

Het stimuleren van het particuliere aandelenbezit in Frankrijk

Een evaluatie van de Wet-Monory

DRS. H. C. VAN 'T HOFF*

Net als in Nederland, is de vermogensstructuur van vele Franse ondernemingen in de loop der jaren zeventig drastisch verslechterd. De regering-Barre heeft geprobeerd daarin verbetering te brengen door particuliere spaarders met een aantal fiscale maatregelen te verleiden tot het beleggen in aandelen. Deze maatregelen zijn neergelegd in de Wet-Monory, die in werking trad in 1978. In dit artikel wordt onderzocht welke betekenis de wet heeft gehad voor de Parijse beurs en voor de vermogensstructuur van het Franse bedrijfsleven. Hoewel geconstateerd wordt dat een aantal gunstige ontwikkelingen heeft plaatsgevonden, kan niet worden geconcludeerd dat de Wet-Monory een structurele verandering in het spaargedrag van de Franse bevolking heeft bewerkstelligd. Evenmin heeft de verhoopde toeloop van kleine en middelgrote ondernemingen naar de effectenbeurs plaatsgevonden.

Inleiding

De economische ontwikkelingen in het begin van de jaren zeventig, het gebruiken van het hefboomeffect door de ondernemers en de passieve houding van de Franse gezinshuishouding op de kapitaalmarkt hebben geleid tot een ernstige aantasting van de financiële structuur, en in het bijzonder van de eigen-vermogenspositie, van de Franse industriële en commerciële ondernemingen. De negatieve ontwikkeling heeft de regering-Barre (1978-1981) aangespoord na te gaan op welke wijze via de kapitaalmarkt kan worden gewerkt aan het tot stand brengen van meer evenwichtige vermogensverhoudingen. Daarbij ging de regering er van uit dat zonder een herstel van de rentabiliteit van ondernemingen de aantrekkingskracht van de effectenbeurs nihil zal zijn.

Met een aantal algemeen-economische maatregelen gericht op de duurzame verbetering van het ondernemingsklimaat en een aantal specifieke maatregelen ter versterking van de vermogenspositie wilde de regering bereiken dat het beursmechanisme zou gaan zorgen voor een verdeling van het kapitaal der genoteerde ondernemingen onder zoveel mogelijk personen (de democratiseringsfunctie), en ten tweede bijdragen aan de financiering van ondernemingen (de financieringsfunctie). Een aantal fiscale maatregelen, uitgewerkt in de Wet-Monory, diende de gezinsbesparingen in de richting van risicodragend vermogen te sturen. De toestroom van nieuwe spaarmiddelen zou dan tot een koersstijging moeten leiden en het bedrijfsleven aanmoedigen aandelen te emitteren ten einde de eigen-vermogenspositie van de ondernemingen te versterken. De belangrijkste maatregel van de Wet is het aftrekbaar stellen voor de inkomstenbelasting van een zeker bedrag (maximaal FF 5.000) besteed aan de aankoop van aandelen.

In dit artikel wordt de vraag aan de orde gesteld of de Wet-Monory haar doel heeft bereikt. M.a.w. heeft de Wet enig effect gehad op de kapitaalmarkt en op de vermogenssamenstelling van ondernemingen? Een antwoord op deze vraag kan worden gevonden door de ontwikkeling van een aantal markttechnische en financiële variabelen in de tijd te onderzoeken. Hier zullen achtereenvolgens de ontwikkelingen op de beurs van Parijs, van het particuliere aandelenbezit en van de financiële positie van ondernemingen worden besproken.

De beurs van Parijs

Verloop van de aandelenkoersen

De ontwikkeling van de algemene aandelenkoersindex van de

Compagnie des Agents de Change (CAC) is weergegeven in tabel 1 (jaarultimo) en figuur 1 (maandultimo).

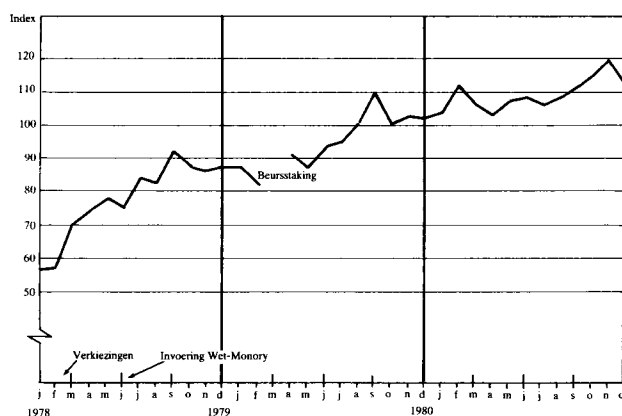
Tabel 1. Ontwikkeling van de CAC-aandelenkoersindex per jaarultimo; stand per 29-12-1961 = 100

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
CAC-index . . .	81,2	74,9	87,7	85,2	59,0	77,1	64,0	59,9	87,8	102,7	112,0	92,3
Procentuele verandering . .	- 7,1	- 7,8	+ 17,1	- 2,9	- 30,8	+ 30,7	- 17,0	- 6,4	+ 46,6	+ 17,0	+ 9,0	- 17,6

Bron: *Année Boursière*, 1978 t/m 1981.

