

arbeidsprestaties en bij normale belasting der machines, is de normale productie. De hiervoor genoemde omstandigheden zijn de normale productieverhoudingen. De daarop gebaseerde kostprijs is de normale kostprijs.¹⁾

Op de volgende gronden kan ik mij hiermede niet geheel vereenigen. De bedoeling van het berekenen der normale productie is het z.g. constante-kosten-deel per eenheid product vast te stellen bij die productie. Het z.g. variabele-kosten-deel wordt dan evenredig gesteld met de werkelijke productie en blijft dus per productie-eenheid ongeveer gelijk.²⁾

Voor de bedrijven onderling zal zoowel het constante- als het variable-kostendeel voor dezelfde productie-eenheid verschillen en wel in dien zin, dat beide deelen en dus ook hun som het laagst zijn bij het bedrijf, dat op de meest begunstigde plaats aan de productie deelneemt, en daarbij het meest economisch is uitgerust en het hoogst bij dat bedrijf dat nog juist aan de productie kan deelnemen. De sociale economie leert ons verder, dat zoodoende het best gesitueerde bedrijf de hoogste winst maakt, omdat in het algemeen de prijs bepaald wordt, door de voortbrengingskosten van het bedrijf, dat nog juist aan de productie kan deelnemen.

Moeten wij nu bij de bepaling van de normale productie voor een zeker bedrijf of bij de bepaling van het constante-kosten-deel per eenheid product de gegevens daartoe zoeken bij het best gesitueerde bedrijf, dat is, het bedrijf, dat onder de meest economische omstandigheden (altijd in relatieven zin) werkt.

Ik meen, dat de heer *Dyrbye* dien kant uit wil en ik meen tevens, dat hiermede het doel voorbij gestreefd wordt.

Waarom zouden wij ons dan bepalen tot het interpoleren van lagere kosten voor oudere machines, zooals de heer *Dyrbye* wil en consequent doorgaande voor alle andere soorten van de z.g. constante kosten? Ook t.o.v. de z.g. variabele kosten zijn dergelijke verschillen in elke bedrijfstak aan te wijzen, zooals verschil in vervoerkosten van materiaal, in arbeidsloon, enz., welke tot uitdrukking zouden kunnen worden gebracht.

Hoezeer het zijn nut kan hebben in een bepaald geval het verlies tot uitdrukking te brengen, dat het gevolg is van het aanhouden van verouderde machines, of in het algemeen het zich bevinden in minder gunstige omstandigheden, geloof ik niet, dat wij deze soort verliezen — beter gezegd oorzaken van mindere winst — moeten vastkoppelen aan die, voortvloeiend uit een te lage bedrijfsdrukke. Dat wij dus niet moeten zoeken naar een normaal voor een bedrijfstak in of buiten het bedrijf, maar naar de normaal van het bedrijf zelve — een norm, die behoort bij de organisatie van dat bedrijf en die dus ook verder berust op bepaalde constante-kosten-factoren in dat bedrijf.

De normale productie is dan de hoeveelheid, die bij als normaal aan te merken arbeidstijd en arbeidsprestatie en bij normale belasting der machines in een bepaalde periode kan worden verkregen.

Wordt de organisatie vergroot of verbeterd dan verandert uiteraard de norm. Dat wij bij den zoo gevonden normalen kostprijs t.o.v. de beoordeeling van den verkoopprijs of bij de beoordeeling van de economie van het bedrijf, nog rekening moeten houden met tal van andere factoren spreekt wel vanzelf, doch onjuist lijkt het mij, een deel van het verschil — n.l. voor- zoover het de constante kosten betreft — tusschen ons bedrijf en het best gesitueerde, toe te voegen aan het verschil tusschen de werkelijke en de gedekte constante kosten.

Wat nu, tenslotte, het inzicht betreft, dat de sociale economie

zou kunnen verkrijgen uit gepubliceerde cijfers betreffende de niet gedekte constante kosten, t.o.v. één der soorten van verlies door de huidige organisatie der productiefactoren, staat wel vast, dat dit bij de door mij voorgestane wijze een ander zou zijn.

