WERKNEMERS EN FINANCIERING

door Prof. Dr. W. Hessel

1 Inleiding

De in de loop der jaren naar voren gekomen alternatieve vormen van bezitsvorming zoals spaarloon, investeringsloon, spaarpremieregelingen, vermogensaanwasdeling etc., hebben allen hun bijzondere consequenties voor de financiering van de onderneming. Daarbij lopen de verbanden over twee sporen. Er is namelijk zowel een macro-economische samenhang alsook een micro-economische. Wat een onderneming direct voor zijn werknemers kan doen, zal wanneer het aantal aldus handelende ondernemingen maar groot genoeg is, voor de afzonderlijke ondernemingen via de macro-economische samenhangen ongunstige consequenties kunnen hebben. Omgekeerd kan het macro-economisch mogelijke op het micro-vlak bezwaren opleveren.

Keynes heeft ons gewezen op de spaarparadox. Het is denkbaar dat de economische subjecten meer gaan sparen met als gevolg dat het nationale inkomen terugloopt en met de daarin gelegen spaarkracht ook de besparingen. Zulk een terugkaatsing valt ook te bespeuren in maatregelen ter bezitsvorming door werknemers. Dat effect zal het zwaartepunt van onze beschouwingen vormen.

In het eerste gedeelte van dit artikel wordt de aandacht gericht op een drietal, sterk verweven problemen, die de financiering van de onderneming raken: de bezitsvorming, de loonkosten en de nationale spaarquote.

In het tweede deel wordt stilgestaan bij de eisen die vanuit de financiering van de onderneming opkomen.

De verschillende problemen kunnen het best geplaatst worden tegen de achtergrond van de verdeling van de middelen en de bestedingen in een economie die geen bezitsvormende maatregelen kent. Die verdeling kan als volgt worden geschetst[1]). De nationale middelen bestaan voor meer dan de helft uit looninkomen en voor de rest voornamelijk uit inkomen van zelfstandigen, inclusief ondernemingen. Het aantal zelfstandigen bedraagt rond een kwart van het aantal werknemers, terwijl het gemiddelde inkomen van de zelfstandigen rond het drievoud is van het gemiddelde inkomen van de loontrekkenden.

Men spaart progressief naar men inkomen heeft, met als gevolg dat uit het zelfstandigen-deel van het nationale inkomen meer gespaard wordt dan uit het loonaandeel. Men betaalt progressief belasting naar inkomen zodat daarvoor hetzelfde geldt. Echter, men betaalt ook omzetbelasting terwijl de vennootschapsbelasting niet progressief is en de ondernemingen investeringsfaciliteiten kennen, althans kenden. De werknemers consumeren als groep meer en betalen derhalve meer omzetbelasting, behoudens een correctie voor een progressief element in de indirecte belastingen.

Tegenover deze inkomensverdeling staan de nationale bestedingen, die verdeeld zijn over particuliere en publieke investeringen en particuliere en publieke consumptie. De investeringen moeten door besparingen worden gedekt. De besparingen bestaan uit werknemersbesparingen, besparingen van zelfstandigen (waarvan een deel ondernemersbesparingen) en besparingen van de overheid voorzover de

[1]) De verhoudingen gelden ruwweg voor Nederland.

belastingopbrengsten minus subsidies meer bedragen dan de consumptieve uitgaven van de overheid.

Onder deze omstandigheden kan men ongeveer nagaan welke verschuivingen in de middelenverdeling en de bestedingenverdeling kunnen optreden als gevolg van bezitsvormende maatregelen ten gunste van de werknemers. Er kunnen b.v. verschuivingen in de besparingen resp. tussen besparingen en consumptieve uitgaven en verschuivingen van zelfstandigeninkomen naar looninkomen optreden. Als er in totaal, hoe ook, meer gespaard wordt, kan de totale spaarquote naar omstandigheden op het oude niveau teruggebracht worden door loonsverhoging ten koste van het inkomen der zelfstandigen. Van spaarbevorderende maatregelen kunnen dan ook twee effecten op de loonsom uitgaan: allereerst loonsverhoging om sparen te bevorderen, voorts, als er meer gespaard wordt kunnen naar omstandigheden de lonen omhoog. Er zijn namelijk twee effecten die bepalen welk loonniveau door een economie kan worden gedragen: het kosteneffect en het bestedingeneffect.

Vergelijkt men deze effecten met stoppen, dan is van belang welke stop eerst doorslaat. Wanneer dat de bestedingenstop is, kan het loonniveau nog stijgen naarmate de werknemers meer sparen.