Uit de ontwikkeling van de koersindex blijkt dat de koersstijging in 1978 en in mindere mate in 1979 opzienbarend was vergeleken met de direct daaraan voorafgaande jaren. Bovendien blijkt dat de sterkste koersstijging zich heeft voorgedaan in de periode maart-

Figuur 1. CAC-aandelenkoersindex per maandultimo over de periode 1978-1980; stand per 29-12-1961 = 100

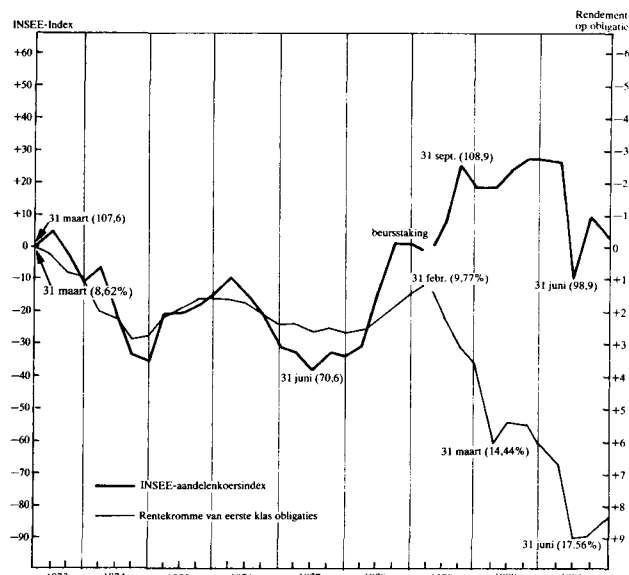


Bron: *Année Boursière*, 1978 t/m 1981.

* Werkzaam bij de Bank Pierson, Heldring en Pierson N.V. te Amsterdam. Het artikel is gebaseerd op de doctoraalscriptie van de auteur.

april 1978. Volgens het jaarverslag van de beurs 1) was die stijging het gevolg van de door de beleggers gunstig beoordeelde verkiezingsuitslagen van 13 en 20 maart 1978. Aankopen in het kader van de Wet-Monory werden pas voor het eerst in het laatste kwartaal van 1978 gedaan. De scherpe terugval van de beursindex in het eerste halfjaar van 1981 was het gevolg van een toenemende angst bij de beleggers voor een linkse verkiezingsoverwinning, die inderdaad heeft plaatsgevonden. Een geleidelijk koersherstel in de tweede helft van 1981 werd vooral ingegeven door de beter dan verwachte compensatieregeling voor de te nationaliseren ondernemingen. De aandelenkoersindex geeft op het eerste gezicht derhalve geen aanleiding te veronderstellen dat enkel ten gevolge van de Wet-Monory een koersstijging heeft plaatsgevonden. Of deze veronderstelling juist is, kan worden geanalyseerd met behulp van onderstaande grafiek welke de relatie weergeeft tussen de aandelenkoersindex (i.c. de INSEE-aandelenkoersindex) en het gemiddelde rendement van eerste klas obligaties per kwartaalultimo (zie figuur 2).

Figuur 2. Relatie tussen INSEE-aandelenkoersindex en gemiddeld rendement op eerste klas obligaties per kwartaalultimo; stand per 31-3-1973 = 100



Bron: Bulletin mensuel de statistiques de l'INSEE, januari 1974 t/m 1982.

Wanneer wordt verondersteld dat de rente één van de weinige indicatoren is die de totale ontwikkeling van de aandelenmarkt kunnen voorspellen, dan kunnen uit het verloop van de rentekromme (relatie tussen marktrente en looptijd) conclusies over de aandelenmarkt worden getrokken. Overeenkomstig de algemene beleggingstheorie volgens welke een belegger zijn portefeuille op grond van zijn opbrengst/risicoverhouding samenstelt, is de juiste strategie aandelen verkopen en kortlopende geldmarktinstrumenten kopen als de rente omhoog gaat. Op de geldmarkt kan namelijk het gewenste rendement worden bereikt met een minimum aan risico. Het geld stroomt dan uit de aandelenmarkt en uit langlopende obligaties naar de banken en naar schatkistpapier. De stijgende rente zal de beurskoersen naar beneden drijven. Wanneer de rente weer begint te dalen, stroomt het geld de aandelenmarkt weer in, en begint de hausse-markt.

