

# DE PROBLEMATIEK VAN DE ACTIEVE FINANCIERING IN EEN CONCERN

*door Drs. L. Traas*

## *Wat is financiering?*

Financiering - zo leest men in vele leerboeken - is het voorzien in de vermogensbehoefte van de onderneming en wel de vermogensbehoefte zoals die uit de door de leiding gewenste activiteiten voortvloeit en is geconcretiseerd in de plannen welke voor de toekomst zijn aanvaard. In de gevolgde gedachtengang wordt de omvang van de vermogensbehoefte dan veelal opgevat als een voor de financiering gegeven grootte en wordt de taak van de financier geacht te bestaan uit het aantrekken van het benodigde vermogen in een zodanige samenstelling, voor zodanige termijnen en tegen zodanige prijzen dat uit een oogpunt van kosten zowel als uit een oogpunt van zekerheid een optimale oplossing wordt verkregen en illiquiditeit wordt vermeden.

Hoewel deze of een soortgelijke omschrijving van het financieringsvraagstuk in de literatuur vrij gebruikelijk is stuit men toch op een aantal ernstige moeilijkheden indien men daarvan uitgaande de in de realiteit bestaande financieringsproblemen tot een bevredigende oplossing tracht te brengen. Wat is namelijk het geval? Baseert men zich bij de financiering op een gegeven activiteitsplan en op de daarmee verbonden gegeven vermogensbehoefte, dan blijkt bij nadere beschouwing dat reeds een belangrijk stuk van de financiering door het activiteitsplan als het ware automatisch is vastgelegd. Immers door het activiteitsplan wordt naast de omvang van de totale vermogensbehoefte zoals die tot uitdrukking komt in het totale, aan de debetzijde van de balans vermelde, kapitaal, mede bepaald de omvang van verschillende posten aan de creditzijde van de balans. Te denken valt daarbij aan het grootste deel van het zogenaamde „niet rentedragend” vreemd vermogen, de herwaardering en in het bijzonder aan de belangrijkste bron voor het eigen (ondernemend) vermogen: de ingehouden winst. Weliswaar vloeit de omvang van de ingehouden winst niet rechtstreeks voort uit het activiteitsplan van de onderneming maar moet daarbij ook nog de winstuitkering in aanmerking worden genomen. Gezien echter de in vele gevallen gevolgde politiek van dividendstabilisatie blijft de op dit punt bestaande manoeuvreerruimte toch maar uiterst beperkt.

Voor de financiering als zelfstandig keuzeprobleem resteert in de geschetste situatie nog slechts het bepalen van de omvang en het tijdstip van eventuele aandelenemissies alsmede het bepalen van de „samenstelling” van het rentedragend vreemd vermogen; de „omvang” daarvan wordt - aangezien het de restpost betreft - door de overige factoren reeds bepaald.

Het zal duidelijk zijn dat bij een zo geringe keuzevrijheid een verantwoorde financiering niet kan worden verzekerd. Zou de beschreven conceptie in praktijk worden gebracht, dan zou men - zeker bij een niet erg betrouwbare planning - het weinig aantrekkelijke beeld te zien krijgen van een financier die „hijgend” achter de onderneming aanloopt, financierend wat er te financieren valt en hopen op een totaal-uitkomst die bevredigend blijft.

Teneinde een bruikbaar uitgangspunt te verkrijgen zal het financieringsvraagstuk daarom op een andere wijze moeten worden benaderd en in een veel ruimer verband moeten worden geplaatst.

Naar het ons voorkomt kunnen de problemen welke in de realiteit met de

financiering zijn verbonden, alleen dan op een zinvolle wijze worden gesteld en geanalyseerd, indien de financiering niet wordt opgevat als een nevenactiviteit die voor het sluitstuk op het activiteitenprogramma zorgdraagt doch als een integreerend bestanddeel van het leiden van de onderneming zelf. Of in de woorden van Solomon: „financial management is properly viewed as an integral part of over-all management rather than as a staff speciality concerned with fund-raising operations”<sup>1)</sup>).

