

$\frac{1}{2}$ % betaald worden Geldt dit ook voor de termijnhandel en voor Liquidatiekassen? Zo ja, wordt deze handel dan practisch niet onmogelijk, want het gaat hier vaak over fractionele verschillen met grote kwantiteiten?

DE RENTEKOSTEN IN HET KADER DER THEORIE VAN DE VERVANGINGSWAARDE

Naar aanleiding van het artikel in het Juli-nummer 1940 van het M.A.B. door Dr *H. J. van der Schroeff* en de critiek daarop in het December-nummer door Dr *A. Smeenk*, zou ik er eens op willen wijzen, waar m.i. de fout schuilt, waardoor beide Heeren van opvatting verschillen.

Het probleem der in den kostprijs te calculeeren rente wordt door den Heer *v. d. Schroeff* verschoven naar den spaarder. Ook Dr *Smeenk* betreft in de laatste alinea van zijn critiek den verschaffer van het vermogen in zijn beschouwing.

Dit is niet juist! Het gaat hier om een *bedrijfshuishoudkundig* probleem, hetwelk dus uiteraard vanuit het *standpunt der bedrijfshuishouding* moet worden gezien. Gaat men dan van een juiste opvatting der vervangingswaarde theorie uit, dan moet men, consequent doorredeneerend, tot een resultaat komen, dat leidt tot een goede kostprijscalculatie op basis van de vervangingswaarde.

Bovendien komt het mij voor, dat er een misverstand is ontstaan, doordat de Heer *v. d. Schroeff* niet precies vermeldt, of door hem met riskant bedrijf *de geheele bedrijfstak* dan wel *een bepaalde bedrijfshuishouding* bedoeld wordt.

Immers vanuit het standpunt der bedrijfshuishouding redeneerend (welk standpunt het eenige is, waardoor we tot een juiste vervangingswaarde komen), kunnen we twee gevallen onderscheiden. N.l.:

- a. Het bedrijf is als geheele bedrijfstak riskant.
- b. Een bepaalde onderneming is door bijzondere omstandigheden riskant, terwijl de andere bedrijfshuishoudingen in dien bedrijfstak minder riskant, laten we gemakshalve aannemen, absoluut solide zijn, dus vermogen kunnen krijgen tegen een rente, gelijk aan die der goudgerande waarden.

In het eerste geval zal de vervangingswaarde van het vermogen voor iedere onderneming in dien bedrijfstak gelijk zijn. De hoogere rente (waarin een risicopremie gecalculeerd zit), is dan inhaerent aan het productieproces en maakt dus ten volle deel uit van den kostprijs.

Ook al zijn de risico-brengende factoren in een bepaalden bedrijfstak slechts tijdelijk, mits van zoodanig langen duur, dat deze ongunstige toestand eenzelfde dure financiering in al deze bedrijven tengevolge heeft, dan zal deze consequentie onverminderd gelden, daar in dit geval de hoogere rente eveneens dient te worden afgewenteld op den consument.

Bij eenzelfde juiste manier van calculeeren door alle bedrijfshuishoudingen in deze branche, zal er dus te dezen aanzien voor concurrentie niet gevreesd behoeven te worden.

In het tweede geval leidt een consequente toepassing van de vervangingswaardetheorie er toe, die rente in den kostprijs te calculeeren, die

de andere gelijksoortige ondernemingen betalen, dus in ons geval de rente der goudgerande waarden. Hier moet immers de hoogere rente incidenteel geacht worden en mag daarom de risico-premie, die hierin verwerkt zit, geen deel uitmaken van den kostprijs.

Mocht het bijzondere geval zich voordoen, dat bij een bepaalde bedrijfshuishouding het grootere risico een permanent karakter draagt, dan zou dit risico eveneens inhaerent aan het productieproces in deze bepaalde onderneming geacht moeten worden en zal deze bedrijfshuishouding de risicopremie, boven de normale rente voor vermogen in dien bedrijfstak, ook in den kostprijs moeten berekenen. Hiertegenover moet dan natuurlijk weer een bijzonder voordeel staan (b.v. in den vorm van een vestigingsplaatspremie), daar anders de concurrentie niet zal kunnen worden volgehouden en de productie zal moeten worden stopgezet.

