

Een overgang!

Het is een moeilijke opdracht voor een bedrijfsleider of personeelsdirecteur.

Wij zijn er evenwel mee vertrouwd.

Hoe ging U tot nu toe om met de ontslagprocedure van een personeelslid?

Een dure oplossing..., en tijdrovend?
Psychologisch nogal prangend?
Frustrerend, wederzijds?

OUTPLACEMENT!

Een consultant, doorwintert in topmanagement en vertrouwd met outplacement-technieken, zorgt voor een *individuele begeleiding* die leidt naar loopbaanheroriëntering.

Vóór het te duur is voor U, te laat voor hen...



V.V.O. Vlaamse Vennootschap voor Outplacement

Lid van de Nationale Vereniging van Outplacement Bureaus

a europa network company

consulenten:
Roger De Cadt
Edmond Reyn
Jan P.M. Spaas
Clare Oliver

Antwerpse steenweg 124
2630 Aartselaar

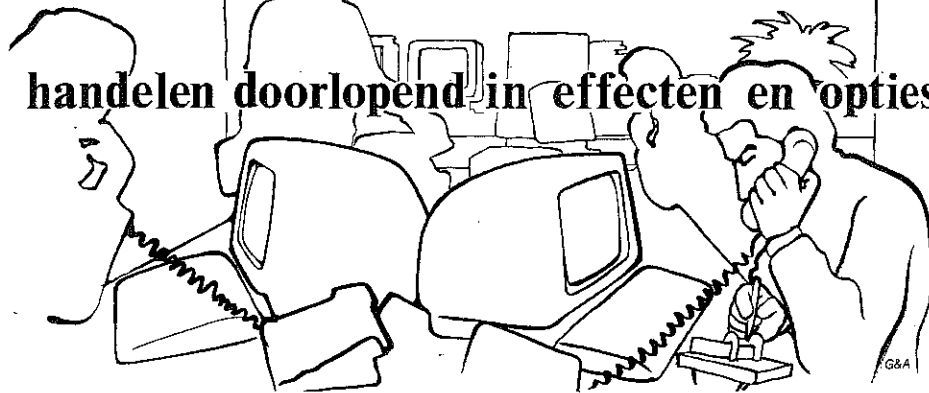
Tel: 03/887 20 77

Koninklijke Prinsstraat 79
1050 Brussel

DIERICKX en Cie

beursmakelaars sinds 1901

handelen doorlopend in effecten en opties



Kasteelpleinstraat 44, 2000 Antwerpen, tel. 03/238.79.00
Stafielei 117, 2640 Mortsel, tel. 03/449.50.78

KATERN

Financiering

Ten geleide

Het *Economisch en Sociaal Tijdschrift* heeft in zijn rijke geschiedenis steeds oog gehad voor de ruime problematiek van de ondernemingsfinanciën, zowel met betrekking tot de ontwikkelingen op het theoretische als op het praktische vlak. Reeds in 1971 (nummer 6) verscheen, onder leiding van prof. dr. L. Wauters, het eerste themanummer *Financiering*, ongeveer op het ogenblik dat de eerste verschijnselen van de verzwakking van de financiële structuur en de rendabiliteit van het eigen vermogen van de Belgische ondernemingen zichtbaar werden. Deze problematiek stond dan ook centraal in het nummer: in drie artikels werd gehandeld over respectievelijk financiële mobiliteit en schuldcapaciteit (E. Durinck), de kapitaalkost (E. Geeraert en A. Brys), de financiële structuur en rendabiliteit van de onderneming (M. Cockaerts).

Inspelend op de zich steeds sterker doorzettende internationalisering van het Belgische bedrijfsleven was een vierde bijdrage gewijd aan de specifieke aspecten van het financieel beleid van multinationale ondernemingen (S. Plasschaert).

Inhakend op het denken rond de strategische aspecten van investeringsbeslissingen werd tevens aandacht besteed aan de invloed van de organisatie op de besluitvorming inzake strategisch investeren in de onderneming (A. Van Cauwenbergh en R.A. Burgelman).