Naast het commerciële, het technische, het sociale, het fiscale en het juridische aspect vormt het financiële aspect een zelfstandig element dat bij het nemen van de beslissingen in de onderneming steeds - en in beginsel gelijktijdig met deze andere aspecten - in aanmerking moet worden genomen. In concreto betekent dit dat enerzijds voortdurend zal moeten worden bezien of de te ondernemen acties in de onderneming niet leiden tot een verstoring van het ten aanzien van de financiering gewenste beeld terwijl anderzijds ook wat ten aanzien van de financiering wenselijk moet worden geacht, steeds zal moeten worden vastgesteld in het licht van hetgeen uit technisch, commercieel, sociaal, fiscaal en juridisch oogpunt als noodzakelijk en realiseerbaar wordt beschouwd.

Het centrale thema van de financiering wordt in deze gedachtengang de zorg voor een „gezonde” financiële positie van de onderneming. Om een gezonde financiële positie te kunnen waarborgen zal de financier zich niet kunnen beperken tot het aantrekken van gelden, doch zal hij zijn aandacht mede moeten richten op het gebruik dat van de gelden wordt gemaakt. Drie vragen vormen dan de kern van het financieringsprobleem:

- Welke omvang en samenstelling van het kapitaal (debetzijde van de balans) is uit financieel oogpunt wenselijk en aanvaardbaar?
- Welke financiële structuur moet voor de onderneming optimaal worden geacht?
- Welke liquiditeitspositie moet worden gehandhaafd?

Op deze drie vragen zal de financier antwoord moeten geven, daarmee de doelstellingen formulerend welke met betrekking tot het financiële aspect van het ondernemershandelen voor de toekomst zullen gelden. Teneinde daartoe in staat te zijn zal de financier moeten beschikken over de relevante informatie zowel ten aanzien van de financieringsmogelijkheden waarover intern en extern kan worden beschikt als ten aanzien van de mogelijkheden tot het vastleggen van vermogen in de onderneming. Vanzelfsprekend zal de financier er voortdurend op moeten toezien dat de geformuleerde doelstellingen ook worden gerealiseerd. In verband daarmee zullen aan de interne berichtgeving bepaalde eisen moeten worden gesteld en zullen doeltreffende maatstaven moeten worden ontwikkeld opdat ontsporingen snel kunnen worden gesignaleerd en maatregelen tijdig kunnen worden getroffen.

Wordt het financieringsvraagstuk aldus geformuleerd dan springt duidelijk in het oog de verwevenheid van de financiering met het gehele ondernemingsgebeuren. Mede daardoor zullen de als optimaal te beschouwen oplossingen sterk worden beïnvloed door de specifieke karakteristieken van de onderneming. In het hierna volgende zal worden getracht de beide hiervoor als eerste genoemde onderdelen van het financieringsvraagstuk wat nader uit te werken voor een onderneming die het karakter heeft van een concern. Als typisch voor een concern wordt gezien dat het is opgebouwd uit meerdere - juridisch zelfstandige - ondernemingen.

---

<sup>1)</sup> Ezra Solomon, „The theory of financial management”, New York 1963, blz. 2.

## *Financiële structuur en groei*

De optimale financiële structuur wordt door Diepenhorst omschreven als: „de ideale vormgeving van het geheel van relaties tussen de collectiviteit van het kapitaal en de opbouw van het vermogen dat in dit kapitaal belichaming heeft gevonden”<sup>2)</sup>.

In een concern zal bij het bepalen van de optimale waarde voor de hier bedoelde relaties in eerste instantie moeten worden uitgegaan van het *totaalbeeld* van de financiële positie van de onderneming; dat is van de geconsolideerde balans en het geconsolideerd activiteitsplan. Slechts indien (de mogelijkheid tot) financieel verkeer met bepaalde concernonderdelen goeddeels ontbreekt zullen deze concernonderdelen uit het totaalbeeld kunnen worden geëlimineerd.

Het totaalbeeld dient uitgangspunt te zijn, omdat zowel voor de vermogensverschaffers als voor het financiële management dit uiteindelijk de basis vormt voor de beoordeling van de financiële kracht van de onderneming.

