

# Onderneming en liquiditeit

**Dr. A.W.A. Boot en Dr. M.F.C.M. Wijn**

## 1 Inleiding<sup>1</sup>

Een belangrijke randvoorwaarde voor het financiële en operationele beleid van de onderneming is dat ze op elk moment kan beschikken over voldoende liquide middelen. De onderneming wordt dan door een incidenteel tegenvallende cash flow niet gedwongen om op korte termijn additionele fondsen te verwerven. In het algemeen mogen we stellen dat een onderneming interne financiering preferereert boven externe financiering (zie Myers (1984) en Cools (1991)). Het lijkt alsof externe financiering als buitengewoon duur wordt ervaren. Indien we aannemen dat externe financiering inderdaad 'duur' is dan handelt een onderneming die in haar besluitvormingsproces rekening houdt met haar toekomstige liquiditeitspositie rationeel. Immers vandaag genomen beslissingen kunnen invloed hebben op de waarschijnlijkheid waarmee in de toekomst een beroep moet worden gedaan op dure externe financiering. In de standaardfinancieringstheorie, zoals weergegeven in de leerboeken op het vakgebied, wordt geen rekening gehouden met de mogelijk afwijkende kostenvoeten van extern en intern vermogen. Mede als gevolg hiervan wordt geen aandacht besteed aan liquiditeit per se.

De vraag waarop wij in dit artikel een antwoord trachten te geven is, waarom ondernemingen zoveel belang hechten aan de factor liquiditeit. Of, anders gezegd, waarom wordt een mogelijk tekort aan liquiditeiten als bijzonder kostbaar ervaren? Een voor de hand liggend antwoord is dat aan het betreden van de vermogensmarkt – en met name voor het verkrijgen van fondsen op korte termijn – aanzienlijke kosten zijn verbonden.<sup>2</sup> Dit antwoord is tot op zekere hoogte onbevredigend. Men kan namelijk zijn twijfels hebben over de (relatieve) hoogte van deze kosten, zeker indien de financiële markten opereren zonder teveel fricties. Het is niet

onze bedoeling deze kosten te onderschatten. Toch is het naar onze mening onwaarschijnlijk dat administratieve en andere transactiekosten verbonden aan het betreden van financiële markten van een zodanige omvang zijn, dat een onderneming haar financiële beleid en mogelijk zelfs operationele beslissingen mede hierop baseert. Het lijkt ons dat nationale en internationale concurrentie in de financiële markten leidt tot het minimaliseren van dergelijke fricties. Hierbij moet onder andere worden gedacht aan allerlei financiële innovaties. Onze visie op dit punt is optimistisch. We gaan ervan uit dat (niet noodzakelijke) fricties niet lang kunnen bestaan. Wij zijn ons ervan bewust dat op dit punt een meer pessimistische visie mogelijk is.<sup>3</sup>

Zelfs indien men aan het bestaan van aanzienlijke fricties in de financiële markten een belangrijke rol toekent dan nog is het onduidelijk waarom een mogelijk gebrek aan toekomstige liquiditeiten van invloed is op de huidige operationele en financiële beslissingen van een onderneming. Immers een onderneming kan door nauwe contacten te onderhouden met banken toegang hebben tot bancaire kredietfaciliteiten. Hiermee wordt voorkomen dat de onderneming bij het optreden van een liquiditeitstekort plotseling een beroep moet doen op de kapitaalmarkt die mogelijk niet bereid is op dat moment tegen een acceptabele prijs fondsen ter beschikking te stellen. Dit kan verklaren waarom een

Dr. A.W.A. Boot studeerde bedrijfseconomie (1983) en algemene economie (1983) aan de KUB. Promotie in 1987 in de Verenigde Staten. Verbonden aan de Kellogg Graduate School of Management van Northwestern University (Chicago, USA). Verricht onderzoek op het gebied van de leer van de financiering

Dr. M.F.C.M. Wijn studeerde bedrijfseconomie (1973) en fiscale economie (1982) aan de KUB. Promotie in 1988. Van 1973 tot 1978 werkzaam in de industrie en daarna verbonden aan de economische faculteit van de KUB, vakgroep Bedrijfseconomie, universitair hoofddocent, sectie Kosten, Waarde en Winst.

onderneming veel waarde hecht aan het onderhouden van nauwe contacten met een beperkte groep van banken, de zogenaamde 'huisbankiers'. Hiermee blijft het mogelijk belang van de factor liquiditeit vooralsnog onduidelijk.