J. C. DE VINK.



Het zij mij vergund nog een enkele opmerking te maken betreffende het naschrift, dat de heer *H. J. van der Schroeff* in het Maandblad van December 1940 geeft. Deze schrijver wil als rente-percentag bij de calculatie der vervangingswaarde de algemeen heerschende rente, zonder risico-premie, nemen. Als argument noemt de heer *Van der Schroeff*, dat de risico-premie geen deel zou uitmaken van het offer van den spaarder.

Laten wij eens een voorbeeld nemen: Spaarder A. leent gedurende een jaar f 1000.— uit aan den Staat; zijn offer bestaat dus in het beschikbaar stellen van f 1000.— kapitaal gedurende een jaar. Spaarder B. leent gedurende dienzelfden tijd f 1000.— uit aan een risquante onderneming; het offer van B. bestaat niet alleen in het beschikbaar stellen van f 1000.— gedurende een jaar, maar hij loopt bovendien de kans, zijn kapitaal niet, of gedeeltelijk niet, terug te krijgen, hetgeen hem veel ongerief kan veroorzaken. Deze kans voor spaarder B. is dus wel degelijk een offer van hem. Zooals de zuivere rente de belooning van het offer voor spaarder A. beteekent, is de zuivere rente plus risico-premie de belooning der offers voor spaarder B. Daar offer en belooning op den duur aan elkaar gelijk zullen zijn, kan het offer van A. dus gemeten worden naar de zuivere rente en het offer van B. naar de zuivere rente plus risico-premie. Deze risico-premie is eveneens weer een offer voor het risquante bedrijf, en behoort dus voor dit bedrijf wel degelijk tot de vervangingswaarde der producten gerekend te worden, omdat het evenals de zuivere rente een offer voor dit bedrijf beteekent, hetwelk ten behoeve van het product noodig is.

Dr A. SMEENK



Naschrift

De beschouwingen van de heeren *de Vink* en *Smeenk* naar aanleiding van mijn artikel geven mij aanleiding tot het maken van nog eenige kantteekeningen.

Als de heer *de Vink* opmerkt, dat ik het probleem der in den kostprijs

te calculeeren rente verschuif naar den spaarder, dan is daarmee een onjuiste interpretatie gegeven van de gedachte, die ik in mijn opstel heb neergelegd. Ik heb aan de overwegingen van de spaarders, zooals die ten aanzien van het risico, dat zij met hun vermogensinvesteering meenen te loopen, geen beteekenis toegekend met betrekking tot de hoogte van den rentevoet, waartegen de rentekosten in den kostprijs moeten worden opgenomen. Wie naleest, hetgeen ik op blz. 119 en 120 (van den jaargang 1940) schreef, zal dit kunnen vaststellen. Integendeel; ik heb mij verzet tegen de opvatting door den heer *Smeenk* aangehangen, dat de door den spaarder verlangde risico-premie van invloed zou zijn op de rentekosten van het bedrijf. Die risico-premie komt tot uitdrukking in de hogere rentevergoeding, die de spaarder verlangt, wanneer bij hem twijfel bestaat aan de nakoming van de verplichtingen van het bedrijf, hetzij aan de solvabiliteit, dan wel aan de rentabiliteit van, wat men zou kunnen noemen, het riskante bedrijf. De hogere rente door het bedrijf betaald — zoo betoogde ik (blz. 120 bovenaan) — beteekent voor het bedrijf geen hogere rentekosten. Met de rente, welke de vermogensverschaffers boven den algemeenen rentevoet krijgen, trekken zij een deel van de ondernemerspremie tot zich. Zij doen — zoo schreef ik woordelijk — in de hogere 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.