Figuur 2 laat zien dat in de periode 1973-1978 de koerskromme parallel verloopt met de rentekromme (om dit aanschouwelijk te maken is de rentekromme hier omgekeerd getekend), hetgeen in overeenstemming is met de theorie. Uit een regressie-analyse blijkt ook dat de enkelvoudige regressiecoëfficiënt tussen de INSEE-aandelenkoersindex (k) en de rente (r) sterk negatief is (over de periode juni 1974 - maart 1977 is $R(kr) = -0,92$ en over 1978 is $R(kr) = -0,89$. Vanaf de eerste maanden van 1979 tot eind 1980 verlopen beide krommen echter niet meer parallel en wordt derhalve de relatie positief (over maart 1978 t/m december 1980 is $R(kr) = +0,99$! en over 1980 is $R(kr) = +0,23$), hetgeen volledig in strijd is met de algemene beleggingstheorie. Met andere woorden vanaf 1979 bestaat er geen correlatie meer tussen de koersindex en de rentevoet.

Dit verschijnsel is moeilijk te verklaren. Wel kunnen in dit verband enkele opmerkingen worden gemaakt die enig licht op de zaak werpen.

- door de dreiging van een beursstaking is de rente begin 1979 kunstmatig onder druk komen te staan, terwijl zij volgens beursdeskundigen eerder had moeten stijgen 2);
- de koersstijging in 1979 is vooral veroorzaakt door een sterke stijging van de „olie- en defensiefondsen” t.g.v. de Iran-crisis. Het aandeel van deze fondsen in de totale kapitalisatiewaarde is aanzienlijk 3);
- de vruchten van de economische politiek van de regering-Barre werden pas in het voorjaar van 1979 zichtbaar toen ondernemingen meer dividend gingen uitkeren (zie tabel 2).

Tabel 2. Jaarlijkse toename van dividendbetalingen, in procenten

1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
+ 10,8	+ 3,8	+ 16,8	- 1,1	+ 6,6	+ 13,6	+ 14,1	+ 22,8	+ 17,8

Bron: COB.

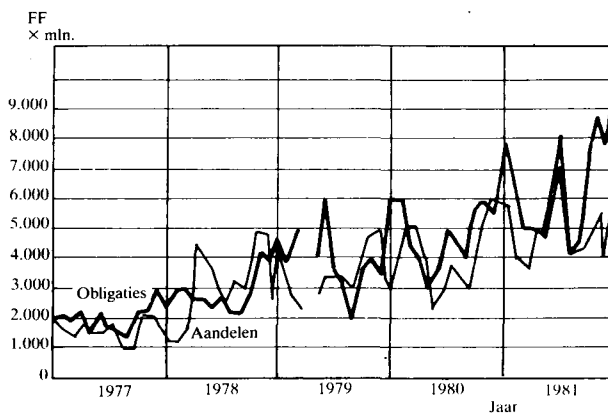
Uit de regressieanalyse blijkt ook dat de correlatiecoëfficiënt tussen dividendrendement (d), de verhouding dividendbetalingen/koerswaarde, en aandelenkoers (k) over de periode maart 1979 en december 1980 gelijk is aan $+0,80$. (Over juni 1974 - maart 1977 is $R(kd) = -0,19$, over 1978 is $R(kd) = -0,90$, over 1979 is $R(kd) = +0,93$ en over 1980 is $R(kd) = +0,43$.)

De koersstijging in 1979 en 1980 is dus voornamelijk het gevolg geweest van een sterke toename van de dividendbetalingen, ondanks stijgende rente. Dit komt overeen met de Gordons theoretische benadering van het door aandeelhouders gewenste rendement. Gordon gaat er van uit dat het rendement op het eigen vermogen een functie is van het dividendrendement en de verwachte groei van de dividendstroom. Positieve groeiverwachtingen hebben dus vanaf begin 1979 een belangrijke rol gespeeld bij de portefeuillevorming. Geconcludeerd kan worden dat de aandelenkoersen de rente- of de dividendontwikkelingen hebben gevolgd, en dat er dus weinig aanleiding is om te veronderstellen dat enkel ten gevolge van de Wet-Monory er een koersstijging heeft plaatsgevonden.

De beursomzet

De ontwikkeling van de omzetten 4) op de beurs van Parijs in de periode 1977-1981 is weergegeven in figuur 3.

Figuur 3. Ontwikkeling van de maandomzetten in aandelen en obligaties op de beurs van Parijs



Bron: Année Boursière, 1977 t/m 1981.

Naar aanleiding van figuur 3 kunnen de volgende opmerkingen worden gemaakt.

De maandelijke aandelenomzet ligt vanaf 1978 op een aanzienlijk hoger niveau dan in 1977, en in 1978 is de totale aandelenomzet

1) *Année Boursière* 1978, blz. 7.

2) *Analyse Financière*, 4e trimestre 1979.

3) Idem.

4) Het gaat hier slechts om de omzetten van officieel genoteerde Franse fondsen.

zelfs hoger dan de totale obligatie-omzet. Deze verschijnselen zijn vooral het gevolg van de door de beleggers gunstig beoordeelde verkiezingsuitslag in maart 1978 (in maart 1978 stijgt de omzet met 160%) en de daaropvolgende koersstijging.