Naar onze mening is het belang van liquiditeit gelegen in het fenomeen *informatie*. Wat wij hiermee willen aangeven is dat in het geval van niet-voorzienbare liquiditeitsbehoeften de markt gevraagd wordt nieuwe fondsen te verstrekken terwijl zij mogelijk geen volledig inzicht heeft in de financiële situatie en het toekomstperspectief van de onderneming. Buitenstaanders, markt en banken, zullen zichzelf de vraag stellen, of de ontstane liquiditeitsbehoefte een negatief signaal is voor de toekomstverwachtingen van de onderneming of dat het louter een (onbeduidend) tijdelijk liquiditeitsprobleem is. In een dergelijke situatie is het aannemelijk dat de onderneming een informatievoordeel heeft. De vraag is nu hoe de onderneming de haar ter beschikking staande informatie geloofwaardig kan doorgeven aan de markt. Het probleem is dat iedereen zich terdege realiseert dat de onderneming voor het verkrijgen van de noodzakelijke liquiditeiten tegen een zo laag mogelijke rente, er belang bij heeft om alleen positieve informatie naar buiten te brengen. Hoe kan de markt of de bank dan weten of het zinvol is om nieuwe leningen te verstrekken, en indien zinvol, tegen welke prijs? Dit is een probleem van asymmetrische informatie; de banken en de vermogensmarkt hebben een informatienadeel ten opzichte van de onderneming. De onderneming wordt geconfronteerd met de negatieve gevolgen van het fenomeen asymmetrische informatie, met name met de hieraan verbonden *informatiekosten*, op het moment dat toegang wordt gezocht tot externe financieringsbronnen. Het bestaan van asymmetrische informatie tussen onderneming en 'buitenstaanders' is voor de onderneming van minder belang zolang er geen behoefte bestaat aan nieuwe externe financiering. Met deze op informatie gebaseerde benadering slaan wij een brug naar enige moderne ontwikkelingen binnen het vakgebied financiering (zie Myers en Majluf (1984)).<sup>4</sup>

In paragraaf 2 onderbouwen wij het belang van informatiekosten bij het verkrijgen van externe financiering. Wij zullen benadrukken dat het begrip informatiekosten ruim moet worden opgevat. Hierin

zijn niet alleen opgenomen de kosten van activiteiten die gericht zijn op het verminderen van informatieproblemen, maar bijvoorbeeld ook de gemiste opbrengsten van het noodgedwongen voorbijgaan aan winstgevendende projecten, omdat door de (resterende) informatieproblemen geen externe financiering voorhanden is. In deze paragraaf wordt ook het fenomeen informatiekosten aan de hand van een voorbeeld uitgewerkt. Vervolgens analyseren wij in paragraaf 3 de specifieke rol die de huisbankier kan spelen bij het opheffen van liquiditeitsproblemen. Wij zullen aangeven dat de onderneming het informatienadeel van de 'buitenstaanders' kan verminderen door nauwe relaties aan te gaan met een bank. De onderneming kan dan gemakkelijker en tegen meer correcte condities financiële middelen verkrijgen waardoor de kosten van het bestaan van asymmetrische informatie worden vermindert en de vrees voor illiquiditeit kan afnemen. In dezelfde paragraaf zullen wij aantonen dat het aangaan van nauwe relaties met één van de verschaffers van vreemd vermogen, in dit geval de huisbankier, evenzeer kosten met zich mee kan brengen. Een onderneming die wordt geconfronteerd met een gebrek aan liquiditeiten kan namelijk geneigd zijn met haar huisbankier afspraken te maken die ten koste gaan van de andere verschaffers van het vreemd vermogen. Men kan hierbij denken aan afspraken waarbij de bank de onderneming nieuwe financiële middelen verstrekt maar tevens de onderneming verplicht activa op de korte termijn te verkopen om bestaande bankleningen versneld af te lossen. Het laatste kan bijzonder kostbaar zijn en alleen de betreffende bank ten goede komen. Een andere mogelijkheid is dat een onderneming afspraken maakt met een bank waardoor zij haar bestaan kan 'rekken' terwijl onmiddellijke beëindiging optimaal is. Hiermee zal in het algemeen de financiële positie van de overige verschaffers van het vreemd vermogen aangetast worden. Op deze en andere mogelijkheden wordt in paragraaf 3 uitgebreid ingegaan. Wij besluiten het artikel met enige conclusies in paragraaf 4.

## **2 Liquiditeit en informatiekosten**

In deze paragraaf zullen wij aangeven welke informatiekosten er kunnen ontstaan wanneer een on-

onderneming niet over voldoende liquiditeiten beschikt. Wij gaan uit van een situatie waarin de vermogensmarkt minder geïnformeerd is over de kredietwaardigheid van een onderneming dan de betreffende onderneming zelf; wij hebben derhalve te maken met asymmetrische informatie. Vooralnog concentreren wij ons op de interactie tussen vermogensmarkt en onderneming. In de paragraaf hierna onderscheiden wij binnen de vermogensmarkt verschaffers van eigen vermogen, een 'huisbankier' als verschaffer van vreemd vermogen, en verschaffers van het overig vreemd vermogen.

