

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.

ving gesteld worden dat dit brede domein van de financiële economie zich heeft ontwikkeld tot een samenhangend geheel van algemeen-economische en bedrijfseconomische inzichten, mede ondersteund door een indrukwekkend volume van empirische onderzoeken. Sinds het baanbrekend werk van onder meer Fama (1970) staat een informatieel efficiënte vermogensmarkt centraal bij de verdere uitbouw van deze inzichten.

Verscheidene auteurs (zie b.v. Martin, Cox en MacMinn (1988), Van Horne (1989), Copeland en Weston (1988), Tempelaar (1991)) hebben vanuit verschillende invalshoeken de historiek van de financieringstheorie belicht. In dit artikel ligt de bedoeling voor om, in het kader van een algemeen overzicht, stil te staan bij enige momenten in de literatuur die ons van uitzonderlijk belang lijken voor het financieel en investeringsbeleid in ondernemingen. In een tweede deel worden een aantal treffende ontwikkelingen in de praktijk van het financieel beleid geschetst. In de laatste afdeling worden elementen voor evaluatie aangedragen, alsook een paar besluiten geformuleerd.

1. Belangrijke momenten in de ontwikkeling van de financieringstheorie

Alhoewel elke specifieke invalshoek die wordt gevolgd om historische ontwikkelingen in een vakgebied te systematiseren, voor- en nadelen inhoudt, lijkt ons toch de benaderingswijze van Martin, Cox en MacMinn (1988) het best de opbouw van de financieringstheorie in historisch perspectief te plaatsen, namelijk een bespreking die geconcentreerd is rond methodologische en empirische bouwstenen. Wij zullen de historische benadering van deze auteurs grotendeels volgen bij het overzicht in dit deeltje.

1. Irving Fisher legde in 1930 (*The Theory of Interest*) de basis voor J. Hirshleifers *Investment, Interest and Capital* (1970). Hierdoor werd de wijze geanalyseerd waarop individuen, onder zekerheid, consumptie- en/of investeringsbeslissingen nemen.
2. J.B. Williams (1938) formuleerde als eerste het principe van *het behoud van investeringswaarde*, ook genoemd de eigenschap van waarde-additiviteit. Dit beginsel houdt in dat de actuele waarden van toekomstige kasstromen eenvoudigweg kunnen worden opgeteld. Ook betekent dit dat de som van de actuele waarde van twee projecten gelijk is aan de actuele waarde van het gecombineerde pro-

ject. Deze stelling geldt tevens in de andere richting: beslissingen die een zelfde kasstroom op een bepaalde wijze verdelen, hebben geen impact op de waarde van het project of de onderneming, althans zolang de betreffende beslissingen de totale hoogte van deze kasstroom niet beïnvloeden. Hierop zullen Modigliani en Miller in belangrijke mate steunen bij de ontwikkeling van hun irrelevantiestelling met betrekking tot de kapitaalstructuur en de dividendpolitiek van de onderneming (Modigliani & Miller, 1958, 1961).

Zijn deze twee stappen van nauwelijks te overschatten belang voor het denkstramien van de financiële economie, de ontwikkelingen vanaf het begin van de jaren vijftig (cfr. infra) zijn stuk voor stuk doorbraken geweest waarvan voor sommige de volle draagwijdte onzes inziens op dit ogenblik nog niet geheel in te schatten is.

3. Markowitz (1952) legt de basis van de moderne *portefeuilletheorie*: hoe nemen individuen beslissingen inzake de allocatie van hun financiële middelen onder voorwaarden van onzekerheid? Bij het beantwoorden van deze vraag maakt Markowitz gebruik van de gemiddelde-variantie-analyse.
4. In 1958 maken Modigliani en Miller een aanvang met de studie van de zogenaamde statische afwegingsbenadering met betrekking tot de keuze van een adequate kapitaalstructuur. Meer algemeen kan gesteld worden dat, in tegenstelling tot de tot dan toe geldende ideeën, op consistente en systematische wijze de invloed wordt nagegaan van financierings- (en dus ook dividend-) beslissingen op de waarde van de onderneming. De onderneming wordt hierbij beschouwd als een open financieel systeem, dit wil zeggen dat de waardering ervan wordt bestudeerd vanuit het standpunt van de marktopportunities die open liggen voor de houders van de effecten van de onderneming (de kapitaalverschaffers). De *irrelevantiestellingen* met betrekking tot de invloed van schuldfinanciering en dividenduitkering op de waarde van de onderneming (later door dezelfde auteurs verder uitgewerkt en gecorrigeerd voor vennootschapsbelastingen) waren, om diverse redenen, het onderwerp van felle discussies (zie b.v. E. Solomon, 1963). Vandaag is het werk van Modigliani en Miller zonder meer aanvaard als de basis voor systematisch denkwerk over kapitaalstructuur- en dividendbeslissingen. Belangrijke aanvullingen werden onder meer geleverd door Miller (1977) en Myers (1984).

