

Ik heb juist geconcludeerd, dat in de practijk die misverstanden vrijwel altijd zullen ontstaan; aangezien deze conclusie alleen maar categorisch is tegengesproken, doch niet weerlegd, kan ik in deze uitspraak van den Heer *Westra* slechts een bevestiging van mijn standpunt zien.

Tenslotte laat de Heer *Westra* de beantwoording van de vraag of al dan niet door den public accountant dezelfde eischen moeten worden gesteld voor de aanvaardbaarheid van opdrachten in de functie van orgaan van de bedrijfsleiding of van orgaan van het verkeer, uitdrukkelijk achterwege. Mijn opponent ontwijkt daardoor het cardinale punt van de discussie. De geheele strekking van mijn betoog is juist geweest, om 'aan te toonen, dat de zelfde eischen moeten worden gesteld. Ook dit punt is dus niet weerlegd.

Ik meen zonder aan de beteekenis van het artikel van den Heer *Westra* iets te kort te doen met deze korte opmerkingen te mogen volstaan.

Drs. D. NIJE

(Discussie gesloten. Redactie)

DE RENTEKOSTEN IN HET KADER DER THEORIE VAN DE VERVANGINGSWAARDE

door J. C. de Vink

Na lezing van het naschrift van *Dr H. J. v. d. Schroeff* onder mijn artikeltje in het M.A.B. van April, hetwelk in zeer algemeene bewoordingen was gesteld, komt het mij gewenscht voor, speciaal nog eens die punten onder de loupe te nemen, ten aanzien waarvan de Heer *v. d. Schroeff* een andere opvatting huldigt dan die, waarvan ik blijk gaf.

Aangezien ik t.a.v. die ondernemingen, die incidenteel een hoogere rente, dan de algemeene rentevoet aangeeft, te betalen hebben, tot dezelfde conclusie kom als de Heer *v. d. Schroeff* (n.l. het calculeeren van een rente, gelijk aan die der goudgerande waarden) kunnen deze gevallen onbesproken blijven. Ook de hoogere kosten van financiering in het kleinbedrijf vormen geen punt van meningsverschil. Het gaat hier dus om de kostprijscalculatie bij die ondernemingen, die een hoogere rente dan de algemeene geldende betalen, doordat de aard van het bedrijf groo-tere risico's met zich brengt dan b.v. bij de publiekrechtelijke lichamen het geval is.

Om den Heer *v. d. Schroeff* zooveel mogelijk op den voet te volgen, zal ik beginnen met zijn weerlegging van m'n opmerking, dat hij het probleem der in den kostprijs te calculeeren rente verschuift naar den verschaffer van het vermogen. Hij noemt dit een onjuiste interpretatie van zijn woorden. Maar aan het slot van dezelfde alinea (blz. 146 boven-aan) herhaalt de schrijver, wat hij reeds vroeger betoogde (blz. 120 jaargang 1940) n.l. „Met de rente, welke de vermogensverschaffers boven den algemeenen rentevoet krijgen, trekken zij een deel van de ondernemingspremie tot zich. Zij doen in de hoogere rente aanspraak op een deel van de winst van het bedrijf. De meerdere rente (risicopremie) maakt dan ook geen deel uit van de kosten van het bedrijf.”

Hierop juist doelde ik met mijn opmerking. Het „dan ook” in den laatsten zin van boven aangehaald citaat wijst op een, volgens den Heer *v. d. Schroeff* aanwezig, causaal verband, dat naar mijn meening in 't ge-

heel niet bestaat. Van het standpunt der bedrijfshuishouding gezien doet het er niet toe, of de beleggers de risicopremie zien als een deel van de ondernemerspremie. M.i. hebben wij alleen te maken met het feit, dat de ondernemer deze extra-rente te betalen heeft en kan hij, tengevolge van den aard van zijn bedrijf, geen vermogen tegen lagere rente opnemen (evenmin als ieder in dien bedrijfstak), m.a.w. moet hij bij de *vervanging* van dat vermogen denzelfden hoogen rentelast op zich nemen, dan volgt uit de theorie der *vervangingswaarde*, dat hij die hoogere rente in den kostprijs van zijn product moet calculeeren.

Of de financiering van een bedrijfshuishouding door middel van vermogen met vaste rente al dan niet rationeel is, indien bijzondere risico's inhaerent aan het productieproces zijn, is geen onderwerp van discussie geweest. Dat echter in vele gevallen een irrationeele obligatie-financiering voorkomt, wordt ook door den Heer *v. d. Schroeff* bevestigd. Evenwel zijn er dan nog wel andere vormen (b.v. scheepsverband).

