

HET VOLGTIJDELIJK PRIJSRISICO EN DE TERMIJNHANDEL

door *H. M. Wopkes*

1. De functie van de termijnhandel bij het uitschakelen van volgtijdelijke prijsverschillen en de gevolgen, die hieraan verbonden zouden kunnen zijn, werden besproken door de heer P. J. Potgieser in het maandblad voor bedrijfsadministratie van December 1950 en door de heer drs H. J. Kruisinga in het nummer van Augustus 1951 van hetzelfde blad.

Terwijl Prof. dr J. L. Mey Jr in zijn leerboek der theoretische bedrijfs-economie reeds gewezen had op de gevaren, die naar zijn mening aanwezig zijn ten aanzien van de liquiditeit van de bedrijfshuishouding, indien de ondernemer zich op de termijnmarkt had gedekt tegen volgtijdelijke prijsverschillen, gaat de heer Potgieser verder. Hij komt tot de conclusie, dat het streven naar een uitschakeling van de volgtijdelijke prijsrisico's een ernstig risico van speculatieve aard schept. De heer Kruisinga bestrijdt de mening van de heer Potgieser, echter slechts schijnbaar; in wezen sluit hij zich bij de critiek aan; dit blijkt hieronder nader.

In een onderschrift van de Redactie van het genoemde maandblad wordt opgemerkt, dat de consequenties van hedging voor de liquiditeit van het bedrijf niet voldoende zijn doordacht. Het standpunt van de Redactie wordt echter niet nader toegelicht en in het bijzonder blijft in het duister hoe door haar wordt gedacht over het ontstaan van een ernstig risico van speculatieve aard tengevolge van hedging.

Naar mijn mening worden in deze beschouwingen ernstige fouten gemaakt tegen de grondslagen van de bedrijfseconomische theorie. De bedoeling van het bezigen van de termijnhandel als hulpmiddel bij de productie is het inkomen uit de productie — een gelijktijdelijk prijsverschil — zeker te stellen met betrekking tot het gevaar van het prijsrisico, dus uitschakeling van de volgtijdelijke prijsverschillen (Prof. dr J. F. Haccoû in Winstbelasting op schijnvoordelen in M.A.B. blz. 15, jaargang 1941). Wanneer men dit principe aanvaardt en de grondgedachte verder uitspint, zal men tot de volgende conclusies komen:

- a. de liquiditeit, zoals deze behoort te zijn op grond van de normatieve theorie, wordt bij hedging juist bereikt;
- b. wanneer men gebruik maakt van hedging ontstaat geen risico van speculatieve aard.

2. Indien de gelijktijdelijke prijsverschillen steeds positief zijn (dus het inkomen uit de productie), dan is de vervanging gewaarborgd, tenzij volgtijdelijke prijsverschillen dit inkomen ondermijnen. Men kan dit ook zó zeggen: indien de vervangingsprijzen en uitgaafprijzen steeds identiek zijn en tevens gedekt zijn door de opbrengsten, is de liquiditeit gewaarborgd; immers er is dan evenwicht tussen ingaande en uitgaande geldstroom. Er wordt afgezien van allerlei andere oorzaken, die de liquiditeit kunnen aantasten, daar het in deze beschouwing slechts gaat om prijsverschillen.

Verder moet ik op de voorgrond stellen, dat bij hedging de reële transacties en de termijntransacties onverbrekkelijk verbonden zijn. Laatstgenoemde transacties zijn noodzakelijk om de doelstelling van het bedrijf te bereiken, om de bedrijfsfunctie te kunnen uitoefenen.

Zeër duidelijk komt dit tot uitdrukking in het artikel van Prof. dr J. F. Haccoû, waarnaar reeds hiervóór werd verwezen, als hij aanbeveelt,

de termijnhandel in goederen te gebruiken ter vermindering van een heffing op het vermogen.

3. Thans zullen ter verduidelijking van mijn bedoeling enige getallen-voorbeelden worden gebruikt, welke zo eenvoudig mogelijk zijn gehouden.

Er wordt dus afgezien van verschillen tussen reële-markt-notering en termijnmarkt-notering, veroorzaakt door kosten van opslag en rente. Verondersteld wordt, dat de noteringen volkomen gelijk aan elkaar zijn en dat de leveringen per elk willekeurig tijdstip kunnen geschieden.