5. Verder bouwend op het werk van Markowitz publiceert Sharpe in 1964 de afleiding van een waardingsmodel voor financiële activa, het *capital asset pricing model* (CAPM). Het CAPM is de verruiming van Markowitz' portefeuillemodel naar een situatie van markt-evenwicht. Zeer dikwijls spreekt men over het Sharpe-Lintner-Mossin-Fama model, naar de belangrijkste auteurs die in de periode 1964-1968 tot de ontwikkeling van het CAPM hebben bijgedragen. Het CAPM heeft als geen ander model de theoretische en empirische literatuur overheerst. De implicaties ervan voor het financieel en investeringsbeleid mogen gerust als zeer belangrijk bestempeld worden.
6. De eerste nauwkeurige behandelingen van de *efficiënte-markthypothese* dateren van midden de jaren zestig (zie b.v. Mandelbrot, 1966). Alhoewel een groot aantal auteurs zowel op theoretisch als op empirisch vlak grote verdiensten op dit terrein mogen opeisen, heeft ongetwijfeld het werk van E. Fama tegelijk inspirerend en katalyserend gewerkt (zie Fama, Fisher, Jensen, Roll, 1969 en Fama, 1970). Het onderzoek naar het al of niet bestaan van informatieel efficiënte markten heeft geleid tot een steeds verdere verfijning van de gebruikte onderzoeksmethodologieën (voor een uitstekend overzicht, zie Copeland en Weston, 1988, hoofdstuk 11). Ook in ons land is aan dit empirisch domein heel wat aandacht besteed (zie b.v. Fabry, 1979 ; De Groof, 1981, maar ook zeer recent Gillet, 1991).
7. In een baanbrekend artikel leiden Black en Scholes in 1973 een *waardingsmodel af voor aandelenopties*. De verdere theoretische ontwikkeling op dit domein en de uitbreiding ervan tot andere afgeleide financiële instrumenten ging tevens gepaard met een ongekende ontwikkeling van financiële innoverende technieken op basis van opties en futures en tot de oprichting van optiebeurzen. Een knap overzicht van de stand van zaken met betrekking tot de waardering en toepassingen van afgeleide financiële instrumenten vinden we terug in Hull (1989).
8. Jensen en Meckling (1976) introduceren het *agency-vraagstuk* als onderdeel van de micro-economische theorie van de onderneming in de financiële besluitvorming. Deze stap heeft aanleiding gegeven tot de ontwikkeling van het onderzoek met betrekking tot relaties manager-aandeelhouder, aandeelhouder-manager-schuldeiser. Meer specifiek bestudeert men de gevolgen van *asymmetrische informatie* (dit wil zeggen informatie waarover de ene groep van beslis-

singnemers wel beschikt, terwijl een andere groep van betrokkenen deze informatie niet heeft) en van *financiële signalering* (acties van het management waaruit buitenstaanders informatie kunnen halen) voor de waarde van de onderneming in het geval van investerings- of financieringsbeslissingen, maar ook b.v. bij fusies en overnames.