Onder omstandigheden van asymmetrische informatie zal de markt in het geval van een liquiditeitsstekort vermogen verstrekken tegen een vergoeding welke een rationeel geschatte risico-premie bevat.<sup>5</sup> Weliswaar bestaat de mogelijkheid dat er op sommige leningen geld zal moeten worden bijgelegd, maar met eenzelfde waarschijnlijkheid kan de bank er voor hetzelfde bedrag goed uitspringen. Men is wellicht geneigd hieraan de conclusie te verbinden dat asymmetrische informatie leidt tot een pure herverdeling tussen marktparticipanten enerzijds en ondernemingen anderzijds die de totale koek niet aantast. Als dit juist zou zijn dan heeft het bestaan van asymmetrische informatie weinig of geen invloed op de *totale* welvaart van alle marktparticipanten te zamen. Deze conclusie is echter voorbarig, de aanwezigheid van asymmetrische informatie leidt tot directe en indirecte kosten. De directe component bevat onder andere de kosten die gepaard gaan met activiteiten welke zijn gericht op het verminderen van de informatie-asymmetrie.<sup>6</sup> Bijvoorbeeld de kosten die externe verschaffers van vermogen moeten opbrengen voor het vergaren van informatie over de onderneming. De indirecte kosten zijn mogelijk nog van een veel groter belang. Deze bestaan uit een tweetal elementen.<sup>7</sup> Op de eerste plaats, de gemiste opbrengsten van het noodgedwongen voorbijgaan aan winstgevendende projecten omdat door de informatieproblemen geen externe financiering voorhanden is. Deze mogelijkheid doet zich voor indien de markt dermate pessimistisch is over het solvent zijn van een onderneming dat zij niet bereid is vermogen ter beschikking te stellen. Dit is een rationele keuze van de markt wanneer ze voldoende waarschijnlijkheid toekent aan de mogelijkheid van insolventie. Het betekent

ook dat een onderneming die kampt met een tijdelijk liquiditeitstekort maar solvent is, door informatieproblemen mogelijk ten onrechte geen nieuw vermogen kan verkrijgen.<sup>8</sup> Derhalve kan een tekort aan liquiditeit leiden tot de ondergang van een *solvente* onderneming.

Als tweede element kan worden genoemd dat het informatieprobleem kan leiden tot het *ten onrechte* ter beschikking stellen van fondsen aan een onderneming. Dat is het geval wanneer een onderneming die gebrek heeft aan liquiditeiten tegelijk ook insolvent is. Als hierover zekerheid zou hebben bestaan, dan is het waarschijnlijk dat marktparticipanten niet bereid zouden zijn geweest om financiële middelen aan deze onderneming te verstrekken.<sup>9</sup> Door de aanwezigheid van asymmetrische informatie kan er onduidelijkheid bestaan over de financiële toestand van de onderneming waardoor de markt mogelijk toch bereid is nieuwe fondsen te verstrekken. De markt handelt hiermee rationeel. Immers haar perceptie kan zijn dat de onderneming gezond is. Wel betekent dit dat onder omstandigheden van asymmetrische informatie, vermogen mogelijk suboptimaal wordt aangewend waardoor de totale welvaart negatief wordt beïnvloed.<sup>10</sup>

Uit het voorgaande kan worden geconcludeerd dat ondernemingen bij voorkeur het gebrek aan liquiditeiten intern zullen trachten op te lossen. Een mogelijkheid is het verkopen van de activa van de onderneming. De hierdoor vrijvallende fondsen kunnen haar in staat stellen het liquiditeitsprobleem op te heffen. Op deze manier bespaart de onderneming kosten die verbonden zijn aan het verwerven van extern vermogen. Echter het noodgedwongen verkopen van activa brengt ook kosten met zich mee. Bovendien kan in geval van synergie, het verkopen van individuele activa een negatieve invloed hebben op de waarde van de overblijvende activa. Het belang van deze kosten en synergie-effecten zal van onderneming tot onderneming verschillen. Een belangrijke factor hierbij is hoe snel de activa kunnen worden geliquideerd. Of dit betekent dat ondernemingen met minder goed liquideerbare activa eerder zullen kiezen voor het betreden van de vermogensmarkt, is onzeker. Het is mogelijk dat juist voor deze ondernemingen het probleem van de asymmetrische informatie groter is, waardoor zij ten koste van alles zullen proberen te voorkomen dat toe-

gang tot de vermogensmarkt moet worden gezocht. De conclusie is naar onze mening gerechtvaardigd dat aan het opheffen van liquiditeitsproblemen kosten zijn verbonden. Een onderneming zal zoeken naar de goedkoopste oplossing; kosten zijn echter nauwelijks te vermijden. Wij besluiten deze paragraaf met een voorbeeld.

*Een voorbeeld van asymmetrische informatie<sup>11</sup>*

Wij nemen in dit voorbeeld aan dat een onderneming zojuist een negatieve cash flow heeft gerealiseerd waardoor er een tekort bestaat aan liquiditeiten. De onderneming is hetzij solvent of insolvent (zie tabel 1). Het probleem van de asymmetrische informatie is actueel wanneer de markt niet kan bepalen of de onderneming solvent of insolvent is, terwijl de onderneming dit wel weet. De vraag is wat de kosten zijn van een mogelijk gebrek aan liquiditeiten voor de onderneming. Stel dat de markt een kans toekent van 4/5 aan de insolvente toestand, en 1/5 aan de solvete toestand. Wat is in dit geval de optimale strategie van de verschaffers van het vermogen?