2 Bezitsvorming, loonkosten en spaarquote

2.1 *Bezitsvorming voor werknemers*

Het is denkbaar, dat de werknemers langs de bestaande kanalen, hetgeen betekent via de vermogensmarkt, aan de financiering van de ondernemingen deelnemen. Voor een belangrijk deel is dit al het geval. Uit onderzoekingen is gebleken dat het merendeel van het effectenbezit (niet te vereenzelvigen met het vermogensbezit!) bij de werknemers berust. Dit is niet verwonderlijk als men bedenkt dat de werknemers in de meerderheid zijn en onder de werknemers b.v. ook gerekend worden de directeuren van naamloze vennootschappen. Bij bezitsvorming van werknemers gaat het dan ook niet om de werknemer zonder meer.

Het oog is gericht op de werknemers die, laten we zeggen, het onderste deel van de looninkomensladder bevolken.

Bezitsvorming door werknemers is mogelijk door meer sparen uit inkomen, dat kan bestaan uit looninkomen, kostenfactor zijnde voor de ondernemingen, en winstaandelen, die in oorsprong geen kostenfactor zijn. Het sparen kan bevorderd worden door fiscale faciliteiten en overheidspremies die we hier buiten beschouwing laten, door loonsverhoging, invoering of verhoging van de winstdeling en meer gericht bevorderd worden door een werkgeverspremie op werknemersbesparingen, hetzij uit loon, hetzij uit winst, dan wel door blokkering van een deel van het loon (investeringsloon) of van een deel van de winstdeling (geblokkeerd winstaandeel, niet te vereenzelvigen met vermogensaanwasdeling, die een bepaalde vorm hiervan is n.l. delen in de ingehouden winst).

Wanneer de werknemers meer sparen kan de verdeling van deze besparingen over risicodragend en risicomijdend vermogen aan het spel van vraag en aanbod, gegeven de bestaande instituten, overgelaten worden dan wel beïnvloed worden door een nieuw te scheppen instituut dat risicomijdend aanbod transformeert in risicodragend, resp. zwak risicodragend aanbod transformeert in sterk risicodragend. Wat dit laatste betreft denke men aan beleggingsmaatschappijen.

Het komt ons voor dat voor de bezitsvorming blokkering gedurende een zekere tijd effectiever werkt dan premiëring en premiëring effectiever werkt dan inkomensverhoging.

Premies en nog meer blokkeringen zijn meer gericht en kunnen bovendien scherper gericht worden door differentiatie naar inkomen. Naarmate de maatregel specifieker en effectiever is, is zij uit een oogpunt van vrije economie ook kunstmatiger. Tegenover dit vrijheidsoffer staat echter het doel: bezitsvorming bij werknemers en men kan stellen dat bezit nieuwe vrijheid (in dit geval na de periode van blokkering) verschaft, zodat door bezitsvorming de economische vrijheid anders wordt gecomponeerd. Een punt van twijfel is of de tijdelijke blokkering inderdaad zal leiden tot een grotere relatieve bezitsvoorkeur van de werknemers. Ervaringen in de Bondsrepubliek wijzen in die richting. Voorts zou men enig vertrouwen kunnen putten uit het feit dat door invoering van de A.O.W. een speciale bezitsvoorkeur en wel die voor kapitaalverzekeringstitels niet is afgenomen, zoals men aanvankelijk vreesde, doch is toegenomen. Men zou het vermoeden kunnen uitspreken dat de betrokkenen over een drempel moeten worden getild.

Wanneer de toekomst zal uitwijzen dat de drempeltheorie niet voor de bezitsvorming sec geldt - en b.v. wel voor de autoaankoop! - dan is er geen reden meer aanwezig nog veel energie aan de bezitsvorming te besteden. De proef op de som is dan genomen. Een en ander is voldoende grond voor de uitspraak dat de bezitsvorming in een experimenteel stadium verkeert.

2.2 *Het vraagstuk van de loonkosten*

Loonsverhoging en invoering van premies op sparen uit inkomen zijn kostenverhogingen. Voor het bedrijfsleven als een geheel wordt de verhouding loonkosten - afzet-aan-werknemers ongunstiger. Het is duidelijk, dat dit sterker geldt voor de consumptiegoederenindustrie dan voor de produktiemiddelenindustrie. Er is nu wat voor te zeggen naar een zodanige wijze van bezitsvorming voor werknemers te streven dat de loonkostenstijging zo gering mogelijk is. Wanneer een zelfde mate van bezit met andere middelen dan loonsverhogingen en premies kan worden bereikt, verdienen die middelen uit dien hoofde de voorkeur. Investeringsloon is in zoverre gunstiger dan loonsverhoging zonder meer, dat een zelfde mate van bezit kan worden bereikt met minder loonkostenverhoging. Vrijwel zonder kostenverhoging en zeer gericht werkt de blokkering van winstaandelen.

