natuurlijk niet een absoluut geldende conclusie is en dat b.v. verhoudingen van macht ook een grote rol spelen is begrijpelijk maar dit vermog toch niet bij ons deze algemene indruk weg te nemen of ook maar te verzwakken.

4e. Bij de categorieën bedrijvigheid is het moeilijk voor een bepaalde categorie een zekere tendenz aan te wijzen van een voorkeur van de ene financieringsfiguur boven de andere. In het algemeen is wel gebleken dat de gemiddelde bedragen voor de obligatieleningen voor het merendeel der categorieën lager liggen dan de gemiddelden van de aandelenemissies. Hieruit mag evenwel nog niet afgeleid worden dat het juist de kleinere ondernemingen waren die bij gebrek aan gunstiger mogelijkheden, overgingen tot een obligatie-emissie.

Opvallend is echter wel dat juist de handel, waarvan men het niet zou verwachten, een uitgesproken voorkeur voor obligatieleningen laat zien.