9. In 1976 publiceert Ross een algemeen evenwichtsmodel voor de waardering van financiële activa steunend op de arbitrage-redenering ("Arbitrage Pricing Theory"). Meer concreet gaat het om een lineair model dat kan worden gebruikt om de verwachte opbrengstvoet van risicodragende financiële activa te relateren aan een aantal fundamentele economische factoren die de opbrengstvoet van alle financiële activa beïnvloeden. In evenwicht zullen alle mogelijkheden om risicoloze arbitragewinsten te maken, verdwenen zijn.
10. In de jaren tachtig heeft men, meestal direct of indirect, steunend op de supra geschetste bouwstenen, de financieringsleer verder uitgewerkt naar meer reële en concrete ondernemings situaties toe. Anders uitgedrukt, een toenemend aantal *marktimperfections* worden bij de waardering van de onderneming onder onzekerheid betrokken: b.v. de rol van persoonlijke belastingen, transactiekosten, de reeds aangehaalde impact van asymmetrische informatie (zie b.v. Cornell en Shapiro, 1987). In verband hiermee worden de signaalfuncten bestudeerd van dividendpolitiek, investeringsprogramma's, overnames, veranderingen in financiële structuur enz.

Bij dit overzicht van de grote ontwikkelingen in de financieringstheorie dienen ongetwijfeld een paar afsluitende bedenkingen te worden geformuleerd. Allereerst met betrekking tot de draagwijdte van het studiegebied. A.S. Dewing, wiens boek *The Financial Policy of Corporations* algemeen wordt beschouwd als het eerste systematische handboek over ondernemingsfinanciering, omschreef de inhoud van het studiegebied als volgt:

"Finance is concerned with raising and administering funds"
(Dewing, 1920, p.5).

In zijn onzes inziens niet steeds op zijn volle waarde geschatte werk *The theory of financial management* omschrijft E. Solomon zijn nieuwe benaderingswijze aan de hand van drie vraagstellingen:

"1. What specific assets should an enterprise acquire? 2. What total volume of funds should an enterprise commit? 3. How should the funds required be financed?"
(Solomon, 1963, p. 8).

In 1972 stellen Fama en Miller:

"The theory of finance is concerned with how individuals and firms allocate resources through time"
(Fama en Miller, 1972, p. 1).

Door deze omschrijving wensen zij vooral de nadruk te leggen op de rol van de financiële markten "in allowing individuals and firms most efficiently to exchange resources to be available at different points in time" (Fama en Miller, 1972, p. 1).

Het belang van het onderkennen van de rol van de financiële markten bij de studie van de financieringspolitiek van ondernemingen wordt nu algemeen erkend. De onderneming staat in voortdurende relatie met de financiële markten. Financierings- en investeringsbeslissingen kunnen derhalve niet los worden gezien van de werking van de financiële markten, sterker, zij impliceren een bepaalde theorie met betrekking tot deze markten.

"Understanding how capital markets work amounts to understanding how financial assets are valued"
(Brealey en Myers, 1991, p. 5).

In de financiële theorie staat vandaag derhalve centraal de wijze waarop financiële activa worden geprijsd (gewaardeerd) in de financiële markten. De waarde van financiële activa is rechtstreeks functie van de kasstromen die door de fysische (reële) activa in de toekomst (tijd) al of niet (onzekerheid) gerealiseerd zullen worden.

Meteen belanden we bij een tweede vaststelling, namelijk met betrekking tot de doelstelling die bij de financiële besluitvorming wordt gehanteerd. Waar men zeer dikwijls stelt dat de financiële directeur beslissingen treft met het oog op de vermeerdering van de waarde van de door de aandeelhouders geïnvesteerde middelen, wordt deze doelstelling meer en meer financieel vertaald als de waarde-maximalisatie van de volledige onderneming. Meer concreet berust deze doelstelling op de vaststelling dat de hedendaagse onderneming een knooppunt is van verschillende belangen:

personeel, management, schuldeisers, overheid, leveranciers, aandeelhouders, met elkaar verbonden door contracten en afspraken. Al deze participanten in het ondernemingsgebeuren hebben "claims" ten aanzien van de kasstromen van de onderneming. Het is in hun gezamenlijk belang dat de te verdelen kasstroom van de onderneming steeds toeneemt, dat er dus steeds bijkomende waarde wordt gecreëerd in de onderneming. Met andere woorden, waarde-maximalisatie van de onderneming wordt als financiële ondernemingsdoelstelling in ruime mate aanvaard, evenwel met dien verstande dat rekening wordt gehouden met de gevolgen van potentiële belangenconflicten en met de financiële consequenties van alle acties die nodig zijn om deze conflicten te voorkomen en/of op te vangen. De agency-theorie (zie supra) heeft in ruime mate bouwstenen aangebracht om op gestructureerde wijze over deze belangenconflicten en de gevolgen voor de financiële besluitvorming na te denken.