In juli 1978 werd de Wet-Monory van kracht. Wellicht is er tussen dit feit en de omzetstijging een zeker verband. Uit de tabellen 3 en 4 blijkt dat gemiddeld 15,5% van de totale aandelenomzet op rekening komt van de netto aankopen in het kader van de Wet-Monory. Bovendien blijkt dit percentage steeds het hoogst te zijn in het vierde kwartaal van de desbetreffende jaren. Dat wijst erop dat de z.g. Monory-beleggers niet door de gang van zaken op de beurs worden aangetrokken, maar door het fiscale voordeel.

Tabel 3. Verhouding tussen netto aankopen van aandelen SICAV-Monory a) en de totale aandelenomzet per kwartaalultimo, in mrd. FF

	1978				1979			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Netto aankopen (1)	—	—	—	3,4	0,2	0,2	0,8	3,1
Aandelenomzet (2)	7,5	9,4	11,0	11,8	5,2	9,5	11,2	11,1
(1) in procenten van (2)	0	0	0	28,8	3,8	2,2	7,1	27,9

Bron: COB; *Année Boursière*, 1978 en 1979.

a) „Open-end“-beleggingsfondsen (SICAV's) die ten minste 30% en ten hoogste 60% van hun activa hebben belegd in Franse effecten.

Tabel 4. Verhouding tussen totale netto aankopen in het kader van de Wet-Monory en totale aandelenomzet, in mrd. FF

	1978	1979	1980	1981
Totale netto aankopen (1)	4,1	5,4	6,5	7,0
Totale omzet (2)	22,8 a)	37,9	42,9	45,7
(1) in procenten van (2)	18,0	14,2	15,2	15,3

Bron: COB, actionnaires, *Année Boursière*, 1978 en 1979.

a) Omzet per 1 juli 1978.

De FF 5.000-regeling heeft de beleggers echter niet weerhouden obligaties te kopen. Vanaf september 1978 is de obligatiemarkt sterk gestegen, terwijl de totale omzet op de aandelenmarkt in de periode 1979-1980 op het relatief hoge niveau van 1978 is gebleven. Sterke schommelingen in de marktrente en een toename van obligatie-emissies (zie hierna) zijn de oorzaak geweest van een sterke opleving van de obligatiemarkt vanaf september 1978. De aandelenomzet heeft zich op het niveau van 1978 kunnen handhaven dank zij de koersstijgingen en de toegenomen dividendbetalingen.

De omzettoename en de sterke omzetschommelingen op de kapitaalmarkt in 1981 moeten in verband worden gebracht met de verkiezingen van mei en juni 1981 en de daarna aangekondigde nationalisaties 5).

Uit het voorgaande zou kunnen worden geconcludeerd dat de omzettoename op de kapitaalmarkt sedert maart 1978 niet het gevolg is van de Wet-Monory alleen, maar eerder van een uitzonderlijke ontwikkeling van de klassieke marktindicatoren (rente en dividend) al dan niet ingeleid door verkiezingsuitkomsten.

Emissie-omvang

De structuur en de omvang van de jaarlijkse netto emissies op de beurs wordt beschreven in tabel 5. Deze tabel geeft aanleiding tot de volgende opmerkingen.

Vanaf 1978 is er zowel op de aandelen- als op de obligatiemarkt een sterke opleving van de emissieactiviteiten geweest (+17,7% in 1978, +11,2% in 1979 en +65,3% in 1980), maar het aandeel van de aandelenplaatsing in het totale emissievolume is gedaald van 21,5% in 1977 naar 17,8% in 1980. Deze daling was vooral een gevolg van een sterke toename van de emissieactiviteiten van de overheid (van FF 20,6 mrd. in 1977 tot FF 59,8 mrd. in 1980) ter financiering van haar tekorten. De totale groei is vooral op naam van de overheidssector gekomen.

Van het totale bedrag dat jaarlijks aan aandelen wordt geëmitteerd, werd in de periode 1978-1981 gemiddeld 24,5% op de openbare markt geplaatst (in de periode 1976-1977 was dat gemid-

Tabel 5. Structuur en omvang van de jaarlijkse netto emissies, in procenten

	1977	1978	1979	1980	1981
Aandelen					
— openbare emissies	4,3	7,2	5,6	4,3	3,1
waarvan ter beurze genoteerd	(1,7)	(6,0)	(3,6)	(2,3)	(2,0)
— onderhandse plaatsing	17,2	14,2	14,6	13,5	16,0
Totaal geplaatste aandelen (1)	21,5	21,4	20,2	17,8	19,1
waarvan geplaatst door:					
— financiële sector	(4,4)	(3,3)	(2,8)	(4,8)	(2,8)
— industr. en comm. sector	(17,1)	(18,1)	(17,4)	(13,0)	(16,3)
Obligaties					
— overheid en semi-overheid	32,8	46,3	45,8	44,1	40,1
— industr. en comm. sector	24,2	12,9	14,5	11,1	10,8
— financiële sector	18,5	17,2	17,7	25,3	29,6
— overige	3,0	2,2	1,8	1,7	0,4
Totaal geplaatste obligaties (2)	78,5	78,6	79,8	82,2	80,9
(1) + (2)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Totaal geplaatste aandelen in mrd. FF	13,5	15,8	16,6	24,2	24,8
Totaal geplaatste obligaties in mrd. FF	49,2	58,0	65,5	111,5	106,8