Het zal duidelijk zijn, dat er in dezen gedachtegang in het geheel geen aanleiding is om het onderscheid te maken, zooals de heer *de Vink* dat wil, n.l. tusschen het risico van den geheelen bedrijfstak en dat van het bijzondere bedrijf. Zoowel in het geval, dat de vermogensverschaffing in den geheelen bedrijfstak als dat die van een bepaalde onderneming bijzondere risico's voor den spaarder met zich brengt, is en blijft de rente boven den algemeenen rentevoet (risicopremie) een aanspraak van den spaarder (bijv. van den obligatiehouder) op de ondernemerswinst, die de kosten van het bedrijf niet beïnvloedt. De vermogensverschaffers zoeken naar een premie ter compensatie van het nadeel, dat zij in hun vermogen of inkomen lijden, wanneer solvabiliteit of rentabiliteit niet voldoende zijn. Ik heb in mijn opstel in het midden gelaten of de spaarder-obligatiehouder op deze wijze rationeel handelt. Zonder op dit punt diep in te gaan, moge worden gezegd, dat dit niet het geval is. De wijze van financiering, zoowel gezien van de zijde van de spaarders als van de zijde van het bedrijf, is irrationeel. Dergelijke bijzondere risico's en dan nog wel, zooals de heer *de Vink* veronderstelt, inhaerent aan het productieproces, wijzen op de ongeschiktheid van het bedrijf voor de financiering met vermogen met vaste rente, zooals de obligatiefinanciering. Wij brengen ter adstructie slechts in herinnering de eischen, die algemeen voor de rationeel obligatiefinanciering worden gesteld, waartoe o.m. behooren een zoodanige stabiliteit van het inkomen van het bedrijf, dat de vaste rente der obligatiehouders is gewaarborgd, alsmede een zoodanige vermogensconstructie (met name een voldoende groot eigen vermogen tegenover het obligatievermogen), dat de obligatiehouders in den normalen gang van het bedrijf gevrijwaard zijn voor verliezen op het door hen afgestane vermogen. Een „risico”premie wijst op een — helaas nog veelvuldig voorkomend — irrationeel toepassing van de obligatiefinanciering of van financieringen, die daarmee op één lijn te stellen zijn.

Om duidelijk te zijn, staan wij bij de vraag of de risicopremie tot de rentekosten van het bedrijf behoort, nog een oogenblik langer stil. De

heer *Smeenk* wil deze vraag zonder meer bevestigend beantwoord zien. De heer *de Vink* wenscht het antwoord op deze vraag te laten afhangen van het feit of de bijzondere risico's inhaerent zijn aan den aard van het bedrijf en daardoor in den geheelen bedrijfstak voorkomen, dan wel zich alleen in een bepaalde bedrijfshuishouding voordoen. Met een beroep op een consequente toepassing van de theorie der vervangingswaarde meent laatstgenoemde schrijvers de conclusie te kunnen trekken, dat de risicopremie in het eerste geval deel uitmaakt van den kostprijs en in het tweede geval niet. Doch het beroep, dat de heer *de Vink* doet op de theorie van de vervangingswaarde, is niet zoo sterk, als het hem toeschijnt. Er is in zijn redeneering nog een overblijfsel van de gedachte van de oude uitgaaftheorie. Het bedrijf, dat op deze — zooals wij boven schetsten voor bedrijf en spaarder — irrationeële voorwaarden van obligatievermogen gebruik maakt, heeft weliswaar hoogere uitgaven voor haar financiering (de heer *de Vink* spreekt van „dure” financiering), maar daarmee is niet gezegd, dat deze uitgaven ook *kosten* zijn. Hoe die meerdere uitgaven moeten worden beschouwd, heb ik boven aangegeven: die uitgaven (de nominale rente boven den algemeenen rentevoet) vormen een aanspraak op de winst en behooren als zoodanig niet tot de kosten. Hiermede is mijn antwoord gegeven op de zoeven gestelde vraag.

Er is in de discussie een andere vraag opgeworpen: vormt de risicopremie de uitdrukking van het bijzondere offer van den spaarder? Ik merk op, dat deze vraag in mijn beschouwingwijze voor het onderhavige probleem irrelevant is. Ik stel haar omdat deze vraag door den heer *Smeenk* naar voren is gebracht. In zijn bovenstaand artikel stelt deze schrijver twee spaarders, en wel twee obligatiehouders, tegenover elkander. Spaarder B loopt grootere risico's dan A, hij loopt de kans — zoo neemt schrijver aan — zijn vermogen niet of gedeeltelijk niet terug te krijgen. B vraagt een hoogere vergoeding voor zijn vermogensoverdracht dan A; hij wenscht een vergoeding boven den algemeenen rentevoet, die hem schadeloos kan stellen voor verliezen, die hem in de toekomst wellicht wachten. Wij merken op, dat dit zal kunnen zijn een verlies door een derving van inkomsten, doordat de rentabiliteit van het bedrijf straks onvoldoende blijkt te zijn om de bedongen rentevergoeding te voldoen, dan wel een vermogensverlies, indien de draagkracht van het bedrijf niet groot genoeg is om het obligatievermogen voor intering door geleden ondernemersverliezen te vrijwaren. Het risico, dat B als obligatiehouder loopt, houdt in, dat hij — evenals de ondernemende spaarders, met name de aandeelhouders — afhankelijk wordt van de onzekere uitkomsten van het productieproces. B, hoewel obligatiehouder zijnde, speculeert op de winstverwachtingen van het bedrijf. Dat de obligatiehouder vergeleken met de aandeelhouders in een zoodanige economische ongunstige positie komt te verkeeren, dat zijn deelneming aan de financiering irrationeel moet worden genoemd, wordt duidelijk als men bedenkt, dat hij wel ten volle het risico van het verlies van inkomen en vermogen aanvaardt, maar dat daar tegenover zijn aandeel in de ondernemerswinsten beperkt blijft tot de rentevergoeding, die hem boven den algemeenen rentevoet wordt geboden. De obligatiehouder draagt op deze wijze wel de lasten, maar geniet niet de lusten. Wat daaromtrent ook nog te zeggen zou zijn, belangrijker in het kader van deze discussie is de constatering van het feit, dat de obligatiehouder in het geval van B een ondernemende spaarder is geworden, die boven de rentevergoeding van zijn vermogen (algemeene rentevoet) een deel van de ondernemerswinst opeischt. Dit moge duidelijk