We zijn nu zover dat we kunnen concluderen dat de doelmatigheid van blokkering van winstaandelen die van andere maatregelen overtreft. Dat we overigens steeds over waarschijnlijkheden en niet over zekerheden spreken zal de lezer niet ontgaan zijn.

2.3 *Het vraagstuk van de spaarquote*

Het is hier dat het effect van terugkaatsing kan optreden. Naarmate het doel, namelijk meer sparen of bezit bij werknemers wordt bereikt zal òf de nationale spaarquote toenemen òf een spaarverschuiving tussen deze werknemers en andere bevolkingsgroepen optreden, hetgeen ook inhoudt een vermindering der ondernemingsbesparingen.

Dit laatste betekent dat, wanneer de ondernemingen de werknemers niet in de

ondernemingsbesparingen laten delen doch bijdragen in liquide vorm verstrekken, via het macro-economische effect de werknemersbesparingen in mindering komen op de ondernemingsbesparingen.

Het andere uiterste en wel een stijgende spaarquote heeft tot gevolg dat, wanneer de werknemers wèl in de ondernemingsbesparingen delen, de ondernemingsbesparingen stijgen met het bedrag der werknemersbesparingen.

Men kan dus stellen, dat liquide uitkeringen via de spaarquote de ondernemingsbesparingen verminderen dan wel beletten te stijgen en in deze zin steeds ten laste van de ondernemingsbesparingen komen.

Het is moeilijk te voorspellen in hoeverre het nieuwe evenwicht van krachten bij een hogere spaarquote zal komen te liggen.

Belangrijk is het gedrag van het loonniveau en daarmede van het kostenniveau. Bij gelijkblijvende spaarquote en meer werknemersbesparingen, ligt het voor de hand te veronderstellen dat deze spaarverschuiving vrijwel slechts tot stand kan komen via loonsverhoging. Men moet bedenken dat zulks impliceert een voor de werknemers gunstiger verhouding tussen lonen en prijzen, ook al is het mogelijk dat tijdens de overgangsperiode een zekere prijsinflatie optreedt.

Onder verschuiving zullen ook de ondernemingsbesparingen te lijden hebben. Alleen - wij komen daarop terug - bij vermogensaanwasdeling blijven zij daarvan uitgezonderd, omdat deze werknemersbesparingen „aandelen" zijn in ondernemersbesparingen. De verschuiving bestaat dan hieruit dat de oorspronkelijke aandeelhouders minder dan geheel in de gelijkblijvende ondernemingsbesparingen delen. Kortom, de oorspronkelijke aandeelhouders moeten plaats inruimen voor de werknemers.