Bij het vaststellen van de optimale financiële verhoudingen zullen overwegingen van zekerheid een grote rol spelen. Enerzijds zal men zich in de financiering willen wapenen tegen het optreden van kwade kansen en in verband daarmee een zodanige opstelling kiezen dat ook in ongunstige tijden, wanneer de verhouding tussen de uitgaande en de ingaande geldstromen verslechtert, voldoende financiële ruimte beschikbaar zal zijn om het evenwicht tussen deze stromen te kunnen handhaven en aldus het voortbestaan van de onderneming veilig te stellen. Anderzijds zal men ook de nodige zekerheid willen hebben dat de financiering (zelfs in moeilijke tijden) geen belemmering zal vormen om nieuwe - zich onverwacht voordoeende - winstmogelijkheden te kunnen benutten en aanpassingen aan gewijzigde omstandigheden tot stand te kunnen brengen. J. L. Mey, Diepenhorst en Willems spreken in dit verband van eisen van weerstandsvermogen en elasticiteit die aan de financiële structuur moeten worden gesteld<sup>3)</sup>. De betekenis welke de verschillende financieringsvormen hebben voor het weerstandsvermogen en de elasticiteit van de onderneming zijn met name door Willems uitvoerig beschreven<sup>4)</sup>. Wij zullen daarop niet nader ingaan.

Naast overwegingen van weerstandsvermogen en elasticiteit zijn volgens de genoemde auteurs ook overwegingen van rentabiliteit bepalend voor de keuze van de optimale financiële structuur. Het rentabiliteitsbegrip blijkt - althans in de gedachtengang van Diepenhorst en Willems - „een zeer ruime lading” te dekken: „Niet alleen de kostenaspecten bij de verkrijging, maar ook de opbrengstenaspecten bij de aanwending” van het vermogen worden daarin opgenomen<sup>5)</sup>.

Diepenhorst en Willems hebben daarbij het oog op: „mogelijkheden van „trading on the equity” en „gearing” . . . , mogelijkheden die termijn aanpassing biedt . . . ” het streven naar een zo gunstig mogelijke „bezetting van het aanwezige vermogen”

---

<sup>2)</sup> A. I. Diepenhorst: „Beschouwingen over de optimale financiële structuur van de onderneming”, Oratie Rotterdam 1962, blz. 1.

<sup>3)</sup> J. L. Mey: „Weerstandsvermogen en financiële reorganisatie van ondernemingen”, Amsterdam 1946.

A. I. Diepenhorst en H. Willems: „De optimale financiële structuur” in Kernproblemen der Bedrijfseconomie, onder redactie van C. F. Scheffer, Amsterdam 1966, blz. 184.

<sup>4)</sup> H. Willems: „De financiële structuur en de vermogenskosten in investeringsplanning en kostprijsberekening”, Leiden 1965.

<sup>5)</sup> A. I. Diepenhorst en H. Willems: „De optimale financiële structuur”, in Kernproblemen der Bedrijfseconomie, blz. 197.

en tenslotte de mogelijkheid tot „het stellen van de offers die met de financiering zijn gemoeid, tegenover de opbrengsten van de te verrichten investeringen: „firm's cost of capital” en „capital budgeting”<sup>6)</sup>.

Zonder enige twijfel heeft men hier te maken met overwegingen die stuk voor stuk van belang zijn bij het oplossen van het vraagstuk van de financiële structuur. Wat echter naar ons gevoelen nog ontbreekt is het samenbindende element van waaruit een oordeel over de relatieve betekenis van elk van deze onderdelen van het rentabiliteitsaspect kan worden gegeven en - althans in beginsel - een duidelijke uitspraak mogelijk wordt over de vraag of een bepaalde financiële structuur beter is dan enige andere (bij een gelijk niveau van weerstandsvermogen en elasticiteit). Dit samenbindende element zal vanzelfsprekend moeten worden afgeleid uit de doelstelling van de onderneming.

Wordt de omvang van het totale vermogen van de onderneming *niet* als gegeven beschouwd dan kan er geen twijfel over bestaan dat het consequent streven naar een zo hoog mogelijke rentabiliteit (bij een gegeven niveau van weerstandsvermogen en elasticiteit) tot volkomen onaanvaardbare uitkomsten leidt. Het beleid in de onderneming zou dan immers in strikte zin slechts optimaal kunnen worden geacht indien alleen vermogen werd vastgelegd in één enkele kapitaalinstallatie - namelijk die kapitaalinstallatie welke de hoogste winst per geïnvesteerde gulden oplevert - en de overige winstkansen onbenut werden gelaten; met alle gevolgen van dien voor de *totale* winst. Dit is een zo absurde consequentie dat wel niemand die aan het rentabiliteitsstreven zal willen verbinden. Ons inziens betekent dit echter dat dan ook een ander element dan het rentabiliteitsaspect de mede-bepalende factor voor de optimale financiële structuur zal moeten vormen aangezien het rentabiliteitsaspect in strikte zin de doelstelling van de onderneming kennelijk zeer gebrekkig weergeeft. In plaats van het rentabiliteitsaspect moet naar onze mening het streven naar een *verantwoorde groei* als de dominerende factor worden geïntroduceerd; naast het verlangen naar weerstandsvermogen en elasticiteit<sup>7)</sup>. Uit de praktijk blijkt dat groei hoog genoteerd staat in het preferentieschema van de leiding. De financier zal daarom bij de keuze van de financiële structuur ruimte moeten scheppen om de wens tot groei - met behoud van voldoende zekerheid - zoveel mogelijk te kunnen honoreren. Uiteraard zal hij er daarbij voor moeten waken dat de groei *financieel verantwoord* blijft. Op dit punt nu doet in onze gedachtengang eerst het rentabiliteitsaspect zijn intrede: het element van de groei vormt de dominerende factor, doch de groei zal verantwoord moeten zijn in die zin dat de rentabiliteit die daarbij wordt verkregen aan bepaalde eisen voldoet (welke eisen dit zijn komt hierna nog ter sprake). Het rentabiliteitsaspect heeft het karakter van een randvoorwaarde, vormt echter niet een te optimaliseren grootheid.