2. Ontwikkelingen in de financieringspraktijk

Waar de financieringstheorie de laatste decennia een ingrijpende evolutie heeft vertoond, heeft ook het financieel beheer diepgaande veranderingen ondergaan. De *internationalisatie* van het bedrijfsleven heeft niet alleen een nieuwe dimensie gegeven aan het valutabeheer, maar heeft tevens nieuwe eisen gesteld aan het kasbeheer van internationale groepen. Parallel hiermee, en in het zog van het reeds geciteerde artikel van Black en Scholes zijn de optie- en futures-markten zich in versneld tempo gaan ontwikkelen. Hieruit zijn dan weer op basis van *optie- en swap-technieken* nieuwe produkten ontstaan, die zowel voor de beheersing van het *reenterisico* als voor de beheersing van het *valutarisico* kunnen ingezet worden.

Innovatieve ontwikkelingen op de financiële markten hebben zowel nationaal als internationaal de mogelijkheden tot beroep op financieringsvormen op middellange en lange termijn aanzienlijk uitgebreid. Denken we aan het verhandelbaar maken van schulden door uitgifte van effecten ("securitisering"), de ontwikkeling van het produkt *leasing* in al zijn verschijningsvormen (van de zuivere financiële leasing tot de grote variëteit van operationele leasing en renting-formules). Maar ook het eigen vermogen en quasi eigen vermogen (de zogenaamde hybride financieringsvormen zoals de achtergestelde lening, de converteerbare lening en hun mengvormen) hebben nieuwe impulsen gekregen.

Aanbieders zijn onder meer *venture capital* en investeringsmaatschappijen die hierdoor trachten in te spelen op zeer specifieke financieringsbe-

hoeften: investeringen in hoogtechnologische sectoren, de financiering van startende ondernemingen, van management-buyouts en -buyins. In de vorm van *mezzanine* of brugfinanciering worden financieringspakketten van veranderlijke grootte en samenstelling aangeboden met als doel de snelle groei te financieren van de (meestal grotere) middelgrote "familiale" onderneming. Op deze wijze wordt een belangrijke stap gezet naar het "openmaken" (qua beleid) van dit type van ondernemingen. Aldus wordt dergelijke onderneming, zowel qua mentaliteit als wat de financieringsstructuur betreft, voorbereid op een eventuele introductie op de beurs. Onder het aantrekkelijk beursklimaat (tot oktober 1987) vonden de ondernemingen opnieuw de weg naar de emissie markt voor risicodragend kapitaal. Meer specifiek werden in 1982 in België fiscale maatregelen genomen (de aandelenwet KB 15-150) om het risicodragend kapitaal zowel voor de vennootschap (het Cooremandeel) als voor de beleggers (het De Clercq-deel) weer aantrekkelijk te maken. Talloze ondernemingen konden op deze wijze hun kapitaalstructuur verstevigen. In meer dan 7.600 bestaande ondernemingen werd het kapitaal verhoogd, terwijl in het kader van de aandelenwet meer dan 18.000 nieuwe ondernemingen werden opgericht.

Precies op het vlak van de *kapitaalstructuur* heeft zich in de voorbije decennia een niet te onderschatten structurele verschuiving voorgedaan. Alhoewel het bronnenmateriaal aanmerkelijk minder betrouwbaar was in de jaren zestig, ontkomt men toch niet aan de overtuiging dat in die periode het eigen vermogen ongeveer de helft uitmaakte van het totale vermogen. In 1980 bedroeg de mediaanwaarde van de verhouding tussen eigen vermogen en totaal vermogen 27,7 %. Aan de basis van een dergelijke evolutie liggen verschillende oorzaken.