Ik onderscheid de volgende gevallen:

- a. positieve economische voorraad met dalende prijsbeweging;
- b. positieve economische voorraad met stijgende prijsbeweging;
- c. negatieve economische voorraad met stijgende prijsbeweging;
- d. negatieve economische voorraad met dalende prijsbeweging.

Geval	Reële markt						Termijnmarkt					
	koop		verkoop		Resultaat		koop		verkoop		Resultaat	
	datum	prijs	datum	prijs			datum	prijs	datum	prijs		
					V	W					V	W
a	1/3	10	20/3	8	2		20/3	8	1/3	10		
b	1/3	8	20/3	10		2	20/3	10	1/3	8	2	
c	20/3	10	1/3	8	2		1/3	8	20/3	10		2
d	20/3	8	1/3	10		2	1/3	10	20/3	8	2	

4. De heer Potgieser stelt nu, dat in de gevallen b en d de „winsten” niet uitkeerbaar zijn en dus op „Prijsverschillen” worden geboekt, terwijl de verliezen aan de goederenbank moeten worden uitgekeerd. Daarbij wordt aangenomen, dat de voorraden noodzakelijk zijn om de continuïteit van het bedrijf te kunnen handhaven. Vandaar zijn conclusie, dat een ernstig risico van speculatieve aard wordt geschapen.

De heer drs H. J. Kruisinga ziet slechts de gevallen a en c als rationeel. Hij meent daarmede de critiek van de heer Potgieser te hebben ontzenuwd. Hij geeft toe, dat de gevallen b en d zich kunnen voordoen, n.l. wanneer de werkelijke prijsbeweging niet in overeenstemming is met die, welke de ondernemer verwachtte. Dit is echter volgens deze opponent geen fout in de theorie maar een gebrek aan „perfect foresight”, dus te wijten aan het feit, dat men niet of niet volledig kan zien hoe de prijsbeweging in de toekomst zal zijn.

Aan dit gebrek aan „perfect foresight” is echter nu juist het inschakelen van de termijnhandel toe te schrijven. Men is onkundig van de wijze, waarop de prijzen zich in de toekomst zullen gedragen, maar wenst zich te verzekeren van de vervangingsprijs op het moment van de ruil.

In de theorie wordt afgeleid uit het economisch principe, dat de nulpositie de rationele relatie tussen de bedrijfstransacties voorstelt. Door de heer drs H. J. Kruisinga wordt thans verdedigd, dat elke positie rationeel is, mits zij slechts steunt op de verwachtingen van de ondernemer ten aanzien van de prijsbeweging. In wezen komt dit neer op een volledig aanvaarden van de critiek van de heer Potgieser. Dientenge-

volge komt de economische voorraadtheorie, zoals zij tot nu toe wordt beschreven en gedoceed, op losse schroeven te staan. Aan het subjectief element, een gevaarlijke factor in de wetenschapsbeoefening, wordt een beslissende rol toebedeeld.

Het is te betreuren, dat de heer drs Kruisinga op deze wijze overstag is gegaan. Immers, wanneer men zich aansluit bij de critiek van de heer Potgieser is toch zijn conclusie niet houdbaar. In punt j beweert hij namelijk, dat het streven naar een uitschakeling van de prijsrisico's een ernstig risico van speculatieve aard schept. Er zou dus iets ontstaan, hetgeen tevoren niet aanwezig was, terwijl in werkelijkheid slechts de aard van het risico verandert. Voortbouwend op de redenering van de heer Potgieser wordt door het gebruik maken van de termijnmarkt in geval van een positieve economische voorraad de kans op beperkt verlies omgezet in een kans op onbeperkt verlies, terwijl dit bij een negatieve economische voorraad juist omgekeerd is. De hedging schept dus niet een ernstig risico van speculatieve aard, doch heeft tengevolge een verwisseling van het karakter der verlieskansen bij positieve en negatieve economische voorraad.

5. Wanneer men zich echter stelt op het standpunt, dat reële transactie en termijnaffaire onverbrekkelijk met elkaar verbonden zijn (zie paragraaf 2) en dat die laatste affaire eigenlijk is een aanvulling op de reële transactie en zonder deze geen zelfstandig bestaan heeft, dan is de oplossing van dit probleem zeer eenvoudig. Zoals reeds gezegd gaf Prof. dr Haccou de richting aan, waarin wij moeten gaan.

De getallenvoorbeelden uit paragraaf 3 worden dan als volgt uitgewerkt.