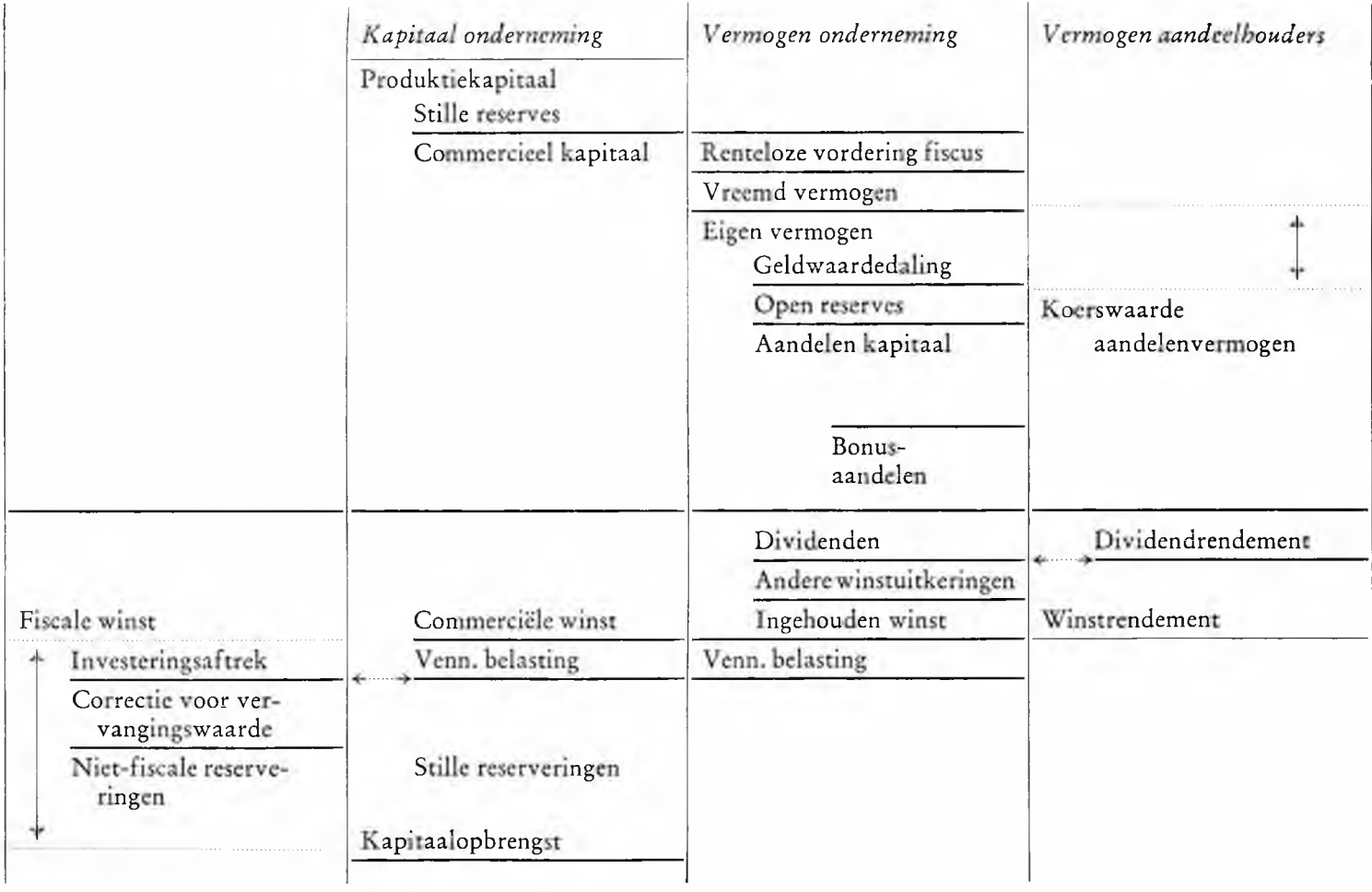
Een neveneffect is nog dat de loonkosten tot een herallocatie van arbeid en kapitaal zal kunnen leiden ten gunste van de efficiëntere bedrijven en bedrijfstakken. De inefficiëntste bedrijven zullen aan de loonkostenstijging ten gronde gaan, terwijl de nationale spaarquote gelijk blijft, hetgeen tot betere expansiemogelijkheden voor de betere bedrijven leidt en dat vormt een bijdrage tot produktiviteitsstijging en economische groei. De verschuivingen treden niet op wanneer meer werknemersbesparingen tot een dienovereenkomstig hogere nationale spaarquote leiden. De ondernemingsbesparingen ondergaan niet de verschuiving, zo zagen wij, wanneer de spaarquote constant blijft en de werknemersbesparingen bestaan uit meedelen in de ondernemingsbesparingen. Ergo kunnen we stellen dat de ondernemingsbesparingen zouden kunnen toenemen wanneer met de werknemersbesparingen de nationale spaarquote toeneemt. In dat geval brengen de aandeelhouders geen offer. Bij een hogere spaarquote valt de bijdrage tot de economische groei via herallocatie weg doch daar komt een bijdrage via een hoger investeringsniveau voor in de plaats.

Een en ander is een argument voor een speciale vorm van blokkering van winstaandelen en wel die, waarbij de koopkracht niet aan het bedrijf onttrokken wordt. Die vorm is de vermogensaanwasdeling.

3 Het financieringsvraagstuk

3.1 De vermogensbehoefte

De vermogensbehoefte der ondernemingen kent, zoals bekend, drie componenten, te weten behoefte aan permanent, langdurig tijdelijk en kortstondig tijdelijk ver-


Kapitaal onderneming
Vermogen onderneming
Vermogen aandeelhouders
Produktiekapitaal
Stille reserves
Commercieel kapitaal
Renteloze vordering fiscus
Vreemd vermogen
Eigen vermogen
Geldwaardedaling
Open reserves
Aandelen kapitaal
Koerswaarde aandelenvermogen
Bonus-aandelen
Dividenden
Dividendrendement
Andere winstuitkeringen
Fiscale winst
Commerciële winst
Ingehouden winst
Winstrendement
Investeringsaftrek
Venn. belasting
Venn. belasting
Correctie voor vervangingswaarde
Niet-fiscale reserveringen
Stille reserveringen
Kapitaalopbrengst

mogen. Daarmede lopen parallel de behoefte aan risicodragend of eigen vermogen en de behoefte aan risicomijdend of vreemd vermogen. Het eigen vermogen wordt voor een deel vergroot door winstinhouding. Het is denkbaar, hoewel niet zonder liquiditeitsrisico, dat een uitbreiding eerst gefinanceerd wordt met vreemd vermogen en de daarop volgende meer-winst deels wordt aangewend voor terugbetaling van het vreemd vermogen.