Als eerste dient het feit vermeld dat de bronnen die het eigen vermogen van de ondernemingen moeten verhogen, quasi opgedroogd waren. Door een te lage risicopremie was de aantrekking van extern risicodragend kapitaal zo goed als onmogelijk geworden, terwijl anderzijds de mogelijkheden van winstinhouding sterk waren afgenomen ten gevolge van de te lage ondernemingsrendabiliteit in de periode 1975-1980 (met zelfs negatieve mediaanwaarden van de netto rendabiliteit van het eigen vermogen na belasting (-0,6 % (in 1975), 1,0 % (in 1976), -4,5 % (in 1977), -2,3 % (in 1978)).

Een andere belangrijke reden is de fiscale discriminatie van de financiering met eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen. Interesten zijn fiscaal aftrekbaar in de vennootschapsbelasting, de vergoeding voor eigen vermogen (dividenden) is dat niet en is bijgevolg zowel aan

vennootschaps- als aan personenbelasting (roerende voorheffing) onderhevig; interesten zijn enkel aan roerende voorheffing onderworpen. Staatssteun en overheidssubsidies werden aanvankelijk vooral verleend in de vorm van interestsubsidie en staatswaarborg van schulden.

Tenslotte dient een financieringstechnische oorzaak te worden aangestipt die er ondernemingsleiders tot op heden toe aanzet om in sommige gevallen tot overmatige schuldfinanciering over te gaan. Het bekende financiële hefboomeffect dat verbonden is aan schuldopname wordt frequent door bedrijfsleiders onvoldoende op *al* zijn consequenties ingeschat. Uit de eerste kapitaalstructuurtheorieën weten wij dat de gewogen gemiddelde kapitaalkost verlaagd kan worden door de opname van vreemd vermogen. Hierdoor kan uiteraard de groei van de onderneming bevorderd worden, waardoor de netto rendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen kan worden verhoogd. Toch mag niet uit het oog verloren worden dat het financiële risico van de onderneming toeneemt bij stijgend gebruik van vreemd vermogen, hetgeen zich kan vertalen in een hogere door de schuldeisers geëiste rentevoet. Daarenboven wordt de kans op liquiditeitsstoornissen (en bijgevolg ook de kans op solvabiliteitsmoeilijkheden en op het ter discussie stellen van de kredietwaardigheid) tengevolge van een gestegen variabiliteit van de netto kasstromen (na interestbetalingen en schuldaflossingen) groter. Deze ontwikkeling naar een significant zwakkere kapitaalstructuur heeft uiteraard de manoeuvreerruimte van de financiële directie aanmerkelijk vernauwd.

Een onzes inziens laatste belangrijke ontwikkeling in het financieel gebeuren is het ontstaan van een "market for corporate control". Supra werd reeds betoogd dat de onderneming een complex web is van verschillende belangengroepen. Hieruit kunnen belangenconflicten ontstaan. Een van de bronnen van deze conflicten is de scheiding tussen het professioneel management en de aandeelhouders. Een van de beste garanties opdat de ondernemingsleiding waardecreërende beslissingen zou nemen, is precies het bestaan van de overname- en fusie markt, "*where alternative management teams compete for the rights to manage the corporate's assets*" (Jensen, 1984, p. 119).

Ondernemingen waarvan de leiding niet in staat blijkt om de activa tot volle ontplooiing te brengen, noch om voldoende waardecreërende projecten te genereren, zullen de waarde van het aandeel zien dalen. Hierdoor worden dergelijke ondernemingen het doelwit voor overnames en/of fusies en herstructureringen, als gevolg van het onvermogen van de ondernemingsleiding om de kasstromen ter beschikking voor

investeringen in projecten op marktconforme wijze (dit wil zeggen ten minste tegen de opportuïteitskost van het geld) te rentabiliseren. Door overname bedreigde managementteams proberen zich te beschermen, door het opzetten van beschermingsconstructies (het nemen van kruisparticipaties, het gebruik van de techniek van het "toegestaan kapitaal", de uitgifte van een obligatielening waaraan een groot aantal warrants is verbonden). Ook de wetgever (zowel op Europees als op nationaal vlak) heeft getracht "onverhoedse" overnamepogingen aan banden te leggen; denken we maar aan de invoering van de meldingsplicht voor op de beurs genoteerde ondernemingen.