Vanwege de grenzen die met name aan het expansie-tempo van het eigen vermogen zijn gesteld en - zij het in mindere mate - ook aan het expansietempo van het op lange termijn aan te trekken vreemde vermogen, bestaat er een nauw verband tussen groei en financiële structuur. Zijn de via winstinhouding beschikbaar komende bedragen onvoldoende om de behoefte aan eigen vermogen te dekken,

<sup>6)</sup> A. I. Diepenhorst en H. Willems t.a.p., blz. 190

<sup>7)</sup> Onder groei kan zowel worden verstaan de groei van de omzet als de groei van het totale vermogen; voor het hierna volgende maakt dit geen verschil. Zoals bekend is de groei volgens beide benaderingen gelijk indien de omloopsnelheid constant blijft.

dan zal door middel van aandelenemissies een beroep op de kapitaalmarkt moeten worden gedaan. Het beursklimaat is daartoe echter niet ten allen tijde geschikt en bovendien zal bij frequente en omvangrijke emissies de beurskoers veelal onder druk komen te staan zodat, naarmate het beroep op de kapitaalmarkt intensiever wordt, de voorwaarden steeds ongunstiger worden. Ook bij het aantrekken van vreemd vermogen op lange termijn kan zich een zekere verzadiging van de markt manifesteren.

Bij een snelle expansie van de onderneming zal de financier zich dan ook noodzaakt zien om - tenzij de onderneming uitzonderlijk winstgevend is - met relatief veel vreemd vermogen te financieren en - gezien het vorenstaande - eventueel zelfs met relatief veel kort vreemd vermogen. Het grote bestanddeel aan vreemd vermogen van vele Duitse en Japanse ondernemingen, die na de tweede wereldoorlog een enorm snelle expansie doormaakten, vormt hiervan een duidelijke illustratie. Evenzo ook de bekende slogan „aus kurz macht lang”, die tot voor kort een zekere populariteit bezat bij sommige ondernemingen waarin met kort geld (dat telkens werd hernieuwd) in feite langlopende projecten werden gefinancierd.

Weliswaar wordt door financiering met relatief veel vreemd vermogen een snelle expansie mogelijk gemaakt, doch anderzijds wordt daardoor het weerstandsvermogen en - in bepaalde opzichten - ook de elasticiteit aangetast. Enkele pijnlijke deconfitures die zich enkele jaren geleden in Duitsland voltrokken, hebben ook dit genoegzaam aangetoond. Het duidelijkste voorbeeld daarvan vormt wel de ondergang van het Borgwardconcern, waar een - aanvankelijk zeer geringe - terugval in de verkopen veroorzaakt door enkele onbelangrijke constructiefouten in het nieuwe model, een tijdige aflossing van het overmatige leverancierskrediet onmogelijk maakte en een algehele financiële crisis inleidde.

De financier zal dus bij de bepaling van de optimale financiële structuur een compromis moeten zoeken tussen de behoefte aan zekerheid en de wens tot groei. Bij welke financiële verhoudingen het optimum zal zijn bereikt kan niet exact worden berekend; uiteindelijk is dit een kwestie van subjectieve preferenties<sup>8)</sup>. Wel kunnen echter een aantal gegevens worden genoemd waarop men zich bij de keuze zal moeten baseren en ook kunnen calculatiemethoden worden aangegeven welke het eindoordeel kunnen ondersteunen.