vaststaan, de opbrengst, die de spaarder in het gegeven geval boven den algemeenen rentevoet geniet, is een ondernemerspremie, dwz. een aandeel in de winst. Ik schreef dat reeds in de eerste discussie met den heer *Smeenk* (December-no., blz. 209) met betrekking tot den aandeelhouder als ondernemenden spaarder. Het geldt eveneens voor den obligatiehouder (of anderen vermogensverschaffer), die door zijn speculatieve handelingen tot een ondernemenden spaarder is geworden. Het offer voor den spaarder van zijn vermogensverschaffing wordt aangegeven door den algemeenen rentevoet; hetgeen hij meer of minder ontvangt is ondernemerswinst dan wel ondernemersverlies. Wij zeiden het eerder: inkomen en kosten dienen wel te worden onderscheiden; de risicopremie maakt deel uit van het inkomen van den spaarder, niet van zijn kosten.

Wat zal nu het gevolg zijn, indien, zooals de heer *Smeenk* (en voor sommige gevallen ook de heer *de Vink*) dat wil, de hoogere rente-uitgaven (wij schrijven met opzet uitgaven en geen kosten) door het bedrijf in den kostprijs van zijn producten wordt opgenomen? Het gevolg zal zijn, dat een deel van de ondernemerswinst in den kostprijs wordt opgenomen. Hier wordt dezelfde fout gemaakt, die wij met betrekking tot het opnemen van de rente in den kostprijs tegen de z.g. „aandeelenrente” signaleerden (vgl. Juli-no. 1940, blz. 120). Via een hoogerent rentevoet — ziethier de kern van het vraagstuk en tevens het zwaartepunt van mijn kritiek op de opvattingen van mijn beide opponenten — wordt een deel van de ondernemerswinst in den kostprijs van de producten opgenomen. Kosten en winst worden op deze wijze verward, met het gevolg, dat een kostprijs ontstaat, die niet langer voor den producent een deugdelijken grondslag vormt voor den aanbiedingsprijs van zijn producten ter markt. Het aangestipte vraagstuk is daardoor meer dan een academisch vraagstuk; het raakt de praktijk in haar vollen omvang. Gelet op de praktische beteekenis moge daarom de conclusie, waartoe ik in mijn artikel kwam, nog eens herhaald worden: Met uitzondering van de gevallen, die ik op blz. 120 en 121 (jaargang 1940) aangaf, dient voor de bepaling van de rentekosten te worden uitgegaan van den *algemeenen* rentevoet, d.i. de reële rente van die vermogensinvesteeringen, die geacht kunnen worden geen bijzondere risico's met zich te brengen.

H. J. VAN DER SCHROEFF.

TOEZICHT OP HET EFFECTENBEDRIJF

door *L. Goudsmit*

In ons vorig artikel behandelden wij het rapport van de Public Examining Board van de New York Stock Exchange, betreffende maatregelen ter bescherming van de belangen van het beleggend publiek. De voorstellen van deze commissie hielden o.m. in: periodieke controle en deponering van de door cliënten in bewaargeving gegeven fondsen bij de banken, tenzij de cliënt verklaart, dat deze fondsen bij den broker in depot genomen kunnen worden.

De maatregelen op dit gebied in Duitschland vertoonen veel overeenkomst met de hierboven genoemde maatregelen in Amerika; hoewel men in Duitschland veel strengere voorschriften heeft gegeven voor de scheiding van eigen voorraad en cliëntendepots.