De financieringsbeslissingen liggen praktisch bij de leiding van de bedrijven. De gezamenlijke aandeelhouders moeten wel zeer veel eendrachtige energie opbrengen willen zij b.v. de winstinhouding beperken. De ingehouden winst komt echter wel als inkomenafwerpend vermogen aan de aandeelhouders resp. eigenaren ten goede: via hogere winsten en bij een zelfde verdeelsleutel hogere uitgekeerde winsten in de toekomst, resp. via de uitkering van bonus-aandelen en de daarop volgende dividenduitkeringen op deze aandelen.

In bijgaande tekening hebben we enkele voor ons probleem relevante grootheden met elkaar in betrekking gebracht.

De omvang van een post wordt uitgebeeld door het oppervlak, waarin zij staat. Wanneer de tekst inspringt wordt een gedeelte van een oppervlak door die post gedekt. Op die wijze hebben we de quantitatieve verhoudingen visueel willen maken. Boven de horizontale middellijn zijn de voorraadgrootheden geplaatst. Daaronder de stroomgrootheden. Rechts van de verticale middellijn staan de vermogensgrootheden, links de kapitaalgrootheden. Binnen elke verticale kolom kunnen de stroomgrootheden veelal als percentage aan de voorraadgrootheden worden gerelateerd. Het kan zin hebben daarvoor een algemeen begrip te introduceren.

Wij zouden hier steeds van de algemene rente kunnen spreken. Omdat er verschillende stroom- en voorraadgrootheden zijn, zijn er dienovereenkomstig ook verschillende rentevormen.

Van twee grootheden, n.l. de fiscale winst en de koerswaarde van de aandelen, hebben we door stippellijnen tot uitdrukking willen brengen dat zij naar omstandigheden fluctueren. Voor de koerswaarde zal dit zonder meer duidelijk zijn. De fiscale winst ontstaat door de commerciële winst te verminderen met de investeringsaftrek en te vermeerderen met correctie voor vervangingswaarde alsmede niet door de fiscus erkende reserves.

De in schema gebrachte begrippen, waarvan een deel gebruikelijk zijn, zullen we niet vooraf definiëren. Zij vormen de elementen van een systeem en kunnen daarom pas reële betekenis krijgen door de rol die zij in het systeem spelen vast te leggen. De begrippen kunnen alleen aan elkaar „opgeklaard" worden. Teneinde nu de samenhangen te achterhalen gaan we uit van het eenvoudigste geval.

3.2 *Het eenvoudigste geval*

De ondernemingen, zo nemen wij bij wijze van denkexperiment aan, financieren uitsluitend met eigen vermogen en houden geen winst in. Er is geen prijsinflatie of prijsdeflatie. De vervangingswaarde van produktiemiddelen blijft gelijk aan de aanschaffingswaarde. De ondernemingen betalen geen vennootschapsbelasting. De concurrentie is volledig. Alternatieve beleggingen voor besparingen zijn staatsobligaties. Op de vermogensmarkt concurreren dus de overheden met de vraag naar risicomijdend en de ondernemingen met de vraag naar risicodragend vermogen. De aandelen luiden op naam. De prijs die de overheden aanbieden is

interest en de prijs die de ondernemingen aanbieden is dividend en gelijk aan de kapitaalopbrengst van het bedrijf. Interest, dividend en kapitaalopbrengst zijn nu de enige vormen van de algemene rente. Aan de ene kant van de markt staan de vermogensbehoeften en hun verhoudingen, aan de andere kant de voorkeuren van de beleggers en hun verhoudingen. Omdat de verhoudingen niet bekend zijn kunnen we niet vaststellen of het dividend de interest overtreft dan wel omgekeerd. In ieder geval is het onjuist zonder meer vast te stellen dat het dividend met een risicopercentage boven de interest ligt. Het risico bevat immers niet alleen kwade doch ook goede kansen en welke kansen „de meeste kans" hebben is ook niet vast te stellen. Overigens ware het beter te spreken van subjectieve waarschijnlijkheden, daarbij uitgaande van coherent gedrag, hetgeen betekent dat voor waarschijnlijkheden een preferentiefunctie denkbaar is.

Wanneer de behoefte aan risicodragend vermogen gelijk is aan de behoefte aan risicomijdend vermogen bij gelijkheid van interest en dividend doch het merendeel der beleggers een menging van goede en kwade kansen prefereert boven de zekerheid van vaste interest, dan en alleen dan zal het dividend op een lager niveau liggen dan de interest. Goede en kwade kansen realiseren zich in dit geval in de regel als dividendschommelingen rond dit lagere niveau.