3. Evaluatie en besluit

Over een langere periode beschouwd mogen de geschetste ontwikkelingen zowel in de theorie als in de praktijk van het financieel beheer als baanbrekend worden omschreven. Daarbij is het toch opvallend dat beide op het eerste gezicht aparte werelden (bedoeld worden enerzijds het abstraherend denken van de theorie op basis waarvan het empirisch onderzoek vorsend de reële wereld kan aftasten en anderzijds de zeer concrete tot zelfs de "muddling through" aanpak van het dagelijks financieel beheer, opererend in volatiele financiële markten) dikwijls in een vruchtbare wisselwerking hebben gestaan, zij het niet steeds op een synchrone wijze.

Zeër treffend is b.v. de opgang van het denken in termen van waarde bij het nemen van belangrijke investeringsbeslissingen en het meer systematisch hanteren van wetenschappelijk verantwoorde benaderingen bij het bepalen van de kapitaalkost van de onderneming of van een specifiek project, zonder dat ter zake evenwel alle inconsistenties zijn weggerukt (zie b.v. Laveren, 1990, p. 385-386). Een kritisch onderdeel bij de bepaling van de gewogen gemiddelde kapitaalkost is ongetwijfeld de bepaling van de kost van het eigen vermogen. De ontwikkeling van het dividendwaarderingmodel (Gordon en Shapiro) maar vooral van het CAPM hebben bijgedragen tot een aanmerkelijke verfijning van de wijze waarop deze kapitaalkost kan worden bepaald. Vooral het inzicht dat de vereiste vergoeding voor risicodragend kapitaal een functie is van het systematisch of niet diversifieerbaar risico (naast uiteraard de marktparameters, zijnde de risicovrije rentevoet en de markttriscopremie) is een niet te onderschatten bijdrage geweest, zowel voor verdere theoretische ontwikkelingen als voor actueel gebruik in de praktijk. Een goed voorbeeld van de mate waarin theoretische ontwikkelingen werden vertaald in een voor de praktijk bruikbaar instrumentarium

voor de waardering van ondernemingen is het werk van A. Rappaport (1986), *Creating Shareholder Value*.

Een ander voorbeeld van wisselwerking heeft betrekking op de produktinnovaties in de financiële markten op basis van opties, futures en swaps: theoretisch werk van Black en Scholes heeft ongetwijfeld inspirerend gewerkt vóór de praktijk, terwijl de praktijksituaties op hun beurt aanleiding hebben gegeven tot nieuw wetenschappelijk onderzoek.

De verdere uitbouw van de agency-theorie zal het ongetwijfeld mogelijk maken om voor de praktijk relevante vraagstellingen met meer nauwkeurigheid te beantwoorden, zoals (Brealey en Myers, 1991, p. 917): de gevolgen van LBO's voor de andere belangengroepen in de onderneming, de reden waarom de kredietbeslissingen en de kredietcontracten van een bank verschillen van de ene onderneming ten opzichte van de andere, de wijze waarop een ondernemer *venture capital* of investeringsmaatschappijen kan interesseren voor zijn projecten.

Supra werd geargumenteed dat de verzwakte kapitaalstructuur van Belgische ondernemingen uiteindelijk resulteert in een vernauwde bewegingsruimte voor de financiële directie. De nauwkeurige planning, controle en opvolging van de bedrijfskapitaalcyclus wint daardoor aanmerkelijk aan belang. Hier kan de financiële directie opnieuw een beroep doen op door de financieringsleer ontwikkelde kas-, debiteuren- en voorraadmodellen (b.v. Scherr, 1989) meer en meer aangevuld met bruikbare softwareprogramma's.

Het zal ons allenminst verwonderen dat een aantal vraagstukken van financieel beheer slechts aan het begin van een oplossing staan. De meeste auteurs zijn het erover eens dat we nog onvoldoende inzicht hebben in de wijze waarop belangrijke financiële beslissingen worden genomen. De weg die op dit gebied door Donaldson (1961, 1969, 1984), Willems (1965) en Durinck (1974, 1980) is bewandeld, verdient waarschijnlijk verdere verkenning. Meer specifiek inzake de beleidsredenen die aan de basis liggen van de aantrekking van diverse financieringsvormen in de tijd (resultierend in een bepaalde kapitaalstructuur), is verder onderzoek noodzakelijk.