Tabel 1: Liquidatie versus voortzetting<sup>a</sup>

	Toestand	
	Insolvent	Solvent
Waarde van de onderneming bij voortzetting <sup>b</sup>	45	65
Nominale waarde van het vreemd vermogen	55	55
Liquidatiewaarde	50	50

a Veronderstel dat de onderneming geen andere liquiditeiten heeft. De huidige (negatieve) cash flow moet worden aangevuld.

b De waarde van de onderneming bij voortzetting is de totale waarde die de onderneming naar verwachting zal genereren voor de huidige verschaffers van vermogen (met de negatieve huidige cash flow is al rekening gehouden).

Uit tabel 2 blijkt dat de strategie die 'de koek' maximaliseert strategie 2 is. Deze strategie houdt echter in dat een onderneming die solvent is ten onrechte wordt geliquideerd. Deze onderneming zal slechts een waarde van 50 genereren terwijl de 'echte' waarde 65 is. Het gebrek aan liquiditeit kost deze onderneming dan  $65 - 50 = 15$ .

Tabel 2: Mogelijke strategieën van de verschaffers van het vermogen

Strategie	Totale gegenereerde verwachte waarde
1 Verstrek nieuwe fondsen en continueer	$4/5 \times 45 + 1/5 \times 65 = 49$
2 Verstrek geen nieuwe fondsen en liquideer	$4/5 \times 50 + 1/5 \times 50 = 50$

Wij zijn ons ervan bewust dat dit een extreem voorbeeld is. We hadden het voorbeeld ook zo kunnen kiezen dat strategie 1 (continueer) optimaal was. Dit is niet van wezenlijk belang. Het voorbeeld toont aan dat een gebrek aan liquiditeit, onder omstandigheden van asymmetrische informatie, kosten met zich mee kan brengen.

**3 Huisbankier en onderneming**

Het is in het belang van de onderneming om toekomstige informatieproblemen te voorkomen. De in de vorige paragraaf gesignaleerde kosten zullen dan (grotendeels) verdwijnen. Een positieve rol lijkt hier weggelegd voor een huisbankier waarmee de onderneming nauwe relaties aangaat. Het lijkt ons aannemelijk dat een huisbankier een kleinere informatie-achterstand heeft op de onderneming dan de andere verschaffers van vermogen.<sup>12</sup> Hiermee zouden de kosten van het wegwerken van liquiditeitstekorten aanzienlijk lager kunnen zijn.<sup>13</sup> Toch zijn er ook nadelen verbonden aan het aangaan van nauwe contacten met een huisbankier. Er kan namelijk ongelijkheid ontstaan tussen de verschillende verschaffers van het vreemd vermogen van de onderneming. De bank en de onderneming kunnen bijvoorbeeld bij het bespreken van de liquiditeitsbehoefte van de onderneming afspraken maken die ten koste gaan van de overige verschaffers van vreemd vermogen. Dit betekent niet dat de onderneming hier zijn voordeel mee kan doen. Het is waarschijnlijk dat de verschaffers van het overige vreemd vermogen op deze mogelijkheid zullen anticiperen en de kosten hiervan verwerken in de door hen vereiste vergoeding voor het verstrekken van vermogen. Het gevolg is dat de onderneming uiteindelijk zelf de kosten draagt. Wij zullen aan de hand van een voorbeeld zowel de positieve als de negatieve rol van een huisbankier toelichten.

In principe kunnen twee situaties worden onderscheiden. De eerste situatie heeft betrekking op een onderneming die solvent is, maar kampt met een tekort aan liquiditeiten. Wanneer er sprake is van asymmetrische informatie, zoals in het voorbeeld in paragraaf 2, dan zou deze onderneming mogelijk ten onrechte worden geliquideerd. Het hebben van een huisbankier zou dit kunnen voorkomen. De huisbankier kan bijvoorbeeld betere (meer nauwkeurige) informatie hebben over de financiële positie van de onderneming. Het is eenvoudig na te gaan dat in het voorbeeld in paragraaf 2, de bank de 'totale gegeneerde verwachte waarde' hoger inschat bij voortzetting dan bij liquidatie wanneer zij een waarschijnlijkheid van meer dan 25% toekent aan het solvent zijn van de onderneming. Wanneer een solvente onderneming enige onzekerheid kan weg nemen bij haar huisbankier zodat deze de waarschijnlijkheid van het solvent zijn van de onderneming hoger inschat dan 25%, dan kan liquidatie worden voorkomen.

De aanwezigheid van een huisbankier kan evenzeer negatieve consequenties hebben. Wij zullen dit wederom toelichten aan de hand van het voorbeeld in paragraaf 2. Stel nu dat de huisbankier met zekerheid weet dat de onderneming insolvent is, maar toch door de onderneming wordt benaderd om het liquiditeitstekort aan te vullen. Uiteraard is dit ongewenst omdat hiermee waarde wordt vernietigd; de 'totale gegeneerde verwachte waarde' bij voortzetting is lager dan bij liquidatie. Het zal blijken dat de bank toch bereid kan zijn om krediet te verschaffen. Voor het analyseren van deze situatie hebben wij het voorbeeld in paragraaf 2 iets verder uitgebreid (zie tabel 3). Wij gaan uit van de hier relevante situatie van insolventie. Op twee punten zijn nadere details toegevoegd. In de eerste plaats is aangegeven dat het vreemd vermogen voor de helft (= 27,5) in handen is van de huisbankier, en voor de andere helft in handen van de overige verschaffers van vreemd vermogen. De tweede toevoeging is dat de waarde van de onderneming bij voortzetting, die eerder was gesteld op 45, nu verder is onderbouwd. Deze komt voort uit de op tijdstip  $t=1$  te realiseren cash flow. Deze cash flow bedraagt 20 of 70 met gelijke kans.