Bron: 14^e Rapport de la C.O.B., 1981.

deld 15,2%). Van het totale bedrag dat jaarlijks aan aandelen wordt geplaatst heeft slechts een beperkt gedeelte betrekking op openbare emissies van ter beurze genoteerde ondernemingen (over de periode 1978-1981 en 1976-1977 gemiddeld 16,3% resp. 10,2%). De openbare markt speelt dus een bescheiden rol bij de aandelenemissie in hun geheel.

Vanaf 1980 is een sterke toename waar te nemen van de onderhandse aandelenemissies (van FF 12,0 mrd. in 1979 naar FF 18,3 mrd. in 1980). Dit is een gevolg van de mogelijkheid voor ondernemingen sedert 1 januari 1980 om 3% van het aandelenkapitaal te plaatsen bij het personeel 6).

De aandelenemissies van ter beurze genoteerde ondernemingen zijn vanaf 1978 sterk gestegen in vergelijking met voorgaande jaren, doch de omvang ervan is vanaf 1979 weer teruggelopen. Cijfers uit het 14^e Rapport de la COB van het jaartotaal der aandelenemissies in mrd. FF tonen dit aan:

1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
1,9	1,4	1,1	0,9	0,9	1,1	4,4	3,0	3,2	2,7

De industriële en commerciële sector heeft vanaf 1978 meer aandelen dan obligaties geëmitteerd (van 17,1% resp. 24,2% in 1978 naar 16,3% resp. 10,8% in 1981). De toename van de totale aandelenemissies in de periode 1978-1981 ligt vooral bij de industriële en commerciële sector.

Vastgesteld kan worden dat er voor een aantal ondernemingen thans, in tegenstelling tot voorheen, aanleiding is om aandelen te emitteren. Vooral de grote ter beurze genoteerde ondernemingen hebben emissies gepleegd (o.a. la Compagnie Générale d'Electricité, Pont-à-Mousson, Thomson-CSF) en voor velen was het de eerste keer (l'Oréal) of sinds lange tijd (Thomson-CSF: 1965; Pont-à-Mousson: 1970) dat de sprong naar de aandelenmarkt werd gewaagd. Als drijfveer om aandelen te plaatsen werd door de gezamenlijke emitterende ondernemingen genoemd de algemene verbetering van het beursklimaat 7).

De stijgende rente op de obligatiemarkt vanaf april 1979 heeft de verschuiving teweeggebracht van obligatie-emissies naar aandelenemissies 8). Elke onderneming had echter zijn eigen motieven om in een gunstige markt aandelen te plaatsen 9):

— „Emitteren is niet altijd een zuiver financiële en economische aangelegenheid, men moet ook rekening houden met de algemene politiek van de regering”, aldus Laffarge;

5) 14^e Rapport de la COB, 1981.

6) Idem.

7) *Le Nouvel Economiste*, nr. 169, 5 februari 1979.

8) *Le Monde*, 30 december 1980.

9) *Le Nouvel Economiste*, nr. 169, 5 februari 1979.

- „Wij moeten streven naar een gezonde vermogensverhouding”, volgens Saint-Gobain — Pont-à-Mousson;
- „Investerings met hoge risico's kun je beter met risicodragend vermogen financieren” (Compagnie Française des Pétroles);
- „Een juist financieringsbeleid bestaat uit het benutten van alle financieringsbronnen, afhankelijk van de omstandigheden” (L'Oréal).

Uit dit weliswaar beperkte aantal voorbeelden kan worden afgeleid dat het koste wat kost verbeteren van de vermogenspositie niet altijd voorop staat bij aandelenemissies. Versterking van de vermogenspositie is misschien wel een nobel streven van de regering, doch deze doelstelling vormt niet voor iedere onderneming het hoofdmotief om aandelen uit te geven.

- Voor de terugval van de emissieactiviteit vanaf 1979 worden o.a. de volgende oorzaken genoemd 10):
- in 1979 daalden de koersen van ondernemingen die in 1978 aandelen hadden geplaatst tot onder hun emissiekoersen. Dit heeft zowel ondernemers als inschrijvers afgeschrikt;
 - sommige ondernemers hebben zich begin 1979 afwachtend opgesteld, daar zij meenden dat de koersen weer zouden gaan dalen;
 - de afwachtende investeringshouding i.v.m. de Iran-crisis en de onzekerheid m.b.t. de olieprijs in 1979;
 - het gebrek bij vele ondernemingen van een ontwikkelingsstrategie op lange termijn, waardoor een kapitaalverhoging ondanks een beursopleving op korte termijn niet realiseerbaar is.