Geval	Reële markt		Termijnmarkt			Datum van de ruil	Vervangingsprijs
	datum	koop-prijs	datum	Resultaat			
				V	W		
a	1/3	10	20/3		2	20/3	8
b	1/3	8	20/3	2		20/3	10
c	20/3	10	20/3		2	1/3	8
d	20/3	8	20/3	2		1/3	10

Hieruit blijkt, dat men zich door de hedging verzekerd heeft van de vervangingsprijs op het moment van de ruil, hetgeen ook juist de doelstelling van de aanvullende termijntransactie was.

Het gaat hier in het bijzonder om de gevallen b en d. Immers dan wenst de heer Potgieser op grond van de theorie van de „Amsterdamse School” winst en verlies niet te compenseren. Beide transacties, reële en termijntransactie, zijn echter juist op grond van die theorie als één handeling te beschouwen. Er is dan ook slechts sprake van een betaling van de koopprijs in gedeelten, c.q. met een prijscorrectie. Ter verkrijging van dit inzicht is een economische interpretatie van de resultaten der onderling verbonden transacties noodzakelijk. Een juridische uitlegging of een automatische toepassing van een boekingsregel is met het oog op de organische samenhang in de dynamische werkelijkheid te veroordelen. Wanneer men de theoretische grondslag verwaarloost ziet men niet meer het juiste verband.

6. Wanneer de volgtijdelijke risico's, in de prijsbeweging gelegen, zijn uitgeschakeld bij de hier aangenomen ideale werking der hedging, wanneer dus het bedrijf onafhankelijk is geworden van de onzekere resultaten der speculatie, dan moet dit bovendien een vooruitgang betekenen voor de handhaving van het evenwicht tussen de ingaande en uitgaande geldstroom. De liquiditeit, zoals deze behoort te zijn op grond van de bedrijfseconomische theorie, is de basis voor de bepaling van de verschillen met de feitelijke liquiditeit. Men kan dus niet spreken van een overliquiditeit, wanneer men een nadelig volgtijdelijk prijsverschil vermijdt (gevallen a en c) en evenmin van een onderliquiditeit, wanneer men een winst abandonneert teneinde zeker te zijn van het functionele bedrijfsinkomen (gevallen b en d). Hiervoor moge ik verwijzen naar paragraaf 2.

In theorie zijn er drie fasen, die onderling vergeleken worden:

- 1e. de phase, waarin de vervangingsprijs samenvalt met de uitgaafprijs; een volkomen liquiditeit, indien voldaan is aan de hiervoor reeds genoemde voorwaarden;
- 2e. de phase, waarin de vervangingsprijs verschilt van de uitgaafprijs; een onvolkomen liquiditeit met een tendentie naar het evenwicht, dat bestaat bij de volkomen liquiditeit; zolang het evenwicht is verstoord bestaan er grote gevaren voor de continuïteit, die echter veelal aanvaard moeten worden;
- 3e. de phase, waarin het verschil tussen vervangingsprijs en uitgaafprijs wordt gecorrigeerd door hedging; bij de ideale werking van het „Instituut voor de Prijsverzekering”, zoals in dit artikel werd verondersteld, is de liquiditeit even volkomen als in de phase, genoemd onder 1e.

7. Het begrip liquiditeit werd reeds in dit verband besproken in paragraaf 2. Indien de vervangingsprijzen gelijk zijn aan de uitgaafprijzen en tevens gedekt zijn door de opbrengsten, dan is de liquiditeit gewaarborgd.

Gaarne wil ik een en ander demonstreren aan de hand van de cijfers en gevallen, vermeld in paragraaf 3, voor de tweede en derde phase, zoals deze in paragraaf 6 zijn gedefinieerd.

Verder wordt een prijsverandering (stijging of daling, afhankelijk van het geval) verondersteld van telkens twee punten. In de tweede phase zijn koop en ruil temporaal gescheiden. Ik meen, dat dit vanzelfsprekend is, maar vestig daarop nog uitdrukkelijk de aandacht in verband met de critiek, die ik in paragraaf 8 zal moeten uitoefenen op de beschouwingen van Prof. dr J. L. Mey Jr.