Voor wat betreft de keuze van de optimale verhouding tussen eigen en vreemd vermogen zijn de eisen die te dien aanzien door de verschaffers van het vreemde vermogen worden gesteld van bijzonder belang. Het aandeel van het eigen vermogen dat door deze categorie minimaal wordt verlangd vormt de uiterste grens waartoe de financier zal kunnen gaan. Deze grens is niet constant; gewoonlijk zullen de vermogensverschaffers in gunstige tijden, wanneer de winsten rijkelijk vloeien, minder stringente eisen stellen dan onder moeilijke omstandigheden wanneer de resultaten tegenvallen. De verstandige financier zal daarom niet tot de uiterste grens gaan doch onder normale omstandigheden een ruime reserve in acht nemen. Dit temeer omdat juist in moeilijke tijden ook de uit winstinhouding beschikbaar komende bedragen zullen afnemen zodat de financier dan in een soort schaarbeweging bekneld dreigt te raken.

Teneinde te kunnen beoordelen welke omvang de zojuist genoemde reserve zal

<sup>8)</sup> Zie ook A. I. Diepenhorst: Oratie Rotterdam, blz. 5.

moeten hebben en welke groei verantwoord kan worden geacht, zal de financier zich een beeld moeten vormen van de toekomstige ontwikkelingsmogelijkheden van de onderneming. Dit zal dienen te geschieden op basis van het *strategische plan* van de onderneming. Het bijeenbrengen van de bouwstenen voor het strategische plan is voornamelijk een aangelegenheid van de commerciële, technische en sociale functies in de onderneming. Langs welke lijnen en volgens welke principes het strategische plan dient te worden opgesteld kan hier onbesproken blijven; dit is op voortreffelijke wijze uiteengezet door Ansoff<sup>9)</sup>.

De financier zal het strategische plan waarin de groeimogelijkheden nader zijn gespecificeerd in de eerste plaats moeten bezien vanuit het rentabiliteitsgezichtspunt, d.w.z. hij zal moeten nagaan of het in zijn geheel en in de verschillende onderdelen voldoet aan de als randwaarde te stellen rentabiliteitsisen (zie hierna) en zonodig voorstellen tot wijziging ter tafel moeten brengen. De financier heeft op dit punt uiteraard geen recht van veto; het is steeds de leiding als geheel die na afweging van *alle* aspecten de definitieve beslissingen dient te nemen.

Daarnaast - en tot op zekere hoogte gelijktijdig daarmee - zal de financier het strategische plan dienen te evalueren vanuit de gezichtshoek van het weerstandsvermogen en de elasticiteit. Daartoe zal een analyse moeten plaatsvinden van de in de toekomst te verwachten ontvangsten- en uitgavenstromen van de onderneming als geheel. De door Donaldson<sup>10)</sup> ontwikkelde cash-flow benadering kan hierbij in beginsel model staan, al dienen daarin naar het ons voorkomt in verschillende opzichten de accenten wat anders te worden gelegd. De meest geschikte basis voor een beoordeling van het zekerheidsniveau wordt verkregen indien voor het totaalplan in de eerste plaats een berekening wordt gemaakt van de bij de meest waarschijnlijke ontwikkeling in de loop van de tijd te verwachten ontvangsten- en uitgavenstromen en daarop aansluitend een - voorlopig - financieringsplan wordt opgesteld. In de tweede plaats kan dan worden onderzocht in hoeverre dit financieringsplan ook bij een ongunstige, of zelfs zeer ongunstige, ontwikkeling van de ingaande en uitgaande geldstroom nog aanvaardbaar blijft. Zonodig dienen vervolgens in het financieringsplan, of ook in het activiteitenplan, wijzigingen te worden aangebracht, zodat per saldo een beeld ontstaat waaruit de voor de toekomst geldende doelstellingen zowel ten aanzien van de financiële structuur als ten aanzien van de verantwoorde groei - simultaan - kunnen worden geformuleerd.

Een opzet als hier geschetst is in de praktijk zeer wel te realiseren, al zijn de onzekerheden waarmee men wordt geconfronteerd uiteraard groot. Bedacht moet hierbij echter worden dat het in een „going concern” vooral ook gaat om het toetsen van bestaande in het verleden reeds opgebouwde doelstellingen en niet uitsluitend om het ontwikkelen van een geheel nieuwe visie.