Ontwikkelingen van het particuliere aandelenbezit

Een van de doelstellingen van de Wet-Monory was het vergroten van het aantal aandeelhouders door risicodragende beleggingen aantrekkelijker te maken voor spaarders. Onderzocht is hoe het aantal aandeelhouders, de kenmerken van de aandeelhouders en de samenstelling van de particuliere besparingen zich na 1978 hebben ontwikkeld. Ten slotte wordt de betekenis van de SICAV-Monory-aandelen voor de particuliere besparingen en de kapitaalmarkt besproken.

Vergroting van het aantal aandeelhouders

Vóór de invoering van de Wet-Monory waren circa één miljoen belastingplichtigen direct aandeelhouder en circa een half miljoen belastingplichtigen indirect aandeelhouder (de z.g. SICAV-aandeelhouders). Over 1979 waren deze cijfers resp. 1.150.000 en 950.000. Eind 1980 wordt het aantal directe aandeelhouders geschat op 1,3 à 1,5 mln. De verhouding tussen het aantal belastingplichtige aandeelhouders en het totaal aantal belastingplichtigen is daardoor gestegen van 1:31 in 1978 naar 1:23 in 1979. Voor 1980 wordt een verhouding van 1:18 of 1:19 geschat.

Uit een onderzoek gehouden door het Centre de Recherche Economique sur l'Épargne (CREP) blijkt dat in 1978 en 1979 te zamen, ongeveer 550.000 fiscale huishoudingen voor het eerst aandelen hebben gekocht. Daarvan was slechts een kwart direct aandeelhouder.

Het profiel van de nieuwe aandeelhouders

Een vergelijking tussen de kenmerken van de aandeelhouderspopulatie van voor en na de invoering van de Wet brengt een aantal interessante verschillen aan het licht 11).

Voor het eerst sinds vele jaren is er een verjonging van de aandeelhouders opgetreden (in 1979 was 10,7% jonger dan 35 jaar en 43,2% ouder dan 65 jaar tegen 9,8% resp. 49% in 1978). Het aandelenbezit van de categorie jonger dan 35 jaar is gestegen van 3% in 1978 naar 3,3% in 1979, terwijl het aandelenbezit van de aandeelhouders ouder dan 65 jaar gedaald is van 66% naar 64%.

Waren voorheen de meeste aandeelhouders inactief, sedert 1979 heeft 78% van de nieuwe aandeelhouders een werkkring. Bovendien is het aandeel van het middenkader sterk toegenomen.

De concentratie Monory-aandeelhouders (de aandeelhouders die gebruik hebben gemaakt van de FF 5.000-regeling in de hogere inkomensgroepen is veel groter dan de concentratie aandeelhouders in diezelfde inkomensgroepen voor de invoering van de wet.

Oorzaak hiervan is de progressiviteit van het belastingtarief en de hoge spaarquote van deze groep.

Het percentage zuivere aandeelhouders in de totale populatie van aandeelhouders is gestegen van 35% in 1977 naar 46% in 1978.

Samenstelling van de particuliere besparingen

Of de fiscale maatregelen van de Wet-Monory ook het spaargedrag hebben kunnen ombuigen naar de kapitaalmarkt 12) kan worden beoordeeld aan de hand van de tabellen 6 en 7.

Tabel 6. Procentuele samenstelling van de financiële besparingen van de Franse huishoudingen

	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Liquide middelen	21,3	19,2	18,3	23,2	23,3	13,1
Direct opeisbare spaartegoeden	46,0	38,0	34,7	33,8	28,2	27,3
Niet direct opeisbare spaartegoeden	22,5	30,2	33,4	25,2	31,6	26,1
Obligaties	4,3	6,3	6,5	9,5	7,3	19,9
Aandelen	2,2	2,7	2,6	3,9	4,8	6,3
Levensverzekeringen	3,7	3,5	4,5	4,4	4,8	7,3
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Financiële besparingen in mrd FF	150,0	163,2	167,0	205,4	229,7	216,0

Bron: *Rapport sur les Comptes de la Nation*, 1981, nr. 3, blz. 95 (bewerkt).

Tabel 7. Procentuele veranderingen in de spaarquote en niet-financiële spaarquote

	1978/1977	1979/1978	1980/1979	1981/1980
Spaarquote	+ 5,4	- 8,6	- 8,7	+ 1,4
Niet-financiële spaarquote	+ 19,0	- 29,0	- 20,4	+ 23,1
Reële inkomensgroei	+ 5,1	+ 11,4	- 0,4	+ 2,0

Bron: *Rapport sur les Comptes de la Nation*, 1981, nr. 3, blz. 238 (bewerkt).

Opmerkelijk is enerzijds de stijging van de beleggingen in aandelen en obligaties in de periode 1979-1981 ondanks een sterke daling van de financiële spaarquote in 1979 en 1980, en anderzijds de daling van het aandeel van de liquide middelen en spaartegoeden in de totale financiële besparingen. Tevens blijkt dat de verhouding tussen financiële spaarquote en totale spaarquote gedaald is van 39,4% in 1978 naar 32,4% in 1981. Oorzaak voor de waargenomen verschuiving in de samenstelling van de financiële besparingen en van de daling van de desbetreffende verhoudingscijfers was de daling van de reële inkomensgroei (zie tabel 7), die de huishoudingen er toe bracht hun spaartegoeden en kasmiddelen aan te spreken ten einde het groeiniveau van de consumptieve uitgaven te kunnen handhaven.