Tabel 3: De onderneming is insolvent

Insolvente toestand (op $t=0$ )	Realisatie bij voortzetting (op $t=1$ )		
	Toestand	A	B
	Kans	0,5	0,5
Waarde van de onderneming bij voortzetting	45	20	70
Nominale waarde van het vreemd vermogen	55		
waarvan: huisbankier	27,5		
anderen	27,5		
Liquidatiewaarde	50		

Met de in de tabel vermelde kansverdeling is de waarde van de onderneming bij voortzetting  $0,5 \times 20 + 0,5 \times 70 = 45$ .<sup>14</sup> Dit is conform de eerder vermelde waarde (zie tabel 1). Het is bij de huisbank bekend dat de onderneming insolvent is. Zoals al eerder aangegeven is liquidatie dan optimaal (i.e., dit genereert 50, terwijl voortzetting slechts 45 genereert).

Het voorgaande betekent dat liquidatie in het belang is van *alle* verschaffers van vermogen te zamen. Voor de aandeelhouders is stopzetting echter ongunstig. Zij ontvangen bij liquidatie niets terwijl zij bij voortzetting mogelijk wel iets krijgen (zie toestand B). Bij de verschaffers van het vreemd vermogen bestaat echter een grote voorkeur voor liquidatie. Deze kunnen zich immers bij voortzetting niet altijd de gehele cash flow toeëigenen; in toestand B zal een gedeelte van de cash flow toevloeien aan de aandeelhouders. De waarde van het vreemd vermogen is bij voortzetting minder dan 45 (= de waarde van de onderneming bij voortzetting), en derhalve aanzienlijk lager dan de liquidatiewaarde.<sup>15</sup> Vervolgens is de vraag van belang of de huisbankier toch bereid is om het liquiditeitstekort aan te vullen? Het antwoord luidt bevestigend. Stel dat de bank nieuw vreemd vermogen ter beschikking stelt en voor dit bedrag een prioriteitsclaim op de cash flow van de onderneming krijgt. Dit kan zodanig gebeuren dat de bank geen (extra) verlies leidt op deze nieuwe lening.<sup>16</sup> De bank zal voorkeur blijven geven aan liquidatie; bij liquidatie ontvangt zij 50 hetgeen meer is dan 50% van  $(0,5 \times 20 + 0,5 \times 55)$  wat haar toevalt bij voortzetting. Zij is dus niet bereid nieuw vreemd vermogen ter beschikking te stellen tenzij

additionele compensatie wordt verkregen. Uit ons voorbeeld zal blijken dat wanneer de bank 85% van het aandelenkapitaal van de onderneming verkrijgt zij wel bereid is vreemd vermogen ter beschikking te stellen. Om eerder genoemde redenen is dit voor de bestaande aandeelhouders nog steeds beter dan liquidatie. Uit tabel 4 blijkt dat zowel de huisbank als de onderneming (de bestaande aandeelhouders) deze consequentie verkiezen boven onmiddellijke liquidatie.<sup>17</sup>

De bank verkrijgt bij voortzetting  $18,75 + 6,375 = 25,125$  en de bestaande aandeelhouders 1,125. Beide krijgen minder bij liquidatie (respectievelijk 25 en 0). De overige verschaffers van vreemd vermogen gaan er echter 6,25 op achteruit; zij ontvangen 18,75 in plaats van 25.<sup>18</sup>

#### 4 Conclusies

Wij hebben in deze bijdrage de aandacht gevestigd op het belang van liquiditeit voor de onderneming. Onze probleemstelling was ingegeven door het ontbreken van een expliciete rol voor liquiditeit in de

Tabel 4: De gevolgen van liquidatie of voortzetting voor de verschaffers van het vermogen

	Strategie	
	Liquidatie	Voortzetting
a Waarde van het nominale vreemd vermogen (=27.5) in het bezit van de bank	$0,5 \times 50 = 25$	$0,5 \times (0,5 \times 20 + 0,5 \times 55) = 18,75$
b Waarde van het aandelenkapitaal te verstrekken aan de bank bij voortzetting		$0,85 \times [0,5 \times (70 - 55)] = 6,375$
c Waarde van het (overblijvende) aandelenkapitaal in handen van de bestaande aandeelhouders van de onderneming	0	$0,15 \times [0,5 \times (70 - 55)] = 1,125$
d De waarde van overig vreemd vermogen	$0,5 \times 50 = 25$	$0,5 \times (0,5 \times 20 + 0,5 \times 55) = 18,75$