Echter wil ik er nog op wijzen, dat m.i. in den normalen kostprijs diverse kosten zullen zijn begrepen, die eveneens voor de maatschappij verlies betekenen, zooals b.v. het stilstaan van machines gedurende een deel van den arbeidstijd, of wel het aanhouden van personeel, dat gedurende zekeren tijd geen productief werk kan verrichten, enz. Zonder twijfel zullen deze factoren de waarde van bovenbedoeld inzicht verminderen. Evenwel, de heer *Dyrbye* zal kunnen tegenwerpen, dat in de „meest economisch” ingerichte organisaties zulke dingen niet voorkomen.

G. H. HILLEBRAND

HOLDING COMPANIES (HOUDSTER-MAATSCHAPPIJEN)

Wie geen vreemdeling is in het financieele Jeruzalem, zal het bekend zijn, dat in de kringen van het geldbeleggend publiek in den laatsten tijd een groeiend wantrouwen, een toenemende ontstemming, te constateeren valt tegen de aandelen en obligaties van houdster-maatschappijen. Deze mentaliteit, die eene stimulans vindt in iedere nieuwe débacle, wordt bovendien voortdurend levendig gehouden door de kritiek der meeste financieele bladen, wier redacties in steeds heftiger philippica's uiting geven aan hunne verontwaardiging over de wijze, waarop de directies van Nederlandsche houdster-maatschappijen aandeelhouders en publiek in hunne jaarverslagen inlichten, of niet inlichten.

In dit artikel zal ik mij er toe bepalen om de balansen en winst- en verliesrekeningen van een der meest bekende houdster-maatschappijen uit een oogpunt van het openbaar maken der resultaten te beoordeelen, waarbij zich de gelegenheid zal voordoen een aantal opmerkingen der financieele critici te resconstrueeren.

Een onzer financieele bladen merkte op, dat het laatste jaarverslag dier onderneming meer aanleiding gaf tot het stellen van vragen, dan dat het inlichtingen verstrekke. De voorgelegde cijfers hadden, zoo meende het, geringe waarde omdat het *be-sluur op geen enkele wijze de juistheid en betrouwbaarheid er van aanneembaar had gemaakt*.

De meening neergelegd in de door mij onderstreepte slotconclusie is in flagranten strijd met de onder balans en winst- en verliesrekening afgedrukte accountants-verklaringen eener mij overigens onbekende accountantsfirma, welke deze stukken als correct certificeert.

Een ander blad liet zich in gelijken geest uit, daarbij er op wijzende, dat men aan de cijfers van geen Holding Company waarde kon hechten, die niet tevens den stand harer dochter-ondernemingen bloot legde. Reeds vóór het verschijnen van het laatste jaarverslag had de redakteur van het laatst bedoeld blad zijn vertrouwen aan het besproken concern opgezegd. Een der desbetreffende kritieken wenschen wij in het volgende te analyseeren. Wij ontmoeten daarin allereerst deze stelling:

Helpt een houdster-maatschappij haar dochter-maatschappij verlies te dekken, dan komt die hulp niet als verlies, maar als „voorschot” aan de dochtermaatschappij te boek te staan.

In het algemeen is bovenstaande stelling juist, maar niette-

¹⁾ Deze formuleering komt niet woordelijk zoo voor. Ik meen echter de zin juist aangegeven te hebben.

²⁾ De aanduidingen constant en variabel dienen hier om de gedachte te bepalen. Deze begrippen moeten dus niet in absoluten zin worden genomen. Hieromtrent zij verder verwezen naar het leerboek van K. G. Simon.

min is het geval denkbaar en komt het in de praktijk voor, dat een houdster-maatschappij het verlies van een harer dochter-maatschappijen geheel of ten deele voor hare rekening neemt. Voor een dergelijke taktiek kunnen verschillende omstandigheden pleiten, waarop ik niet nader kan ingaan, maar wel verdient in dit geval te worden opgemerkt, dat, indien het verlies eener dochter-maatschappij niet door de houdster-maatschappij wordt overgenomen, de laatste op haar aandeelenbezit in die dochter-maatschappij een afschrijving heeft te effectueeren minstens gelijk aan dat verlies.

Het komt er ten slotte op neer, op welke wijze de moeder-maatschappij het verlies der dochter-maatschappij tot uitdrukking wil brengen:

of als bijdrage aan de dochter-maatschappij tot dekking van verlies,

of als afschrijving op haar aandeelenbezit der dochter-maatschappij.