Met betrekking tot in de tekening geplaatste grootheden kan het volgende worden vastgesteld. Van de voorraadgrootheden zijn in ons vereenvoudigde geval èn relevant èn quantitatief aan elkaar gelijk:

1 het produktiekapitaal; } tevens identiek
2 het commerciële kapitaal; }
3 het eigen vermogen; } tevens identiek
4 het nominale aandelenkapitaal. }

Van de stroomgrootheden zijn èn relevant èn gelijk:

5 de kapitaalopbrengst; } tevens identiek
6 de commerciële winst; }
7 de dividendsom

Om misverstand te voorkomen zij er op gewezen dat uit de commerciële winst de kosten van vermogensbeslag nog niet zijn afgescheiden. Daar van volledige concurrentie is uitgegaan is dat ook niet mogelijk. Op grond van het voorgaande is het evenmin mogelijk voor de kosten van vermogensbeslag uit te gaan van de interest op staatsobligaties. In dit geval zouden immers de voorkeuren- en behoeftenverhoudingen niet „verantwoord" worden. Er is dus een reden om te stellen dat hier commerciële winst en rentekosten identiek zijn, behoudens het feit dat de commerciële winst voor fluctuaties op korte termijn gecorrigeerd zou moeten worden. Eerst dan is aan de „wet van de continuïteit" voldaan.

3.3 *De realiteit*

Van ons vereenvoudigde voorbeeld wijkt de werkelijkheid op een groot aantal punten af:

a. Het feit dat aandelen verhandeld worden leidt tot een koerswaarde. De koerswaarde van het aandelenvermogen wijkt af van het nominale aandelenvermogen

en het dividendrendement van het dividendpercentage als regel daaraan tegengesteld.
Dividendrendement en koerswinst, resp. koersverlies (niet in het schema vermeld) zijn nieuwe vormen van de algemene rente.
b. Er worden bij gebrek aan volledige concurrentie veelal grotere winsten gemaakt, waarvan een deel wordt ingehouden resp. ook aan anderen wordt uitgekeerd. Dientengevolge ligt het winstrendement van aandelen hoger dan het dividendrendement.
c. Uit de winstinhouding vloeien open reserves voort, die voor een deel kunnen zijn omgezet in bonus-uitkeringen. Het eigen vermogen bestaat dientengevolge uit open reserves en aandelenkapitaal, waarvan een deel uit bonussen is ontstaan.
d. Er treedt regelmatig geldontwaarding op waardoor het nominale aandelenkapitaal op reële basis terugloopt. Dit zal tot uitdrukking komen in de open reserves, resp. de afzonderlijke op te voeren grootheid geldwaardedaling.
e. Er wordt ook met vreemd vermogen gefinancierd, waardoor het totale vermogen het eigen vermogen overtreft. Geldwaardedaling leidt tot ontwaarding van ook het vreemde vermogen. De post geldwaardedaling dan wel open reserves neemt dus ook uit dien hoofde toe.
f. Er pleegt ook in stilte gereserveerd te worden. Uit dien hoofde zal het commercieel kapitaal beneden het produktiekapitaal komen te liggen, terwijl de commerciële winst kan afwijken van de kapitaalopbrengst. Daarmede zijn de betrokken begrippen tevens gedefinieerd. Stille reserves vindt men terug als stroomgrootheid (mutatie gedurende het afgelopen jaar) en als voorraadgrootheid (som van mutaties).
g. Geldontwaarding kan zich ook aan de kapitaalzijde voordoen. Voor een deel komt zij tot uitdrukking in een stijging van de vervangingswaarde ten opzichte van de aanschaffingswaarde. Deze stijging zal in eerste instantie verborgen blijven in de stille reserves. Voor een ander deel komt zij in reële mindering op liquiditeitsvoorraden en vorderingen. Daar vormt zij een reële waarde-aantasting. Als zodanig komt zij dan ook in mindering op de geldwaardedaling aan de vermogenszijde.
De betreffende post is dus een saldopost.
h. De vennootschapsbelasting drukt op de winst op een wijze, die enkele karakteristieken kent, welke we in de grootheden tot uitdrukking hebben gebracht:
1 Daar de vervangingswaarde niet wordt toegepast en sommige reserveringen fiscaal niet erkend worden, overtreft de fiscale winst de commerciële winst met correcties voor vervangingswaarde en niet-fiscale reserveringen.
2 De investeringsaftrek komt in mindering op de fiscale winst.
3 De vervroegde afschrijvingen kunnen worden aangemerkt als een uitstel van belastingbetaling, hetgeen leidt tot een renteloze vordering van de fiscus. Jaarlijks wordt in een expanderende onderneming per saldo aan deze vordering een bedrag toegevoegd. Er is dus een voorraadgrootheid, die aan de vermogenszijde is opgenomen als renteloze vordering fiscus en een stroomgrootheid die opgesloten ligt in de posten vennootschapsbelasting (als vermindering) en ingehouden winsten (als vermeerdering).
i. De commerciële winst zou nog gezuiverd moeten worden van rentekosten Formeel logisch zou men daarvoor van de gestabiliseerde commerciële winst onder volledige concurrentie moeten uitgaan. Omdat die echter niet bekend is zou men