financieringstheorie. Wij hebben aangegeven dat het aanwezig zijn van een ongelijke verdeling van informatie tussen onderneming en vermogensmarkt, waarbij de onderneming beter in staat is haar kredietwaardigheid in te schatten, problematisch is wanneer de onderneming toegang zoekt tot de vermogensmarkt. Het kan betekenen dat een onderneming relatief een te hoge vergoeding moet betalen voor het verkrijgen van vermogen ter voldoening van liquiditeitstekorten. In het meest extreme geval van asymmetrische informatie kan het zelfs betekenen dat de onderneming niet in staat is vermogen aan te trekken, omdat ze ten onrechte als insolvent wordt aangemerkt. In beide situaties zijn aan het liquiditeitstekort informatiekosten verbonden. Het informatieprobleem kan mogelijk enigszins worden verholpen door nauwe relaties met een huisbankier aan te gaan. Zoals wij hebben laten zien kan dat echter ten koste gaan van de overige – niet bancaire – verschaffers van vreemd vermogen. Indien deze mogelijkheid niet denkbeeldig is, dan is het waarschijnlijk dat de overige verschaffers van vreemd vermogen hierop zullen anticiperen en dit zullen verwerken in de door hen geëiste vergoeding. Het netto resultaat is dat de onderneming alsnog geconfronteerd wordt met de kosten verbonden aan het optreden van mogelijke liquiditeitstekorten.

Wij hebben in de inleiding aangegeven dat de kosten verbonden aan externe financiering, en daarmee de (geanticiperde) liquiditeitspositie, invloed kan hebben op het operationele en financiële beleid van de onderneming. Voor wat betreft het financiële beleid denken wij op de eerste plaats aan de keuze van de vermogensstructuur van de onderneming. In de literatuur wordt een veelheid van factoren aangedragen waarom ondernemingen kiezen voor een optimale combinatie van eigen en vreemd vermogen (zie Myers (1984)). Het door ons benadrukte belang van liquiditeit introduceert een argument ten voordele van het eigen vermogen. De verschaffers van het eigen vermogen hebben immers, in tegenstelling tot de verschaffers van het vreemd vermogen, geen juridisch afdwingbaar recht op een periodieke vergoeding (dividend). Dit betekent dat de onderneming de vergoeding op het eigen vermogen kan afstemmen op de beschikbare liquiditeiten hetgeen de flexibiliteit van de onderneming vergroot en de kans verkleint dat op enig toekomstig moment toegang

moet worden gezocht tot 'dure' externe financiering. Men dient zich terdege te realiseren dat met het gestelde ook de andere vermogensstructuurbepaalde factoren in ogenschouw moeten worden genomen. Bijvoorbeeld Jensen (1986) en Stulz (1990) hebben benadrukt dat het mogelijk onverstandig is om managers (te veel) vrijheid te geven over de besteding van intern gegenereerde liquiditeiten. Ze zouden immers geneigd kunnen zijn om beschikbare middelen aan te wenden voor status-verhogende projecten in plaats van dividend uit te keren. Dit argument werkt ten nadele van het eigen vermogen.

Het door ons benadrukte belang van de liquiditeitspositie kan ook van invloed zijn op de operationele beslissingen van de onderneming. Als externe financiering duur is dan kan het optimaal zijn om te investeren in projecten die op kort termijn tot cash flow leiden, zelfs als dit ten koste gaat van lange termijn projecten die meer rendabel zijn. In de toekomst kan de onderneming daardoor haar investeringen mogelijk intern financieren. Merk op dat deze rationalisatie voor de korte termijn in het belang is van de (bestaande) aandeelhouders van de onderneming! Hier kunnen we een relatie leggen met het actuele debat over 'investerings-myopia'. Het gaat hier om de vermeende korte termijn orientatie van managers. Managers zouden geneigd zijn alleen die investeringen te entameren welke op korte termijn resultaat opleveren. Als argument voor deze keuze worden bijvoorbeeld de carrièremotieven van de managers genoemd. Een manager kan dan immers op korte termijn aantonen dat hij specifieke kwaliteiten heeft en vanaf dat moment een hogere vergoeding afdwingen. Deze verklaring van myopia impliceert suboptimale investeringen die *ten koste* gaan van de aandeelhouders. Onze analyse heeft laten zien dat myopia in het belang kan zijn van aandeelhouders. Deze bijdrage heeft aangetoond dat de factor liquiditeit van niet te onderschatten belang is in geval van asymmetrische informatie. Slechts weinig ondernemingen zullen in hun contacten met potentiële verschaffers van vermogen niet te kampen hebben met informatieproblemen. Wij hopen met dit artikel een brug te hebben geslagen tussen enige recente op asymmetrische informatie gebaseerde theoretische ontwikkelingen in het vakgebied financiering en de belangrijke rol die de praktijk toekent aan de factor liquiditeit.<sup>19</sup>