Eene publicatie waaruit niet zou blijken, welke verliezen door dochter-maatschappijen zijn geleden en op welke wijze de houdster-maatschappij deze verliezen heeft opgevangen, kan ook m.i. niet door den beugel. Indien de houdster-maatschappij niet alle aandeelen van de dochter-maatschappij bezit, kan zij het verlies der laatste, waarin zij participeert, slecht tot uitdrukking brengen door afschrijving op haar aandeelenbezit. Deze afschrijving vormt een integreerend bestanddeel harer winst- en verliesrekening en mag dus niet eerst plaats vinden bij de winstverdeling, zooals in de praktijk ten onrechte nog veelal gebruikelijk is. Indien men dus den juisten hierboven aangegeven weg volgt en eventuele verliezen van dochter-maatschappijen vóór het opmaken der winst laat drukken op de balanswaarde der holdings, dan kunnen zich de onereuze gevolgen der gewraakte boekingswijze niet voordoen.

2de Stelling.

De houdster-maatschappij zal steeds een batig saldo hebben, te weten: de rente op haar vorderingen (die zij misschien, door een „voorschot”, aan zichzelf heeft betaald) plus het dividend van die dochter-maatschappijen, welke winst hebben gemaakt.

Deze stelling volgt logisch uit de eerste, zoodat mijn bezwaren tegen de eerste stelling ontwikkeld, ook de tweede treffen. Het door den financieelen expert terecht veroordeelde boekings-systeem van vele houdster-maatschappijen is echter niet een aan dezen vorm van bedrijfconcentratie inhaerente factor. Indien eene houdster-maatschappij hare balans en winst- en verliesrekening opmaakt volgens de juiste grondslagen door de accountancy aangewezen, zullen deze verantwoordingsstukken niet steeds een batig saldo aanwijken.

Op de eerste plaats immers zal ten laste der verlies- en winstrekening komen, zooals hierboven betoogd, de eventuele bijdragen aan de dochter-maatschappijen tot dekking harer verliezen, of wel de afschrijving op het aandeelenbezit der dochter-maatschappijen, welke noodig zijn om eventuele verliezen te compenseren.

Op de tweede plaats zal de rente-factor op vorderingen ten laste der dochter-maatschappijen niet steeds een winstfactor mogen vormen voor de moeder-maatschappij. Dit laatste mag slechts dan het geval zijn, wanneer de rente inderdaad door de dochter-maatschappij is verdiend, of wanneer de moeder-maatschappij het verlies van de dochter-maatschappij, waarin het renteverlies begrepen is, voor hare rekening neemt. In het laatste geval zal men verstandig doen, wanneer de moeder-maatschappij alle aandeelen bezit, om de rente in het verliesjaar niet in rekening te brengen. Het heeft toch weinig zin deze rente eerst ten gunste der verlies- en winstrekening en daarna wederom in den een of anderen vorm ten laste der rekening te brengen.

Heeft men te doen met vorderingen, waarvan de hoofdsom

reeds gevaar loopt door de zwakke positie der betrokken dochter-maatschappij, dan is het duidelijk, dat door de moeder-maatschappij in het geheel geen rente als winst geboekt mag worden, omdat het in strijd zou zijn met een gezonde financieele politiek, rente aan een dergelijken dubieusen debiteur in rekening gebracht, als winstbron in aanmerking te nemen. Evenals iedere soliede bankinstelling de rente, die zij aan dubieuze debiteuren, wier hoofdschuld in gevaar verkeert, nog in rekening brengt conform eene loopende credietovereenkomst, reserveert en niet tot den winstfactor rente rekent, zal ook iedere goed beheerde houdster-maatschappij de rente, welke zij eventueel aan dubieuze dochtermaatschappijen in rekening brengt, niet als winst beschouwen, maar pro memorie boeken of reserveeren. Een andere opvatting zou tot inflatie der verlies- en winstrekening en van het winstsaldo der moeder-maatschappij leiden.

3e stelling.

De uitweg is: publicatie der balansen ook van de dochter-maatschappijen.