Ondertussen werden in het kader van het Centrum voor Bedrijfseconomie van het Departement Economische Wetenschappen van de UFSIA verschillende onderzoeksprojecten rond het thema financieel beheer en financiële markten opgezet onder leiding van Ph. Naert. Hieruit resulteerden drie doctorale proefschriften die aan de Faculteit TEW van de UFSIA werden verdedigd:

- 1974 De bepaling van de schuldcapaciteit van de onderneming (E. Durinck, onder leiding van L. Wauters)
- 1979 Efficiency of the Brussels Stock Exchange with respect to Accounting Information (J. Fabry, onder leiding van Ph. Naert)
- 1979 On the Assessment of the Cost of Capital through Accounting Information (W. Van Grembergen, onder leiding van Ph. Naert).

Het zal dan ook niemand verbazen dat het tweede financieringsnummer (1980, nr. 2) voor een substantieel gedeelte de weerspiegeling was van het zopas vermelde onderzoekswerk.

In "Planmatig Financieel Beheer" (E. Durinck) werd de achterliggende filosofie van een geïntegreerd financieel plan, mede aan de hand van een voorbeeld, uiteengezet. In "Rendement en efficiëntie op de Brusselse beurs" (J. Fabry) werden de resultaten gerapporteerd van het tot dan toe meest recente en accurate onderzoek met betrekking tot de efficiëntie van de Brusselse beurs. Aansluitend hierop werd voor de eerste maal in België de berekening van de kapitaalkost weergegeven voor een aantal Belgische ondernemingen (W. Van Grembergen).

Verder werd de stand van de financiële analyse besproken naar aanleiding van het KB met betrekking tot de jaarrekening (H. Ooghe); het kasbeleid en de mogelijkheden van liquiditeitsbeheersing in de onderneming werden geanalyseerd (K. Cool en E. Durinck). Tenslotte werd aandacht besteed aan het nog steeds actuele vraagstuk van de banksolvabiliteit (W. Janssens).

Bij de samenstelling van voorliggend themakatern *Financiering* hebben wij ons in de eerste plaats laten leiden door de economisch-financiële ontwikkelingen van de laatste jaren en de verwachtingen voor de jaren negentig. Vervolgens hebben wij uiteraard rekening gehouden met de grote stromingen van het onderzoek op het vlak van de ondernemingsfinanciering en de financiële theorie, zowel nationaal als internationaal. Wat het onderzoek betreft binnen de oriëntatie *Financiering* van de Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen van de UFSIA vermelden wij hier dat twee doctorale proefschriften werden verdedigd.

- 1981 Efficiency of the Capital Market with respect to Historical and Macroeconomic Information (C. De Groof, onder leiding van C. Van Mechelen)

- 1990 Interacties tussen Investerings- en Financieringsbeslissingen: Impact en Verwerking van deze Interacties in de Investeringsanalyse (E. Laveren, onder leiding van E. Durinck).

In het review-artikel "Meer dan drie decennia denken over het vraagstuk van de optimale kapitaalstructuur" schetst E. Laveren in het verlengde van zijn doctoraal werk de weg die sinds de traditionele theorie inzake kapitaalstructuur is afgelegd, gaande van de irrelevantiestellingen van Modigliani en Miller, tot de meer hedendaagse benaderingen: de "pecking order"- en de "stakeholder"-theorie.

Sedert de tweede helft van de jaren tachtig is het Europese economische en financiële integratieproces in een versneld tempo verder gegaan. In "Europese financiële eenmaking en het financieel beheer van ondernemingen in België" beschrijft M. Dombrecht de huidige stand van zaken op dit gebied, alsook de gevolgen voor de Belgische financiële markten. Tevens wordt aandacht besteed aan de implicaties van het proces van de financiële integratie voor het financieel beheer van ondernemingen, onder meer betreffende de financieringskosten, het wisselrisico en de financierings- en beleggingsmogelijkheden.

Sinds het baanbrekend werk van E. I. Altman hebben verschillende auteurs getracht met behulp van econometrische methodes significante verschillen vast te stellen tussen lopende en gefailleerde ondernemingen, op basis van financiële ratio's. Gezien de dikwijls tegenstrijdige resultaten van deze onderzoeken, is er uiteraard kritiek ontstaan, zowel rond de gebruikte onderzoeksmethodologie als wat de validiteit van de resultaten betreft. In het artikel "Zin en onzin van financiële ratio-analyses" beoordelen J. Bilderbeek, A. Bruggink en R. Michon deze kritiek. Tevens staan zij stil bij de opwerping als zouden de studies inzake faillissementspredictie theoretische onderbouwing missen.