Geval a

A R RT	Tweede phase				Derde phase			
	1/3	20/3	8/4	27/4	1/3	20/3	8/4	27/4
	C 10	D 8	C 6	D 4	C 10	D 8	C 6	D 4
	—	—	—	—	—	D 2	—	D 2
	C 10	D 8	C 6	D 4	C 10	D 10	C 6	D 6

Geval b

A R RT	Tweede phase				Derde phase			
	1/3 C 8	20/3 —	8/4 C 12	27/4 —	1/3 C 8	20/3 —	8/4 C 12	27/4 —
	—	D 10	—	D 14	—	D 10	—	D 14
	—	—	—	—	—	C 2	—	C 2
	C 8	D 10	C 12	D 14	C 8	D 8	C 12	D 12

Geval c

A R RT	Tweede phase				Derde phase			
	1/3 —	20/3 C 10	8/4 —	27/4 C 14	1/3 —	20/3 C 10	8/4 —	27/4 C 14
	D 8	—	D 12	—	D 8	—	D 12	—
	—	—	—	—	—	D 2	—	D 2
	D 8	C 10	D 12	C 14	D 8	C 8	D 12	C 12

Geval d

A R RT	Tweede phase				Derde phase			
	1/3 —	20/3 C 8	8/4 —	27/4 C 4	1/3 —	20/3 C 8	8/4 —	27/4 C 4
	D 10	—	D 6	—	D 10	—	D 6	—
	—	—	—	—	—	C 2	—	C 2
	D 10	C 8	D 6	C 4	D 10	C 10	D 6	C 6

Verklaring der gebruikte afkortingen:

A = koop op de reële markt

R = ruil of verkoop van het goed

RT = resultaat der termijntransacties.

D = debet kas

C = credit kas

Uit de voor de derde phase gegeven cijfers blijkt, dat gedurende de periode, die de verbonden transacties omvat (resp. 1 Maart tot en met 20 Maart en 8 April tot en met 27 April), de liquiditeit volkomen is. De continuïteit van het productieproces is gewaarborgd. Men moet daarbij in het oog houden, dat men in de gevallen a en b te maken heeft met een positieve en in de gevallen c en d met een negatieve economische voorraad.

De vervanging kan steeds uit de beschikbare middelen plaatsvinden, mits men op de juiste wijze gefinancierd heeft. Bij de financiering moet men zich aanpassen aan de doelmatig gekozen inkooppolitiek. Men heeft hier te doen met onvoorzienbare fluctuaties in de vermogensbehoefte. Deze komen zowel in de tweede als in de derde phase voor. Echter is er een essentieel verschil: zij veroorzaken in de tweede phase belangrijke moeilijkheden, terwijl in de derde phase het evenwicht steeds automatisch weer wordt hervonden. In die phase is de liquiditeit dus volkomen.

Men moet echter van een juiste beschouwing uitgaan: de transacties zijn onverbrekkelijk verbonden, de termijntransacties hebben geen zelfstandig bestaan.

8. De mening, geuit door Prof. dr J. L. Mey Jr in zijn leerboek der bedrijfseconomie, deel I, zesde druk, 1949, op bladzijde 64 staat hier-tegenover. Hier volgt het betreffende citaat:

„Hoe staat het nu, als de producent zich op de termijnmarkt heeft gedekt tegen volgtijdige prijsverschillen? Hij heeft dan een verlies bij de dekking van zijn termijnzaak te nemen. Dit verlies zal hij onmiddellijk moeten aanzuiveren. Het vermogen dat hij nodig had voor de voortzetting van het productieproces moet hij nu afstaan aan de instantie, die met de afwikkeling van termijnzaken is belast. De mogelijkheid, dat de bedrijfshuishouding hier in liquiditeitsmoeilijkheden komt, is niet denkbeeldig. Gemakkelijk valt aan te tonen, dat in het geval van prijsdaling daarentegen een zekere overliquiditeit kan optreden.”

De mogelijkheid, die de Hooggeleerde auteur voor ogen staat, meen ik weer het best met cijfers te kunnen toelichten. Ik beperk mij daarbij tot het geval b, waarvoor echter twee mogelijkheden bestaan:

I. vervanging heeft in de toekomst, dus na de eerste zelfstandige inkoop, steeds plaats op het moment van de ruil;

II. vervanging heeft plaats op het moment van de ruil, maar tussen twee ruilmomenten ligt een moment, waarop een zelfstandige inkoop plaatsvindt.