In een concern met dochterondernemingen, waaraan op het terrein van de financiering bepaalde bevoegdheden zijn gedelegeerd, en die uit dien hoofde zelfstandig op bepaalde sectoren van de vermogensmarkt opereren, zal behalve de financiële structuur van het concern als geheel ook de structuur van de dochterondernemingen de aandacht vragen. De dochterondernemingen zullen in noodgevallen in het algemeen steeds kunnen terugvallen op de moedermaatschappij. Daardoor zullen zij uit *interne* overwegingen minder behoefte hebben om het weerstandsver-

<sup>9)</sup> H. I. Ansoff, „Corporate Strategy”, New York 1965.

<sup>10)</sup> G. Donaldson, „Corporate debt capacity”, Boston 1961.

mogen en de elasticiteit in de financiële structuur sterk op te voeren. Voor de dochterondernemingen zijn echter wel de eisen van de *externe* verschaffers van het vreemde vermogen van belang. Aan de eisen die door deze categorie worden gesteld zal minstens moeten worden voldaan wil voor de betreffende ondernemingen de toegang tot de vermogensmarkt openblijven. Weliswaar zou men ook met garanties van de moedermaatschappij kunnen werken, doch deze financieringsfiguur zal in het algemeen tot uitzonderingsgevallen beperkt blijven. Daar de financieringsmogelijkheden - en mede als gevolg daarvan ook de opvattingen over een aanvaardbare financiële structuur - lang niet in alle landen hetzelfde zijn, zal er in een internationaal concern op dit punt een genuanceerd beleid moeten worden gevoerd. Uiteraard zal de financiële structuur van de dochterondernemingen ook moeten worden afgestemd op het karakter van de betreffende ondernemingen aangezien ook te dien aanzien door de vermogensverschaffers verschillende normen worden gesteld.

### *De kritische rentabiliteit en de financiële berichtgeving*

Teneinde te kunnen vaststellen of het in de onderneming werkzame kapitaal uit een oogpunt van financiering voldoende rendabel is en of door het uitvoeren van nieuwe investeringen de gestelde financiële doeleinden niet worden verstoord zal de financier een operationele inhoud moeten geven aan het begrip kritische rentabiliteit (*firm's cost of capital*) en zal hij moeten beschikken over een doelmatige berichtgeving.

Met betrekking tot het eerste punt zij het volgende opgemerkt: Voor de grote onderneming geldt dat de financiering in hoge mate steunt op de vermogensmarkt. Wat betreft de voorziening met vreemd vermogen spreekt dit vanzelf. Ook in de behoefte aan eigen vermogen zal echter zelden geheel door interne financiering kunnen worden voorzien; veelal zal daartoe in meerdere of mindere mate eveneens een beroep op de vermogensmarkt moeten worden gedaan en zelfs als dit niet het geval is zal men daartoe toch steeds de mogelijkheid willen openhouden. De grote onderneming leidt dus geen financieel geïsoleerd bestaan, doch dient afgestemd te zijn op de financiële markten. Dit betekent dat, wil de onderneming financierbaar blijven, het totale daarin vastgelegde en vast te leggen vermogen minstens een opbrengst zal moeten opleveren gelijk aan de gemiddelde opbrengstvoet die door de vermogensverschaffers volgens de marktsituatie wordt verlangd. Deze gemiddelde opbrengstvoet dient te worden berekend op het met de verhoudingen in de financiële structuur gewogen gemiddelde van de opbrengstvoet voor het eigen vermogen en de interestvoeten voor de diverse soorten vreemd vermogen. Dit gemiddelde vormt het communicatiemiddel met behulp waarvan de financier de extern op de vermogensmarkt bestaande eisen dient te vertalen in eisen die uit financieel oogpunt aan het interne beleid moeten worden gesteld. Groei is slechts verantwoord indien het vermogen dat daarbij wordt vastgelegd in „the long run” minstens deze gemiddelde opbrengstvoet zal opleveren; deze gemiddelde opbrengstvoet vormt derhalve de „kritische rentabiliteit”.