De aantrekkelijkheid en relatieve eenvoud van het CAPM heeft schaduwwijden. Onderzoek is aan de gang met betrekking tot de invloed op de risico-rendementsrelatie bij het weglaten van bepaalde assumpties. Er zijn redenen om aan te nemen dat de risico-rendementsrelatie een

meer complexe vorm aanneemt dan deze voorgesteld door het CAPM, denken we maar aan de richting die door de "arbitrage pricing" theorie is ingeslagen.

Ondanks het feit dat heel wat empirisch onderzoek de efficiënte-markt-hypothese bevestigt, blijft er rond dit gebied een hevige controverse bestaan, zowel bij theoretici (Meeusen, 1988; De Bondt, 1987) als bij practici. Zo is er b.v. het fenomeen van de kleinere ondernemingen die een hogere return blijken te halen dan grotere ondernemingen met gelijksoortige beta's. Een ander voorbeeld is het januari-verschijnsel. Brealey en Myers (1991, p. 921) stellen ter zake:

"If stocks were fairly priced, there would be no easy ways to make superior profits. That is why most tests of market efficiency have analysed whether there are simple rules that produce superior investment performance. Unfortunately, the converse does not hold: stock prices could deviate substantially from fair value, and yet it could be difficult to make superior profits".

Het zal duidelijk zijn dat er naast de zopas besproken domeinen nog andere gebieden in de financieringstheorie aanwezig zijn waarrond nog vele open vragen blijven bestaan. Denken we maar aan de dividend-controverse, het al of niet succesvol zijn van een nieuwe emissie, de bepaling van kasstromen bij de waardering van projecten en ondernemingen, het liquiditeitsbeheer en, meer algemeen gesteld, het bedrijfskapitaalbeheer in ondernemingen.

De weg die door de talrijke pioniers van de financieel-economische wetenschap is afgelegd en de wisselwerking met de financiële markten en het financieel ondernemingsbeheer die erdoor op gang is gekomen, is gewoon indrukwekkend. De resultaten ervan eveneens. Uiteraard dient op een aantal terreinen nog aanmerkelijke vooruitgang te worden geboekt wil men vanuit de theorie tot de implementatie in de praktijk overgaan.

Bibliografie

- BLACK F. en M. SCHOLES (1973), "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, mei-juni, p. 637-659.
- BREALEY R. en S. MYERS (1991), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
- COPELAND T.E. en J.F. WESTON (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley, Reading, Massachusetts.

- CORNELL B. en A. SHAPIRO (1987), "Corporate Stakeholders and Corporate Finance", *Financial Management*, Spring, p. 5-14.
- DE BONDT W.M.F. (1990), *Psychologie en efficiënte prijsvorming op de beurs: financiering en belegging*, Erasmus Universiteit, Rotterdam.
- DE GROOF C. (1981), *Efficiency of the capital market with respect to historical and macro-economic information: a spectral analytical approach*, doctoraal proefschrift, UFSIA, Antwerpen.
- DONALDSON G. (1961), *Corporate Debt Capacity*, Harvard Business School, Boston.
- DONALDSON G. (1969), *Strategy for financial mobility*, Harvard Business School, Boston.
- DONALDSON G. (1984), *Managing Corporate Wealth*, Praeger, New York.
- DURINCK E. (1974), *De bepaling van de schuldcapaciteit van de onderneming*, UFSIA, Antwerpen.
- DURINCK E. (1980), "Planmatig financieel beleid", *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, UFSIA, Antwerpen, p. 135-153.
- FABRY J. (1979), *Efficiency of the Brussels Stock Exchange with respect to Accounting Information*, doctoraal proefschrift, UFSIA, Antwerpen.
- FAMA E. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, mei, p. 383-417.
- FAMA E. en M. MILLER (1972), *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, New York.
- FAMA E., L. FISHER, M. JENSEN en R. ROLL (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, februari, p. 1-21.
- GILLET R. (1991), *L'efficience informationnelle du marché boursier: aspects théoriques et empiriques*, UCL, Louvain-la-Neuve.
- HIRSHLEIFER J. (1970), *Investment, Interest, and Capital*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- HULL J. (1989), *Options, Futures and other Derivative Securities*, Prentice Hall Int., Londen.
- JENSEN M.C. (1984), "Takeovers: Folklore and Science", *Harvard Business Review*, november-december.
- JENSEN M. en W. MECKLING (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, oktober, p. 305-360.
- LAVEREN E. (1991), *Interacties tussen investerings- en financieringsbeslissingen*, doctoraal proefschrift, UFSIA, Antwerpen.
- MANDELBROT M. (1966), "Forecasts of future prices, unbiased markets and martingale models", *Journal of Business*, p. 242-255.
- MARKOWITZ H. (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, maart, p. 77-91.
- MARTIN J.D., S.H. COX en R.D. MacMINN (1988), *The theory of finance: evidence and applications*, The Dryden Press, New York.
- MEEUSEN W. (1988), *Bloei en neergang van de efficiënte markthypothese*, Economie en Ontwikkeling, Kluyer, Antwerpen.
- MILLER M. (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, mei, p. 261-275.
- MILLER M. en F. MODIGLIANI (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34, oktober, p. 411-433.