Geval b

I

A R RT VK	Tweede phase				Derde phase			
	1/3	20/3	8/4	27/4	1/3	20/3	8/4	27/4
	C 8	—	—	—	C 8	—	—	—
	—	D 10	D 12	D 14	—	D 10	D 12	D 14
	—	—	—	—	—	C 2	C 2	C 2
VK	—	C 10	C 12	C 14	—	C 10	C 12	C 14
	C 8	—	—	—	C 8	C 2	C 2	C 2

II

A R RT VK	Tweede phase				Derde phase			
	1/3	20/3	8/4	27/4	1/3	20/3	8/4	27/4
	C 8	—	C 12	—	C 8	—	C 12	—
	—	D 10	—	D 14	—	D 10	—	D 14
	—	—	—	—	—	C 2	—	C 2
VK	—	C 10	—	C 14	—	C 10	—	C 14
	C 8	—	C 12	—	C 8	C 2	C 12	C 2

Verklaring der gebruikte afkortingen:

VK = vervangingskoop op het moment van de ruil.

Zie voor de overige afkortingen paragraaf 7.

De praemisse van de vervanging op het moment van de ruil is in de tweede phase ongeoorloofd. Uitdrukkelijk is gesteld, dat uitgaafprijs en vervangingsprijs niet samenvallen. Toch is vervanging op het moment van de ruil wel mogelijk bij een juiste financieringsbegroting. Zij is echter niet nodig, daar men zijn doel bereikt door het afsluiten der termijntransacties.

De onjuiste vooropstelling van Prof. dr J. L. Mey Jr blijkt duidelijk uit de ontwikkeling van de cijfers in de tweede phase (b, I). Na de eerste transactie heeft men steeds een volkomen liquiditeit, een toestand, welke geheel gelijk is aan die van de eerste phase. Maar dan moet ook de derde phase (b, I) verworpen worden. Men gaat niet over tot hedging, integendeel, men vervangt op het moment van de ruil, daar dit immers mogelijk is.

De steeds aanwezig zijnde voorraad (gekocht op $\frac{1}{3}$) en in het algemeen de minimale voorraad brengt een prijsrisico met zich. Uitschakeling hiervan door hedging is irrationeel om de volgende redenen:

- a. de offers voor het sluiten der termijnaffaires keren jaarlijks terug, onverschillig of zij winst of verlies opleveren;
- b. bij „assurantie eigen risico” (gebruik van de rekening „Prijsverschillen” en geen hedging) is men van dit risico bevrijd, wanneer de laagste balanswaarde in het leven der huishouding is bereikt;
- c. de kans, dat de laagste balanswaarde tevens de laagste prijs in het leven der huishouding zal zijn (bij 300 onderling afwijkende noteringen per jaar $\frac{1}{3}$ %), is aanzienlijk kleiner dan de kans, dat laatstgenoemde prijs op een ander tijdstip dan de balansdatum valt.

Hier ligt dus tevens de grens voor de toepassing van hedging.

De tweede mogelijkheid (b, II) stelt, dat gekocht wordt op 1 Maart, verkocht op 20 Maart, terwijl dan tevens een vervangingskoop wordt afgesloten. Op 8 April wordt dan weer gekocht zonder dat een ruil plaatsvindt, hetgeen aanvaardbaar is. Maar onlogisch is dit wel, daar men reeds op 20 Maart de noodzakelijke aankoop had verricht. De aankoop op 8 April heeft dus een speculatief karakter. Ook deze mogelijkheid is derhalve niet voldoende om te bewijzen, dat het gebruikmaken van de termijnhandel voor het uitschakelen van volgtijdelijke prijsverschillen zal of kan leiden tot liquiditeitsmoeilijkheden. Zij is niet acceptabel, omdat men dan steeds met een te grote voorraad zit.

Mijn conclusie kan dus niet anders zijn, dan dat hedging geen gevaren met zich brengt ten aanzien van het evenwicht tussen de tegengesteld vloeiende geldstromen. Dit evenwicht wordt steeds en op automatische wijze weer hervonden. In de periode, waarin de verbonden transacties plaatsvinden, is de liquiditeit volkomen.

Tegenover Prof. dr J. L. Mey Jr's beschouwingen, die hiervóór werden geciteerd, stel ik mijn mening, dat in de tweede phase, waarin geen gebruik wordt gemaakt van de termijnhandel voor de eliminatie van het volgtijdelijk prijsrisico, de bedrijfshuishouding juist voortdurend te kampen heeft met liquiditeitsmoeilijkheden. Bij het raadplegen van de staat, opgenomen in paragraaf 7, blijkt dit zonneklaar.