## Literatuur

- Akerlof, G.A., 'The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanisms', *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 1970, pp. 488-500.
- Allen, F., 'The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation', *Journal of Financial Intermediation*, vol. 1, no. 1, March 1990, pp. 3-30.
- Benston, G.J. and C.W. Smith Jr., 'A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation', *The Journal of Finance*, vol. 31, no. 2, May 1976, pp. 215-231.
- Boot, A.W.A. en M.F.C.M. Wijn, 'Insolventie, Vermogensstructuur en Vermogensmarkt', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (MAB)*, 65e jaargang, nr. 1/2, januari/februari, 1991, pp. 22-32.
- Bulow, J.I. and J.B. Shoven, 'The Bankruptcy Decision', *The Bell Journal of Economics*, vol. 9, no.2, 1978, pp. 437-456.
- Cools, C., 'Financiële topmanagers over hun vermogensstructuur', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (MAB)*, 65e jaargang, nr. 3, maart 1991, pp. 87-101.
- Diamond, D.W., 'Financial Intermediation and Delegated Monitoring', *Review of Economic Studies*, vol. 51, 1984, pp. 393-414.
- Diamond, D.W., 'Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Debt', *Journal of Political Economy*, vol. 99, no. 4, 1991, pp. 689-721.
- Jensen, M.C., 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers' *American Economic Review*, vol. 76, 1986, pp. 323-329.
- Myers, S.C., 'The Capital Structure Puzzle', *The Journal of Finance*, vol. 39, no 3, July 1984, pp. 575-592.
- Myers, S.C. and N. Majluf, 'Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have', *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984, pp. 187-221.
- Rajan, R., 'Insiders and Outsiders: The Choice Between Relationship and Armslength Debt', *Working paper, M.I.T.*, January 1991.
- Ramakrishnan S. and A. Thakor, 'Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation', *Review of Economic Studies*, vol. 51, 1984, pp. 415-432.
- Shleifer, A., and R. Vishny, 'Asset Liquidity and Debt Capacity', Working paper, University of Chicago, November 1990.
- Stiglitz, J.E. and A. Weiss, 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information', *American Economic Review*, vol. 71, 1981, pp. 393-410.
- Stulz, R.M., 'Managerial Discretion and Optimal Financing Policies', *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 1990, pp. 3-28.

## Noten

- 1 De auteurs zijn Drs. C. Cools en Drs. F. van Laerhoven en de redactie van het MAB erkentelijk voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.
- 2 Zie Benston en Smith (1976) voor een onderbouwing van het transactiekostenmotief.
- 3 Met name zouden afspraken tussen financiële instellingen deze fricties in stand kunnen houden. Voor Nederland kan hierbij

worden gedacht aan de tariefafspraken zoals onderling overeengekomen in de Nederlandse Bankiers Vereniging. De EG-richtlijnen, welke een deregulering van de financiële markten per eind 1992 beogen, zouden moeten leiden tot een drastische vermindering van deze fricties.

4 Wel zal de ongelijke verdeling van informatie kunnen leiden tot een onjuiste marktprijs voor de aandelen en obligaties van de onderneming. Op zich hoeft dat geen gevolgen te hebben voor de cash flow van de onderneming. Indien de condities op het bestaande vreemd vermogen tussentijds kunnen worden bijgesteld dan zou asymmetrische informatie hierop mogelijk wel invloed hebben. De mogelijk onjuiste marktprijs voor de aandelen en de obligaties van de onderneming heeft wel welvaartsconsequenties voor aandeel- en obligatiehouders die hun effecten tussentijds willen verkopen.

5 De rationele schatting impliceert hier dat de markt een 'unbiased' schatting kan maken. Het vereist dat de markt de kansverdeling kent van de informatie die haar ontbreekt. Een vergelijkbare veronderstelling is dat de markt de *structuur* van de onzekerheid kent. Dit type veronderstellingen is gebruikelijk en zorgt ervoor dat de markt zich niet consequent laat misleiden.

6 Het betreft de kosten verbonden aan de activiteiten 'screening' en 'monitoring'. 'Screening' heeft betrekking op het vergaren van informatie *vóórdat* nieuw vermogen wordt verstrekt (het is dus een activiteit die voorafgaat aan het tekenen van een contract). 'Monitoring' betreft de controlerende activiteit die plaatsvindt gedurende de looptijd van bijvoorbeeld een nieuwe lening.

7 Als derde element zou kunnen worden genoemd dat een onderneming die toegang zoekt tot de externe vermogensmarkt onder omstandigheden van asymmetrische informatie mogelijk andere investeringsbeslissingen neemt dan zij normaliter gedaan zou hebben. De onderneming zou bijvoorbeeld geneigd kunnen zijn te kiezen voor investeringsprojecten die voor externe verschaffers van vermogen als onderpand kunnen dienen. Hiermee kan het probleem van asymmetrische informatie enigszins worden omzeild. Een ander voorbeeld is de in de conclusies genoemde korte termijn oriëntatie.