Nu is de berekening van de kritische rentabiliteit zeker geen eenvoudige opgave. Het grote probleem levert hier het eigen vermogen. De opbrengstvoet daarvan kan vanzelfsprekend niet worden gesteld op het dividendrendement waarmee de vermogensverschaffers blijkens de beursituatie genoegen nemen doch dient mede te omvatten een faktor waarin de betekenis van de ingehouden winst is verdis-

conteerd. Berekeningen van Fisher en Lorie (voor de U.S.A.) en van Merrett en Sykes (voor Engeland) hebben aangetoond dat het *integrale* rendement over ondernemend vermogen berekend op basis van alle op de beurs genoteerde aandelen, over de afgelopen 40 jaar gemiddeld ongeveer 8 % (nominaal en na belastingen) heeft bedragen<sup>11</sup>). Voor de individuele onderneming kunnen de uitkomsten van deze calculaties - o.m. vanwege de verschillen in risico tussen de ondernemingen - niet zonder meer als uitgangspunt worden genomen. De studies van Gordon en Modigliani en Miller bieden echter o.i. voldoende aanknopingspunten om ook voor de individuele onderneming tot een redelijke benadering te komen. Ook door de resultaten van het empirisch onderzoek van Modigliani en Miller zelf, waarvan enige maanden geleden de lang verbeide publikatie heeft plaatsgevonden, wordt dit bevestigd<sup>12</sup>).

In een groot concern zal de voor de onderneming als geheel geldende kritische rentabiliteit (cost of capital) niet zonder meer als maatstaf kunnen worden gebruikt voor de financiële evaluatie van de onderdelen. Er zal een differentiatie moeten worden aangebracht naar de aard van de activiteiten van de verschillende sectoren en - indien het een internationaal concern betreft - naar de landen waar deze activiteiten zijn gelokaliseerd. Een differentiatie naar de aard van de activiteiten is noodzakelijk omdat de „business uncertainty”, welke inherent is aan de verschillende activiteiten, niet gelijk is en daardoor ook de financierings-eisen die aan het geheel worden gesteld worden verzwaaard of verlicht. Zo werd b.v. bij de Continental Oil Company op grond van deze en soortgelijke overwegingen besloten dat „the normally expected level of return for the general run of investments in marketing and pipeline facilities should be about 10% or better; for refining facilities 14% or better; and for development wells and petrochemical facilities 18% or better”<sup>13</sup>).

In een internationaal concern zal daarnaast ook een differentiatie naar landen dienen plaats te vinden aangezien blijkens het voorgaande de financierings-eisen zowel als de financieringsmogelijkheden per land sterk kunnen verschillen.

Het gedifferentieerde stelsel van rentabiliteitseisen zal moeten worden bepaald op basis van - en in beginsel gelijktijdig met - het strategische plan van de onderneming. De rentabiliteitseisen reflecteren daardoor voornamelijk de lange termijn overwegingen. Bij de beoordeling van de nieuwe investeringen vormen zij het uitgangspunt, doch daarnaast zullen bij deze beoordeling ook de actuele financiële omstandigheden moeten worden betrokken. In verband daarmee is het vereist dat een duidelijk inzicht bestaat in de kwantitatieve betekenis van de geldstromen welke in de onderneming (zullen) plaatsvinden. In de realiteit is dit inzicht niet altijd even eenvoudig te verkrijgen aangezien in de gebruikelijke administratieve berichtgeving de nadruk pleegt te vallen op het verloop van kosten en opbrengsten en minder op de ontvangsten- en uitgavenstromen.

Behalve voor het evalueren van de toekomstige activiteiten heeft de kritische rentabiliteit ook grote betekenis voor de controle van de actuele ontwikkeling.

<sup>11</sup>) L. Fisher en J. H. Lorie: „Rates of return on investment in common stocks”, Journal of Business januari 1964.

A. J. Merrett en A. Sykes: „Return on Equities and Fixed Interest Securities 1919-1963”, District Bank Review december 1963.

<sup>12</sup>) M. H. Miller en Franco Modigliani: „Some estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954-57”, American Economic Review, juni 1966.

<sup>13</sup>) Case material of the Harvard Graduate School of Business Administration.



Wij komen hiermee op het tweede punt waarop in deze sectie wat nader zou worden ingegaan, nl. de interne financiële berichtgeving.