Ik vrees dat dit desideratum in vele gevallen niet verwezenlijkt zal kunnen worden, omdat het concurrentie-motief inderdaad een struikelblok kan vormen voor de publicatie der afzonderlijke cijfers. Ook ten aanzien van dit onderdeel van het vraagstuk is echter m.i. een oplossing mogelijk, die zoowel rekening houdt met de eischen eener volledige openbaarmaking, als met de interne belangen der houdster-maatschappij. De door mij bedoelde oplossing is geen novum, daar zij in de praktijk reeds toepassing heeft gevonden en bestaat in de publicatie eener gecombineerde balans, waarin de gelijksoortige activa van moeder- en dochter-maatschappijen onder eenzelfde hoofd in de samenstellende balans gegroepeerd worden b.v.:

Gebouwen	Totaal f
Moeder-maatschappij	
Dochter-maatschappij A	f
Dochter-maatschappij B	f

Indien men met specificatie niet zoo ver wil gaan, zou toch eene combinatie der cijfers van de gelijksoortige activa en passiva op de samenstellende balans van het concern aanbeveling verdienen. Uit een zoodanige balans zou dan blijken, aan de eene zijde, de totale waarde der verschillende groepen van vermogensrechten en aan de andere zijde, de totaalsommen der verplichtingen tegenover derden. Het is duidelijk dat de financieele verhoudingen tusschen de verschillende onderdeelen van het concern uit de samenstellende balansen automatisch geëcarteerd worden, omdat iedere vordering op een onderdeel van het concern gecompenseerd wordt door een gelijke schuld van dit onderdeel.

In deze samenstellende balans kan verder of het resultaat van iedere maatschappij of het eindresultaat van het geheele concern tot uitdrukking worden gebracht. Indien men alleen het eindresultaat publiceert, verdwijnen de correlatieve posten van interest op voorschotten tegenover elkaar b.v.

Winst	f 1.000.000.—
Moeder-maatschappij	f 800.000.—
Dochter-maatschappij A	„ 300.000.—
	f 1.100.000.—
af verlies	
Dochter-maatschappij B	„ 100.000.—

In de winst der moeder-maatschappij is begrepen f 200.000.— rente ten laste der maatschappijen A. en B. ieder voor de helft. De winst der maatschappij A. is gedrukt, het verlies der maatschappij B. ontstaan door dezen rentepost. Publiceert men nu alleen het eindresultaat van het concern zijnde f 1.000.000.—

winst, dan is daarin geen interne rente meer begrepen, daar deze door de combinatie der winst- en verliescijfers geëlimineerd is.

Een gecombineerde balans als door mij bedoeld, zal in het algemeen alleen doorgevoerd kunnen worden ten aanzien van dochter-maatschappijen, waarvan *alle* aandelen in het bezit der moeder-maatschappij zijn. Haar bezit van andere aandelen zal de holding-company moeten waardeeren tegen beurskoers of zooveel lager als zij de intrinsieke waarde der aandelen schat.

Op boven geschetste wijze zou ook het onderhavige concern zijn totale financiële positie aan aandeelhouders en credietgevers bekend kunnen maken, zonder het interne raderwerk voor zijne concurrenten bloot te leggen. Immers de gecombineerde balans behoeft noch de namen, noch de cijfers der onder-maatschappijen te bevatten; indien men deze niet wenscht te publiceeren, kan men volstaan met de eindcijfers, waardoor eveneens het gewenschte overzicht der verschillende activa en passiva van het geheele concern verkregen wordt.

Nadat bovenstaande beschouwingen voor den drukker gereed lagen, kwam mij toevallig in handen eene balans van het wereld-concern, de *Standard-Oil-Company*, welke balans bleek samengesteld te zijn op de grondslagen door mij zooeven ontwikkeld. De *Standard-Oil-Company* is zooals bekend in hoofdzak een holding-company van petroleum-maatschappijen wier belangen over de geheele wereld verspreid liggen. Zij bezit van hare dochter-maatschappijen hetzij alle aandelen, hetzij eene meerderheid, hetzij eene minderheid van aandelen. Uit onderstaande balans zal o.a. ook blijken hare gunstige kapitalisatie. Immers haar kapitaal inclusief surplus verhoudt zich tot haar uitstaande schulden als 9 : 2.