Vastgesteld kan worden dat het spaargedrag sterk gericht is gebleven op reële goederen en dat de daling van de reële inkomensgroei vooral het financiële gedeelte van de besparingen, en in het bijzonder de posten liquide middelen en spaartegoeden, heeft aangetaast. De beleggingen in effecten daarentegen zijn gestegen. Verondersteld mag worden dat deze opmerkelijke verschuiving in de samenstelling van de financiële besparingen het gevolg is geweest van het fiscale voordeel van de FF 5.000-regeling en de beursopleving. Uitgaande van deze veronderstelling kan de conclusie worden getrokken dat de Wet-Monory niet in staat is geweest de financiële spaarquote te verhogen, omdat de ontwikkeling van de reële inkomensroet in het eten goeide. Toch heeft de wet — mede dank zij de beursopleving — een verschuiving binnens de financiële besparingen tot stand gebracht.

10) Zie o.a. *Le Nouvel Economiste*, nr. 200, 17 september 1979; *La Vie Française*, nr. 1798, 26 november 1979.

11) B. Lettelier, *Les actionnaires*, COB, Parijs, 1980.

12) Het sparen in Frankrijk was sterk gericht op reële goederen, en in het bijzonder op onroerend goed.

Rol van de SICAV-Monory-aandelen

Toen in juli 1978 de Wet-Monory van kracht werd, konden de aandeelhouders van „open-end“-fondsen, de z.g. SICAV's, slechts van de FF 5.000-regeling profiteren indien deze fondsen ten minste 30% en ten hoogste 60% van hun activa belegden in Franse aandelen resp. Franse obligaties (De SICAV's die aan deze eisen voldoen zijn de z.g. SICAV's-Monory).

Op 30 juni 1978 waren 96 SICAV's actief en beheerden gezamenlijk FF 30 mrd. (4,8% van de totale beurswaarde), waarvan 66% belegd was in obligaties en 15% in Franse aandelen. Tussen 30 juni 1978 en 30 juni 1982 zijn er 37 SICAV's bijgekomen (waarvan 22 SICAV's-Monory) en is hun netto actief gestegen tot FF 82 mrd. (7,6% van de totale beurswaarde), waarvan 25% belegd was in Franse aandelen (13). De sterke stijging van het netto actief en de opmerkelijke verschuiving naar aandelenbeleggingen is vooral het gevolg geweest van de opkomst van de SICAV's-Monory, die hun portefeuille hebben zien stijgen van FF 4,2 mrd. eind 1978 tot FF 15,9 mrd. eind 1980. Wat de rol is geweest van de SICAV-Monory bij het beleggende publiek blijkt uit tabel 8.

Tabel 8. Netto aankopen van aandelen SICAV-Monory per kwartaal, in mln. FF

	1978	1979	1980	1981
I	—	229	313	290
II	—	250	551	904
III	—	807	608	724
IV	3.456	3.068	4.076	3.909
waarvan:				
— oktober	942	569	774	519
— november	682	734	946	1.035
— december	1.832	1.767	2.356	2.355
Totaal	3.456	4.354	5.548	5.831
Directe netto aankopen van aandelen-Monory door het publiek a).	630	1.065	1.000 b)	1.200 b)

a) Het betreft hier het bedrag dat particulieren aan de fiscus hebben opgegeven in het kader van de FF 5.000-regeling.

b) Geschat.

Bron: COB, *Les actionnaires*, blz. 22-23.

Reeds eerder werd geconstateerd dat 75% van de nieuwe aandeelhouders SICAV-aandeelhouder was, en dat ongeveer 50% van de totale aandeelhouderspopulatie dat ook was. Uit tabel 8 blijkt dat de groep SICAV-aandeelhouders voor gemiddeld 83% van de totale netto aandelen aankopen verantwoordelijk is. Uit de gegevens kan worden afgeleid dat de hoogte van de aftrekbare som een adequate risicospreiding in de weg staat en dat de administratieve rompslomp zowel bestaande als potentiële aandeelhouders heeft aangespoord indirect op de aandelenmarkt te beleggen.

Het jaarlijks netto aankooppatroon van aandelen-Monory (gemiddeld 70% van de totale netto aankopen zijn in het vierde kwartaal gedaan, waarvan gemiddeld 60% in de maand december), geeft zeker aanleiding te veronderstellen dat niet zozeer rendements- of risico-overwegingen, maar veeleer fiscale overwegingen beleggers hebben aangespoord aandelen te kopen, en dus de oorzaak zijn geweest van de spectaculaire vergroting van het aantal aandeelhouders.