Ingeval een bepaalde onderneming in een riskanten bedrijfstak vermogen heeft opgenomen tegen een rente, waarin geen risicopremie zit (b.v. doordat familie de middelen verschaft heeft en genoeg neemt met een rente, gelijk aan de algemeene), dan zou deze onderneming toch de hoogere rente (inclusief risicopremie) in den kostprijs moeten calculeeren. Immers had zij dat incidenteele voordeel niet, dan zou zij vermogen moeten opnemen tegen den in dien productietak geldenden rentevoet.

De Heer *v. d. Schroeff* verwijt mij, dat er in mijn redeneering nog een overblijfsel zou zijn van de oude uitgaaftheorie. Ik moet dit echter ten stelligste ontkennen en naar mijn meening heb ik noch in het bovenstaande, noch in mijn artikel in het Aprilnummer iets gezegd, dat tot een rechtvaardiging van die critiek kan leiden. Ook in den gedachtengang van den Heer *v. d. Schroeff* is geen spoor te vinden van de uitgaaftheorie, maar dit wil nog niet zeggen, dat door hem nu ook in alle gevallen de vervangingswaardetheorie consequent wordt toegepast.

Ik blijf integendeel van meening, dat hij, in het boven door mij geschetste geval, tot een te lagen kostprijs komt. Inderdaad raakt hier het vraagstuk de volle praktijk en mag niet slechts als een academisch probleem gezien worden, zooals ook de Heer *v. d. Schroeff* heeft opgemerkt.

Laten we eens een geval nader bezien, waarin de Heer *v. d. Schroeff* de algemeene rente en waar ik deze rente + risicopremie in den kostprijs zou willen calculeeren. Dit is dus een geval waarin voor den geheelen bedrijfstak deze hoogere rente geldt. We abstraheeren dan van niet in het productie proces omloopende vermogensdeelen en van de verschillen in rentevoet van het opgenomen vermogen in de afzonderlijke bedrijfshuishoudingen dezer branche.

Stellen we nu dat voor al deze ondernemingen de kostprijs gelijk is aan de opbrengst van het product, dan is er in dit geval dus in 't geheel geen ondernemerspremie.

Calculeert men nu volgens den Heer *v. d. Schroeff*, dan is de factor rente in den kostprijs berekend op basis van een rentevoet, waartegen geen enkele dezer ondernemingen haar vermogen kan vervangen, terwijl de aanbiedingsprijs op een rente, gelijk aan de algemeene, gebaseerd is. De risicopremie moet echter toch aan de verschaffers van het vreemde vermogen betaald worden. Uit de opbrengst van het product kan dan slechts voor rente over het eigen vermogen een bedrag beschikbaar worden gesteld, dat juist deze risico premie minder is dan het bedrag dat de aandeelhouders zouden hebben ontvangen, indien zij hun geld in obligaties van een soortgelijke bedrijfshuishouding hadden belegd.

M.a.w. de aandeelhouders zullen dus zooveel minder dividend uitgekeerd krijgen, als de risicopremie bedraagt, die de obligatiehouders ontvangen. Zelfs dit laatste bedrag minder, dan het rendement, berekend op basis van den algemeenen rentevoet. Dit is lijnrecht in tegenspraak met wat de Heer *v. d. Schroeff* zelf zegt n.l. dat, als obligatiehouders een risicopremie verlangen, zij als ondernemers gezien moeten worden. In een geval als boven gesteld, is er m.i. geen enkele reden, waarom de eene „ondernemer” meer zou krijgen dan de andere.

Vervolgens zullen we eens nagaan, wat het resultaat is, als die rente in den kostprijs berekend wordt, die inhaerent is aan de opname van vreemd vermogen in deze productietak. In *ons geval* is dat dus dezelfde rente als die, welke werkelijk betaald wordt. Dezelfde abstracties als in het vorige geval nemen wij ook hier in acht. We zien nu, dat uit de vergelijking kostprijs = opbrengst blijkt, dat aan de verschaffers van het eigen- zoowel als aan die van het vreemde vermogen een gelijk rendement wordt verzekerd. Tot deze conclusie zou ook de Heer *v. d. Schroeff* moeten komen op grond van zijn bewering, dat de obligatiehouder, die risico op zich neemt, gelijk gesteld kan worden met de andere ondernemende spaarders, met name de aandeelhouders.

Het al of niet rationeel zijn van een dergelijke financiering laat ik ook nu in het midden, daar een beschouwing van uit dezen gezichtshoek niet ter zake dienende is.