GECOMBINEERDE BALANS STANDARD-OIL, PER 31 DEC. 1922

Onroerende goederen, materialen, installatiën, meubelen, inventaris, drijvend materiaal etc.	\$ 188.685.712
Afschrijving	„ 43.572.221
	\$ 145.113.491
idem onderhoorige ondernemingen	„ 296.868.341
Aandelen in andere dan onderh. ondern.	„ 33.846.178
Amerik. en andere Staatsfondsen en courante effecten	„ 38.351.021
Concessies en patenten	„ 1.608.271
Kantoorgebouw	„ 1.995.864
Aandelen in bezit onderh. ondernemingen ...	„ 41.640.072
Staatsfondsen en bonds in bezit onderh. ondernemingen	„ 17.336.487
Vorraden Stand. Oil	„ 94.889.447
idem onderh. ondern.	„ 168.310.576
Debiteuren Stand. Oil	„ 181.408.011
idem onderh. ondern.	„ 87.813.982
Kassa Stand. Oil	„ 7.480.812
idem onderh. ondern.	„ 7.098.338
	\$ 1.123.760.891

Aandelen kapitaal

preferent	\$ 199.972.900
gewoon	„ 498.587.125

Crediteuren

Stand. Oil	„ 64.061.466
Onderh. ond.	„ 141.550.770

Belastingreserve

Stand. Oil	„ 4.378.093
Onderh. ond.	„ 2.816.782
Assurantiereserve	„ 3.253.146
Surplus	„ 206.168.996
Res. v. annuïteiten	„ 2.971.613
	\$ 1.123.760.891

WINST- EN VERLIESREKENING 1922

Bedrijfskosten	\$ 305.792.577
Afschrijvingen	„ 862.718
Belastingen	„ 11.407.025
Algemeene onkosten	„ 7.772.530
<i>Dividend</i>	
prefs. 7 %	„ 13.855.205
gewone 20 %	„ 19.842.485
surplus	„ 12.544.746
	\$ 372.077.286
Verkoopen	\$ 328.286.827
Rente en diverse inkomsten	„ 10.404.084
Dividend van andere dan onderh. ondern.	„ 31.680
Winst onderh. ondern. na aftrek „federal tax” ..	„ 33.354.695
	\$ 372.077.286

Hoewel bovenstaande balans en winst- en verliesrekening uitenemend materiaal vormen voor beschouwingen over balansanalyse en cijferbeoordeling, zal ik daartoe niet overgaan en dit materiaal onverwerkt ter beschikking laten voor examen-candidaten.

Ten slotte meen ik van de financiële kritiek ten opzichte van houdster-maatschappijen geen afscheid te mogen nemen zonder er op gewezen te hebben, dat naar mijne meening deze kritiek in hare diskwalificering der cijfers te ver gaat. Eene kritiek, die eenvoudig betoogt: omdat gij niet de door ons gewenschte toelichtingen bij Uw cijfers geeft, gelooven wij U niet, zijn Uw cijfers voor ons waardeloos, gaat m.i. te ver. Laat men blijven aandringen op ware en juiste gegevens, welke noodzakelijk zijn om de financiële positie en de resultaten der houdster-maatschappijen te kunnen beoordelen, maar laat men niet eischen bijzonderheden omtrent interne aangelegenheden, wier openbaarmaking de belangen der Maatschappijen en dus ook van hare aandeelhouders zou kunnen schaden, maar bovenal eische men publicatie of althans voorlezing op de algemeene vergadering van aandeelhouders van de volledige accountants-rapporten en stelle men zich niet tevreden met de opname in het jaarverslag eener beknopte accountantsverklaring, waarin naar het meer uitvoerige accountantsrapport, dat in den regel aan commissarissen of directie der maatschappij uitgebracht is, wordt verwezen.

Ik meen in het bovenstaande te hebben aangetoond, dat de feilen, die het verantwoordingssysteem der houdster-maatschappijen aankleven, niet inhacrent zijn aan dezen zoo zeer gebruikelijken vorm der concentratie-maatschappij. De waarde van het instituut der houdster-maatschappij als een der meest doeltreffende, meest economische concentratie-vormen kan, bij alle kritiek op het onvoldoende verantwoordingssysteem, onge-rept blijven.

J. J. M. H. NIJST