zijn toevlucht kunnen nemen tot de rente op staatsobligaties. Een gelijke redenering zou gevolgd kunnen worden voor het primair dividend. Bedacht dient echter te worden dat de rente op staatsobligaties niet zonder meer de continuïteit van de vermogensvoorziening waarborgt.
j. Er zijn nog diverse changementen denkbaar tussen de verschillende grootheden. Ter vereenvoudiging laten wij ze hier buiten beschouwing. Voorzover we ze kunnen overzien lijken zij ons niet belangrijk voor het hoofdprobleem.

3.4 *Consequenties bezitsvorming*

Met voorgaand systeem als leidraad kan men nagaan welke financiële consequenties aan de verschillende bezitsvormingsmaatregelen zijn verbonden. Daartoe vrage men zich af waar de maatregel primair binnenkomt en hoe zij doorwerkt op de verschillende grootheden. Loonkostenverhogingen verminderen primair de commerciële winst. Afhankelijk van beleidsbeslissingen komen zij ten laste van één der winstaanwendingen. Winstuitkeringen leiden daarentegen niet tot vermindering van de commerciële winst. De post „andere winstuitkeringen" neemt echter toe, ten laste van òf de dividendsom, òf de ingehouden winst òf beide.

Loonkostenverhogingen en winstuitkeringen vormen beide voor het bedrijfsleven als geheel een financiële output, waar een financiële input tegenover staat. De uitkeringen keren immers als vermogen via de kapitaalmarkt terug. Deelt de ingehouden winst niet in de last, dan treedt er geen verschuiving van interne naar externe financiering op. In het tegengestelde geval echter wel.

Het delen in de ingehouden winst, waarbij dus de koopkracht in het bedrijf blijft, tast nòch de commerciële winst nòch de winstverdeling aan. Wat gebeurt echter met de samenstelling van het vermogen? De samenstelling van het eigen vermogen wordt alleen aangetast wanneer de bonus-uitkeringen aan de oude aandeelhouders niet met een gelijk bedrag verminderen.

Is dit laatste wel het geval dan neemt het aandelenkapitaal niet toe. Het uiteindelijk effect blijft beperkt tot een grotere spreiding van het aandelenbezit, hetgeen men als het eigenlijke doel van de vermogensaanwasdeling kan beschouwen. De vraag rijst wel of deze grotere spreiding tot uitdrukking zal komen in een lagere koerswaarde. Men stelle zich het probleem goed voor: in het hele systeem is verder niets veranderd. Is het denkbaar dat de koerswaarde van het aandelenvermogen daalt (beter: minder snel stijgt)? Theoretisch is dit een heel interessant punt.

Men zou als volgt kunnen redeneren: Ex ante geldt dat de oude aandeelhouders minder bonusuitkeringen zullen kunnen verwachten. Dat drukt de koers. Ex post geldt dat de oude aandeelhouders hun aandelenbezit langzamer zien toenemen. Zou de koers dus inderdaad dalen, dan zou de werkelijkheid de positieteruggang van de oude aandeelhouders dubbel tellen: niet alleen minder aandelen, maar ook een lagere koerswaarde. In de redenering die tot koersdaling concludeert schuilt dus een merkwaardige paradox. Toch lijkt zij realistisch te zijn. Mogelijk ligt de oplossing van het raadsel hierin dat de koersdaling geen blijvende zal zijn.

Hoe dat ook zij, de oude aandeelhouders blijven in de ingehouden winst delen, wanneer, zoals verwacht mag worden, de werknemers niet de gehele ingehouden winst (stroom!) toegeschreven krijgen. Zulks betekent dat de koers door het enkele feit van de bezitsvorming toch boven pari blijft en na een tijdelijke terug-

val bij invoering van de winstdeling opnieuw geleidelijk zal stijgen. We kunnen dus niet concluderen dat de aandelen onaantrekkelijk worden.

Het voorgaande berust er echter op dat de samenstelling van het eigen vermogen niet wijzigt. Tegen de z.g. vermogensaanwasdeling is aangevoerd dat zij tot kapitaalverwatering zal leiden, waarmede het gehele systeem inderdaad in een ongunstige beweging zal komen. Het gevolg zal zelfs kunnen zijn dat de ingehouden winst afneemt en dus de vermogensaanwasdeling de eigen bron droog legt. Is dat zo?

Naar haar aard is de vermogensaanwasdeling bestemd voor ondernemingen, die intern financieren, waar dus het eigen vermogen ook zonder emissies toeneemt. Die ondernemingen staan voor een structurele beleidsbeslissing.