Met betrekking daartoe komen naar ons gevoelen veelvuldig niet ongevaarlijke misverstanden voor. Lange tijd werd in vele ondernemingen bij de interne berichtgeving volstaan met de publikatie van de winstmarge van de verkochte produkten. In het laatste decennium is daarin enige verandering gekomen; met name onder invloed van de Amerikaanse praktijk heeft ook de rentabiliteitsberichtgeving aandacht gekregen en is het gebruikelijk geworden het „rendementsdenken” te propageren. De bekende - overigens reeds uit 1919 stammende - Dupontformule<sup>14)</sup> vormt daarbij gewoonlijk de kern van het betoog. Gebruik van het rentabiliteitscijfer als maatstaf voor het succes - en dus voor de beoordeling van het management - van de onderdelen van de onderneming bergt echter ernstige gevaren in zich, want het resultaat daarvan kan zijn dat onder alle omstandigheden wordt gestreefd naar een maximale rentabiliteit en dat een daling van de rentabiliteit van de ene op de andere periode steeds als een ongunstige ontwikkeling wordt opgevat. Dit is evenwel alleen juist resp. aanvaardbaar indien de omvang van het gebruikte vermogen *constant* blijft en in een groeiende onderneming is dit per definitie nimmer het geval. De absurde gevolgen van een consequent streven naar rentabiliteitsmaximalisatie werden hiervoor reeds gesignaleerd. Dat ook een daling van de rentabiliteit bij een *toeneming* van het vermogen niet ongunstig behoeft te zijn kan eveneens gemakkelijk worden gedemonstreerd. Indien een onderneming b.v. gedurende een bepaald jaar een rentabiliteit maakt op het eigen vermogen van 12 % na belastingen, een deel van de gemaakte winst inhoudt en na investering over het additionele vermogen een rentabiliteit behaalt van 10% na belastingen, zal de rentabiliteit van het totale eigen vermogen in het daaropvolgende jaar *lager* zijn dan 12%. Bedraagt echter de opbrengstvoet die voor het eigen vermogen op de vermogensmarkt wordt verlangd 8%, dan betekent deze daling van de rentabiliteit niet dat de onderneming gezien haar doelstellingen er op is achteruitgegaan, of dat de aandeelhouders er minder op zijn geworden, integendeel; op het additioneel geïnvesteerde vermogen wordt een rentabiliteit verkregen welke 2% hoger ligt dan de critische grens. Donaldson Brown, de ontwerper van de Dupont-formule, heeft deze zwakke stee van de rentabiliteitsmaatstaf zelf duidelijk onderkend. Reeds in 1924 schreef hij: „Thus it is apparent that the object of management is not necessarily the highest attainable „rate of return” on capital, but rather the highest return consistent with attainable volume, care being exercised to assure profit with each increment of volume that will at least equal the economic cost of additional capital required. Therefore the fundamental consideration is the economic cost of capital to the individual business”<sup>15)</sup>.

De consequentie van deze gedachtengang van Donaldson Brown en van de hier naar voren gebrachte bezwaren is naar onze mening dat de rentabiliteitsmaatstaf als onbevredigend moet worden verworpen en dat in plaats daarvan een andere maatstaf dient te worden geïntroduceerd nl. het *absolute bedrag* dat per bedrijfs-onderdeel wordt verdiend *boven* de critische rentabiliteit over het aangewende vermogen. Deze maatstaf wordt reeds sinds een tiental jaren gebruikt door „Ge-

<sup>14)</sup> winstmarge x omloopsnelheid x totaal vermogen/eigen vermogen = rentabiliteit eigen vermogen.

<sup>15)</sup> Donaldson Brown: „Pricing Policy in Relation to Financial Control”, Management and Administration, February 1924.

neral Electric" en staat bekend als de maatstaf van de „dollars of residual income" Bij „General Electric" heeft men de zwakte van het rentabiliteitsgegeven duidelijk onderkend: „This weakness is the tendency to encourage concentration on improvement of *ratios* rather than on improvement in *dollar* profits" en even verder „This tends to retard incentive to growth and expansion because it dampens the incentive of the more profitable business to grow"<sup>16</sup>).

Wordt de maatstaf van het residu-inkomen in de interne berichtgeving toegepast dan wordt daarmee een logisch sluitstuk op het actieve financiële beleid verkregen; bereikt wordt dat op alle niveaus in de onderneming de juiste impuls wordt gegeven en dat het financiële aspect - geconcretiseerd in de kritische rentabiliteit - doorwerkt „tot in de vingertoppen van de onderneming".

<sup>16</sup>) Robert W. Lewis: „Measuring Reporting and Appraising Results of Operations with Reference to Goals, Plans and Budgets", „Planning, Managing and Measuring the Business". A Case Study of Management Planning and Control at General Electric Company (Controllershship Foundation Inc., New York 1955).