Een van de markantste ontwikkelingen in Europees verband is de golf van fusies en overnames die in de periode 1985-1990 tot stand zijn gekomen, dikwijls in het kader van bedrijfsherstructureringen en met het idee van Europa 1992 op de achtergrond. In de bijdrage "Overnameactiviteit in België: de gevolgen van veranderingen in omgeving en wetgeving" bespreekt C. Van Hulle eerst de recente veranderingen van de overnameregels in België. Vervolgens wordt nagegaan welke de impact van deze veranderingen kan zijn op de overnamepremie van de doelwitvennootschap en van de bidder.

Zowel in de theorie als in de praktijk van de financiële markten heeft de optie bijzonder veel aandacht gekregen. De mate waarin de optietechniek ook bruikbaar kan worden gemaakt binnen het ondernemingsbeheer is later aan bod gekomen, maar staat niettemin de laatste jaren meer en meer in de kijker. In "Gebruik van opties in het financieel beheer" bespreekt A. G. Z. Kemna een aantal praktijkvoorbeelden die het gebruik van opties bij financieringsbeslissingen op korte zowel als op lange termijn in het licht stellen. Vervolgens wordt dieper ingegaan op de rol die opties kunnen spelen bij investeringsbeslissingen, meer in het bijzonder bij de bepaling van de waarde van flexibiliteit van een project.

In "Markante ontwikkelingen in financieringsleer en financieringspraktijk" staat E. Durinck stil bij een aantal momenten in de financieel-economische literatuur die van uitzonderlijk belang blijken voor het financieel beleid en het investeringsbeleid. Tevens worden een aantal treffende ontwikkelingen in de praktijk ter zake onder de loep genomen en wordt de wisselwerking tussen theorie en praktijk geëvalueerd. Hieruit blijkt dat deze wisselwerking in een aantal gevallen als zeer vruchtbaar mag worden bestempeld. Evenzeer komt naar voren dat op diverse gebieden nog een belangrijke weg dient afgelegd te worden, teneinde vanuit de theorie tot implementatie in de praktijk te kunnen overgaan.

Wij hopen dat dit themakatern *Financiering* van het *Economisch en Sociaal Tijdschrift* een bijdrage zal leveren tot de verdere verspreiding van nieuwe inzichten uit de financieringsleer en tot de versterking van het beleidsinstrumentarium in de praktijk.

Edward Durinck
Coördinator

Edward Durinck *

Markante ontwikkelingen in financieringsleer en financieringspraktijk

In dit artikel ligt de bedoeling voor om, in het kader van een algemeen overzicht, stil te staan bij enige momenten in de financieel-economische literatuur die van uitzonderlijk belang blijken voor het financieel en investeringsbeleid in ondernemingen. In een tweede deel worden een aantal treffende ontwikkelingen geschetst in de praktijk van het financieel beleid. Tevens worden deze ontwikkelingen ten opzichte van elkaar geëvalueerd: in diverse gevallen mag de wisselwerking tussen financieringstheorie en financieringspraktijk als zeer vruchtbaar worden bestempeld. Dit neemt echter niet weg dat er op diverse gebieden nog een belangrijke weg dient afgelegd teneinde vanuit de theorie naar praktische implementatie te kunnen overgaan.

Inleiding

Benaderend kan worden gesteld dat "financiering van de onderneming" als een afzonderlijk studiegebied naar voren kwam rond het begin van de 20e eeuw. Uiteraard hebben zowel de draagwijdte van de financieringsleer als die van het financieel beleid sindsdien een enorme evolutie gekend.

Dat de wetenschappelijke beoefening van het vakgebied in de voorbije veertig jaar zeldzame toppen scheerde kan onder meer worden afgeleid uit het feit dat aan niet minder dan vier prominente auteurs de Nobelprijs Economie werd toegekend: Modigliani (1985), Markowitz, Miller en Sharpe (1990). Maar ook het aantal en de kwaliteit van de *Journals* wijzen op de explosieve ontwikkeling die het domein van financiering, investering en belegging heeft gekend. Er kan dan ook zonder overdrijf

* Universitaire Faculteiten Sint-Ignatius te Antwerpen (UFSIA). Veel dank is verschuldigd aan prof. dr. E. Laveren voor de opbouwende suggesties bij het tot stand komen van dit artikel.