Wanneer zij kiezen voor een doorlopende wijziging in de verhouding tussen aandelenkapitaal en overige bestanddelen van het eigen vermogen ten gunste van deze laatste en uit den hoofde niet periodiek bonussen uitkeren, zal de vermogensaanwasdeling een inbreuk zijn op die beleidslijn. Maar mag dit kapitaalverwatering genoemd worden? Daarvan zouden we alleen willen spreken wanneer de verhouding tussen aandelenkapitaal en andere bestanddelen van het eigen vermogen ten koste van deze laatste wijzigt.

Acht men op lange termijn een zekere constante verhouding in de samenstelling van het eigen vermogen wenselijk, dan zal men tot periodieke uitkering van bonussen moeten overgaan, behoudens emissies. Door emissies treden schoksgewijze veranderingen in de samenstelling van het eigen vermogen op. Men zou kunnen stellen dat de interne financiering periodieke emissies mogelijk maakt zonder dat de samenstelling van het eigen vermogen een blijvende verandering ondergaat. De conclusie moet dan zijn dat de vermogensaanwasdeling de emissiemogelijkheden vermindert.

Daardoor worden ondernemingen getroffen die de mogelijke expansie niet voldoende uit ingehouden winsten kunnen financieren.

Onze voorlopige conclusie is dat de ruimte voor vermogensaanwasdeling afhankelijk is van:

1 de ingehouden winst;
2 de mate waarin de ingehouden winst tot bonus-uitkeringen kan leiden (vermogensaanwasdeling als bonusuitkering aan werknemers), welke mate zelf weer afhankelijk is van:
3 de mate waarin de gewenste expansie intern kan worden gefinancierd.

Wat we nog buiten beschouwing lieten is dat de vermogensaanwasdeling er toe zou kunnen leiden dat de loonkostenstijging wordt afgezwakt. In dat geval ontstaat er meer ruimte in het systeem. De hier bedoelde bij-effecten van de vermogensaanwasdeling zijn geheel tegengesteld aan de effecten van vormen van bezitsvorming die tot loonkostenstijging leiden. In het algemeen kan men stellen dat het voornaamste effect zal zijn een vergroting van de ingehouden winsten.

Ten opzichte van de hierboven geschetste mogelijkheden van wijzigingen in de samenstelling van het eigen vermogen treden dus in principe compenserende mogelijkheden op.

Is het realistisch te veronderstellen dat de loonkostenstijgingen worden afgezwakt? Het komt ons voor van wel, vooral wanneer we het oog richten naar de zwarte en grijze loonvorming.

Het is juist te dien aanzien dat de vermogensaanwasdeling een belangrijke bijdrage zou kunnen leveren. Zij overbrugt in zekere mate de belangentegenstelling tussen werknemer en onderneming. Vermeerdering van de ondernemingsbesparingen levert dan een dubbel voordeel voor de werknemer op: een snellere stijging van de produktiviteit en een aandeel in de ingehouden winst.

Er resteert nog een belangrijk probleem. Wanneer vermogensaanwasdeling wordt overeengekomen kan zulks betekenen dat de ondernemingsleiding niet meer vrij is in de bepaling van het moment waarop een deel van de ingehouden winst wordt omgezet in aandelen. Dat is een niet onbelangrijke vrijheidsbeperking. De vraag is echter wel of deze vrijheid essentieel is. Hoewel we dat niet kunnen zien, is het denkbaar dat zulks toch het geval is. Wanneer dat zo is, behoeft de vermogensaanwasdeling daarop niet af te stuiten. De regeling zou kunnen inhouden dat de werknemers een bonus krijgen, wanneer ook de aandeelhouders een bonus krijgen. Het effect kan echter zijn dat minder dan voorheen bonussen worden uitgekeerd. Een zekere garantie dient dus wel gegeven te worden. Wanneer er financieel-structureel gezien ruimte is voor vermogensaanwasdeling kan tegen zo'n beperking van de beleidsvrijheid principieel geen bezwaar gemaakt worden.

Eindconclusie

Onze eindconclusie is dat de bezitsvorming van werknemers het beste gediend is met vermogensaanwasdeling en wel uit een oogpunt van:

a. kostenontwikkeling;
b. gerichtheid;
c. macro-economisch effect van terugkaatsing;
d. gezonde financiering.

Wanneer bovendien de loonsverhogingen, in het bijzonder zwarte en grijze verhogingen, worden afgezwakt zal de vermogensaanwasdeling bijdragen tot:

a. de ondernemingsbesparingen;
b. versterking van de concurrentiepositie;

en daarmede voor zichzelf wat meer ruimte scheppen.