Uit bovenstaand voorbeeld komt tevens de weerlegging naar voren van de critiek van *Dr v. d. Schroeff* in de laatste alinea van zijn naschrift, n.l. dat ik in sommige gevallen dezelfde fout zou maken als die, waartegen hij geageerd heeft in zijn artikel t.a.v. de z.g. „aandeelen rente”. Integendeel kom ik, ongeacht de hoogte van het dividend, tot calculatie van een rente over het voor de productie benodigd vermogen, die door dat soort bedrijfshuishoudingen, op het moment van den ruil betaald moet worden bij opname van vermogen op de 1ste handsch vermogensmarkt. Bij incidenteel afwijkenden rentevoet dient ook bovengenoemde rente in den kostprijs berekend te worden, welke normaliter gelijk zal zijn aan die der beleggingen, waarmee geen risico geloopt wordt, maar, zooals ik steeds heb trachten aan te toonen, ook daarboven kan liggen, indien deze afwijking geldt voor een geheelen bedrijfstak.

Ik meen hiermede mijn standpunt voldoende te hebben uiteengezet. Ook het betoog van den Heer *v. d. Schroeff* laat niets aan uitvoerigheid en duidelijkheid te wenschen over, zoodat er naar mijn meening geen misverstand bestaat. Het gaat hier om een verschil in uitgangspunt. Van mijn kant acht ik het debat dan ook gesloten. Toch zou het misschien niet onvruchtbaar zijn, indien eens een ander dit onderwerp tot een punt van beperking zou willen maken, daar dan wellicht de zaak weer eens van een andere zijde belicht wordt.

Naschrift

Na mijn uitvoerig naschrift bij het artikel van den heer *de Vink* in het April-nummer van dit blad meen ik thans in mijn antwoord betrekkelijk kort te kunnen zijn. Ik ben den schrijver dankbaar voor het hierboven gestelde voorbeeld, omdat dit zich bij uitstek ertoe leent om de controverse in onze opvattingen in het licht te stellen. Wat toch volgt uit dit voorbeeld? Het bedrijf, dat in de opbrengst van zijn product juist een

vergoeding vindt voor de productiekosten, daarbij inbegrepen de rentekosten, gecalculeerd tegen den algemeenen rentevoet, vormt, doordat het geen ondernemerspremie maakt, de grensonderneming. Zou in de opbrengst geen vergoeding van de kosten der vermogensinvesteering op basis van den algemeenen rentevoet worden gevonden — wij hebben er in ons artikel reeds op gewezen —, dan zou er sprake zijn van een oneconomische investeering van het vermogen. Indien dit grensbedrijf de obligatie-financiering toepast en daarbij aan obligatiehouders een hoogere leenrente toekent dan de algemeene rentevoet, gaat deze hoogere rentevergoeding inderdaad ten koste van het inkomen der aandeelhouders. De constatering van dit feit is geenszins in tegenspraak met hetgeen ik vroeger gezegd heb, zooals de heer *de Vink* meent. In mijn artikel (in het Juli-nummer 1940) en in de daarop volgende discussies heb ik er bij herhaling op gewezen, dat de obligatiehouders ter „compensatie” van het risico, dat zij met hun deelneming in de financiering loopen, aanspraak maken op een deel van het inkomen van de ondernemende spaarders. Het gevolg daarvan is — hoe zou het anders kunnen? —, dat de aandeelhouders evenveel minder ontvangen als de risicopremie van de obligatiehouders bedraagt. Voor de grensonderneming, die wij hier op 't oog hebben, betekent dit, dat de aandeelhouders een vergoeding ontvangen op lagere basis dan de algemeene rentevoet. Dit wijst op een irrationeele verdeling van het rente-inkomen, maar het zegt niets omtrent de rentekosten.