- MODIGLIANI F. en M. MILLER (1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, juni, p. 261-297.
- MYERS S. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, juli, p. 575-592.
- RAPPAPORT A. (1986), *Creating Shareholder Value*, The Free Press, Londen.
- ROSS S. (1976), "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory*, december, p. 343-362.
- SCHERR F.C. (1989), *Modern Working Capital Management: Text and Cases*, Prentice-Hall International.
- SHARPE W. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, september, p. 425-442.
- SOLOMON E. (1963), *The Theory of Financial Management*, Columbia University Press, New York.
- TEMPELAAR F.M. (1991), "Theorie van de ondernemingsfinanciering", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, juni, p. 284-298.
- VAN HORNE J.C. (1988), *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall Int., Londen.
- WILLEMS H. (1965), *De financiële structuur en de vermogenskosten in de investeringsplanning en de kostprijsberekening*, Stenfert Kroese, Leiden.
- WILLIAMS J.B. (1938), *Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Abstract

Important Developments in Financial Management and Investment Policies

This article gives an overview of those moments in the financial economic literature that were of the utmost importance to financial management and investment policies. In the second part, some major developments in the practice of financial management are outlined. These developments are scrutinized and compared to each other. In more than one case theory meets and adjusts practice and vice versa. However, there still remains a long and important way to go in order to fully implement theory in practice.

U DOET MEER MET HET GEAVANCEERDE NETWERK VAN PARIBAS

Als u spreekt over een geavanceerd internationaal bank-netwerk, dat uw geld doet werken, dan denkt u ongetwijfeld aan Paribas. Een sterke basis voor know-how en snelle beslissingen op het internationale financiële vlak.

De Paribas Bank België-NV maakt immers deel uit van een internationale groep, die kan bogen op meer dan 100 jaar ervaring. De groep Paribas, waarvan de "Compagnie Financière de Paribas" de moedermaatschappij is, heeft filialen, succursalen, vertegenwoordigingen of samenwerkingsakkoorden in meer dan 60 landen in alle continenten.

In België vormen de holding Paribas Bank België en Cobepa de twee pijlers

van de Paribas-groep met filialen, kantoren en participaties in heel het land.

De Paribas Bank België heeft zich ontplooid tot een bank met meervoudige roeping:

- een sterk ontwikkelde en groeiende bedrijvigheid op de internationale monetaire en financiële markten wordt gekoppeld aan de gediversifieerde activiteit van een depositobank met 9 commerciële zetels, die de meest moderne bankdiensten verlenen aan handels- en industriële ondernemingen.
- op de financiële markt komt Paribas Bank België naar voren met gesofisticeerde beleggingsproducten en toont ze zich actief inzake financiële innovatie.



PARIBAS

WAAR BANKIEREN EEN KUNST IS

PARIBAS BANK BELGIE NV

E. Jacquainlaan 162 - bus 2 - 1210 Brussel - Tel 02/220 41 11 - Fax 02/218 51 42