8 Dit verschijnsel is gerelateerd aan het in het vakgebied 'Information Economics' uitgewerkte fenomeen 'market breakdown'. De essentie is dat niet van goed te onderscheiden slechte debiteuren het bestaan van een vermogensmarkt kunnen ondergraven. Voor een van de eerste artikelen op dit gebied zie Akerlof (1970). Hij beschrijft een situatie waarbij een markt voor tweedehands auto's door informatieproblemen – de aanwezigheid van niet van goed te onderscheiden 'lemons' – niet kan bestaan. Het belangrijkste argument is dat de aanwezigheid van 'lemons' de gemiddelde waarde van tweedehands auto's dermate aantast dat individuen met 'betere' tweedehands auto's niet bereid zijn deze te verkopen tegen de gemiddelde prijs. Het gevolg is dat alleen voor de slechtste tweedehands auto's een markt bestaat. Voor de betere auto's bestaat geen markt. In onze analyse betekent dit dat zelfs indien de vermogensmarkt bereid zou zijn tegen een gemiddelde prijs vermogen ter beschikking te stellen dit mogelijk niet zou werken omdat alle 'betere' debiteuren niet bereid zijn deze (hoge) gemiddelde prijs te betalen. De moderne literatuur over kredietrisico's heeft aangetoond dat asymmetrische informatie over de kwaliteit van een debiteur of zijn projectkeuze kan leiden tot starheid in de rentevoet waardoor de vraag naar krediet het aanbod van fondsen mogelijk overtreft (zie Stiglitz en Weiss (1981)). Deze mogelijkheid doet zich voor omdat een hogere marktrente die het evenwicht tussen vraag en aan-

bod zou kunnen herstellen, kan leiden tot een *lager* netto rendement voor de crediteuren. Bijvoorbeeld de goede – niet van slecht te onderscheiden – debiteuren zullen mogelijk als eerste geneigd zijn bij een hogere rente naar alternatieve financieringsmogelijkheden te zoeken. Hierdoor zou de crediteur bij een hogere rente geconfronteerd worden met een vermindering van de gemiddelde kwaliteit van haar debiteuren waardoor het netto rendement mogelijk lager kan uitvallen. Dit kan leiden tot kredietrisico's waarbij bepaalde ondernemingen geen nieuw vermogen kunnen verwerven. Essentieel in het hier vermelde voorbeeld is dat de crediteur de juiste kwaliteit van een debiteur niet kent, terwijl de debiteur hiervan zelf wel op de hoogte is.

9 Zie onze bijdrage (Boot en Wijn (1991)) voor een analyse van de optimale strategie voor de verschaffers van vreemd vermogen binnen een insolvente onderneming.

10 Men kan de vraag stellen waarom de insolvente ondernemingen niet zelf belang hebben bij het eerlijk naar de markt communiceren van hun echte toestand. In onze eerdere bijdrage hebben wij aangegeven dat dit veelal niet in het belang is van de aandeelhouders van insolvente ondernemingen.

11 In het voorbeeld is ervan uitgegaan dat het optimaal is om de onderneming te liquideren indien sprake is van insolventie. Men dient erop bedacht te zijn dat dit niet altijd het geval is (zie Boot en Wijn (1991)).

12 Voor recent onderzoek dat het bestaan van financiële intermediairs rationaliseert op basis van informatieproblemen zie Allen (1990), Ramakrishnan en Thakor (1984) en Diamond (1984).

13 Het informatievoordeel van de huisbankier ten opzichte van de vermogensmarkt kan op verschillende manieren ontstaan. Enerzijds is de bank directer betrokken bij het reilen en zeilen van de onderneming waardoor haar informatie meer up to date is. Anderzijds is het mogelijk dat de onderneming uit strategische overwegingen bepaalde informatie niet openbaar wil maken, maar mogelijk wel bereid is deze informatie vertrouwelijk ter beschikking te stellen aan de huisbankier.

14 Voor de eenvoud abstraheren wij van discontering, dit heeft geen gevolgen voor onze analyse.

15 Indien wij de rentebetalingen verwaarlozen is de waarde van het (oude) vreemd vermogen bij voortzetting  $0,5 \times 20 + 0,5 \times 55 = 37,5$ . In dit geval verkrijgen de aandeelhouders  $70 - 55 = 15$  in toestand B.

16 Evenals in het voorbeeld in paragraaf 2 is op alle in de tabel genoemde bedragen de negatieve cash flow in mindering gebracht. Derhalve worden deze gelden volledig besteed aan het zoveel als mogelijk terugbetalen van de uitstaande leningen.

17 Zie ook Bulow en Shoven (1978) voor een hieraan gerelateerde beschouwing.

18 Het totale netto effect op de welvaart van alle verschaffers van vermogen te zamen is  $(18,75 - 25) + 6,375 + 1,125 + (18,75 - 25) = -5$ . Dit is gelijk aan het verschil tussen de waarde van de onderneming bij voortzetting en de liquidatiewaarde. Hieruit blijkt wederom dat voor alle verschaffers van vermogen te zamen liquidatie optimaal is.

19 Vooralsnog is het op asymmetrische informatie gebaseerde onderzoek nog te weinig uitgekristalliseerd, en vind je het dan ook niet terug in de leerboeken. Het onderzoek dat expliciet indirecte financiering met bankleningen vergelijkt met directe financiering in de vermogensmarkt, is pas zeer recentelijk gestart. Zie Diamond (1991) en Rajan (1991).