Indien wij willen weten of de hoogere rentevergoeding aan obligatiehouders deel uitmaakt van de kosten, dienen wij ons af te vragen, wat de oorzaak is van de hoogere rente. Obligatiehouders verlangen een hooge nominale rente, omdat zij twifelen aan de mogelijkheid van het bedrijf om de vaste rentelasten op te brengen. Er bestaat bij de vermogensverschaffers twijfel aan de regelmatigheid van de rentebetalingen in de toekomst, wellicht ook een vrees voor de aantasting van het overgedragen vermogen, indien het bedrijf in de toekomst verlies blijkt op te leveren. Het onvoldoende vertrouwen komt voort uit een onzekerheid omtrent de stabiliteit van het inkomen van het bedrijf, welke een noodzakelijke voorwaarde is voor de doelmatige toepassing van de obligatieleening. De doelmatigheid van de wijze van financiering kan niet — zooals de heer *de Vink* meent — buiten beschouwing worden gelaten; deze is voor het kostenvraagstuk van rechtstreeksche beteekenis. Bij de vaststelling van hetgeen als kosten kan worden beschouwd, zal nimmer de doelmatigheid van het handelen buiten beoordeeling kunnen worden gelaten. Dit geldt voor alle kosten van de voortbrenging en derhalve ook voor de kosten van de financiering. Ik neem aan, dat ik hier ter plaatse niet nader zal behoeven uiteen te zetten, dat alleen de onvermijdbare offers (waarmede bedoeld zijn de offers, welke bij een doelmatige organisatie van het productieproces economisch onvermijdbaar zijn) deel van den kostprijs uitmaken. Welnu, de hoogere rentevergoeding behoort niet tot de onvermijdbare offers van de voortbrenging; zij vormt — zooals wij reeds eerder deden uitkomen — een aanspraak van de vermogensverschaffers op de ondernemerspremie van het bedrijf, die in geen geval als kosten kan worden aangemerkt. Of deze aanspraken alleen voorkomen bij een bepaalde onderneming of bij alle ondernemingen in een bedrijfstak, verandert aan deze uitspraak niets. Zoo voor den geheelen bedrijfstak obligatie-vermogen alleen tegen een nominale rente, welke hoger ligt dan de algemeene rentevoet, kan worden opgenomen, wijst

dit er slechts op, dat de betreffende bedrijfstak ongeschikt is voor de obligatie-financiering. De conclusie zal nimmer mogen luiden, dat de uitgaven, welke een ondoelmatige financiering met zich brengt, kosten van de productie vormen! (vgl. hoge uitgaven bij ondoelmatige aanwending van bankkrediet, leverancierskrediet of andere vermogensvormen).

De heer *de Vink* wenscht echter de hogere betaalde leenrente in den kostprijs op te nemen en meent, dat daardoor de dispariteit, welke boven t.a.v. het inkomen tusschen aandeelhouders en obligatiehouders bleek, zal worden weggenomen. Aangenomen, dat de opbrengst wederom gelijk is aan de productiekosten, dan krijgen — zoo luidt zijn uitspraak — de verschaffers van eigen en vreemd vermogen een gelijk inkomen. Voor het kostenprobleem acht ik dit punt zonder betekenis; ik wil niettemin dezen gedachtengang volgen om na te gaan of deze uitspraak juist is. Wij merken allereerst op, dat de opbrengst — willen de uitgaven juist worden gedekt — hooger moet zijn dan in het geval, waarin de rentekosten van het vermogen op basis van den algemeenen rentevoet worden gecalculeerd. Dit bedrijf vormt dan ook geen grensbedrijf meer. Het maakt ondernemerswinst, welke echter als gevolg van de irrationeele wijze van financiering geheel aan de obligatiehouders toevalt. Het inkomen van aandeelhouders en obligatiehouders is dan ook — in tegenstelling tot hetgeen de heer *de Vink* meent — niet gelijk. De aandeelhouders ontvangen den algemeenen rentevoet, de obligatiehouders bovendien de risicopremie. Ook in dit geval (zooals trouwens in alle gevallen) ondervinden de aandeelhouders in hun inkomen den invloed van de risico-(ondernemers-)premie, die obligatiehouders als deel van een *vaste* rentevergoeding voor zich hebben bedongen.

Het is mogelijk — bij het lezen van zijn artikel is mij dit niet geheel duidelijk geworden —, dat de heer *de Vink* ook voor het *eigen* vermogen een „risico-premie” in den kostprijs zou willen opnemen. Indien dit de bedoeling mocht zijn, moge ik verwijzen naar de kritiek, gegeven op de „aandeelenrente” in mijn artikel (Jaargang 1940, blz. 120), zoomede naar mijn antwoord aan *Dr Smeenk* in mijn naschrift op diens opmerkingen in het Decembrnummer 1940. Door de „risico-premie”, onverschillig of aandeelhouders dan wel obligatiehouders (of andere vermogensverschaffers) daarop aanspraak maken, tot de kosten te rekenen, wordt — zoo heb ik eerder betoogd — *een deel van de ondernemerswinst in den kostprijs opgenomen*. Door deze fout biedt de kostprijs niet langer een deugdelijken grondslag voor den aanbiedingsprijs ter markt, met alle schadelijke gevolgen van dien voor onderneming en bedrijfstak.

H. J. VAN DER SCHROEFF