Vermelding verdient nog het feit dat in 1979 800.000 belastingplichtige aandeelhouders reeds in 1978 gebruik hadden gemaakt van de FF 5.000-regeling. Of deze aankopen zich in de daaropvolgende jaren herhaald hebben is niet bekend, en er is derhalve geen reden te veronderstellen dat de beleggers slechts in een bepaald jaar gebruik zullen maken van de FF 5.000-regeling.

Effecten op de financiële positie van ondernemingen

Dank zij de arbeidskostenbeheersing, de verlaging van de rentelasten, de verlaging van belastingen op de winst en de daling van de investeringsvoet is de interne financieringscapaciteit van ondernemingen in de periode 1978-1979 vergroot (in 1977 was 45% van de bestedingen gefinancierd uit eigen middelen, in 1979 52,7%). Tevens is na de invoering van de wet het aandeel van het (externe) eigen vermogen in de financiering van ondernemingen toegenomen

van 7,5% in 1977 tot 12,4% in 1981. Echter is in de periode 1980-1981 de interne financieringscapaciteit sterk afgenomen ten gevolge van een toename van de rente en de schulden ter financiering van de toegenomen investeringen.

De veronderstelling dat in perioden van een relatief hoge interne financieringsvoet het beroep op de aandelenmarkt lager zal zijn dan in perioden van een relatief lage interne financieringsvoet, blijkt uit de cijfers over de emissie-activiteit (zie tabel 5) voor de industriële en commerciële sector inderdaad op te gaan. Hieruit kan geconcludeerd worden dat het beroep op de kapitaalmarkt mede 14) afhankelijk is geweest van de hoogte van de interne financieringsvoet van de ondernemingen en dat dank zij de gunstige ontwikkeling van de factoren die de prijsvorming van het aandeel bepalen, zoals de dividendverwachtingen, het beroep op de kapitaalmarkt is toegenomen.

Aangezien eerder geconcludeerd werd dat er weinig aanleiding was om te veronderstellen dat de waargenomen koersstijging het gevolg was van de Wet-Monory, is de conclusie eenduidig: de vraag naar eigen vermogen is een zaak van de ondernemingsleiding en kan niet bij wet worden geregeld. De eigen-vermogensbehoefte is veranderlijk en moeilijk te voorspellen. De voorziening in eigen vermogen wordt daardoor getekend en zal in sterke mate afhankelijk zijn van de voor de prijsvorming van aandelen bepalende factoren.

Sinds de invoering van de wet heeft slechts een kleine groep reeds ter beurze genoteerde ondernemingen aandelenemissies gedaan (15). Voor zover bekend heeft geen enkele kleine of middelgrote onderneming gebruik gemaakt van de door de wet geboden nieuwe financieringsinstrumenten. Bovendien is de vermogensverhouding in alle sectoren verder verslechterd. Daar komt nog bij dat het aandeel van de kortlopende schulden in de totale schulden in alle sectoren is gestegen. Er is dus geen aanleiding te veronderstellen dat de Wet-Monory heeft geleid tot een verbetering van de vermogensstructuur van ondernemingen en een vermindering van hun afhankelijkheid van financiële instellingen.

Evaluatie van de effecten

Aan de aanbodzijde van de kapitaalmarkt heeft het fiscale voordeel dat de Wet-Monory bood, gezorgd voor een vergroting van het aantal aandeelhouders, voor een verjonging van de aandeelhouderspopulatie en voor een toename van het effectenbezit in de financiële besparingen. Deze ontwikkelingen geven op het eerste gezicht aanleiding om te concluderen dat de Wet-Monory in staat is geweest de gezinsbesparingen naar de beurs te sturen, en dus een mentaliteitsverandering bij het van oorsprong aandelen niet gunstig gezinde spaarderspubliek tot stand te brengen. Bij deze conclusie moeten echter enkele kanttekeningen worden geplaatst, die haar op losse schroeven zetten:

- 75% van de nieuwe aandeelhouders heeft de voorkeur gegeven aan indirecte participatie op de aandelenmarkt via aandelen van SICAV's-Monory. Dit heeft geleid tot een verdergaande institutionalisering in plaats van een democratisering van de beurs, waardoor de macht van de particuliere aandeelhouder nog meer is uitgehuld;
- de aandeelhouders zijn niet door de beurs, maar door het fiscale voordeel aangetrokken, zodat betwijfeld mag worden of het fiscaal aftrekbaar maken van de aankoop van aandelen voor een beperkt aantal jaren de beleggers er toe zal brengen ook in de toekomst in aandelen te beleggen. Verlenging van de looptijd van de wet is ook niet gewenst. Een te grote accumulatie van beleggers die enkel uit zijn op het fiscale voordeel, kan de stabiliteit van de beurshandel verminderen. Een blijvende mentaliteitsverandering van de belegger ten aanzien van de beurs lijkt derhalve op lange termijn niet te realiseren. Het sturen van de gezinsbesparingen naar de kapitaalmarkt en het stimuleren van de spaarfunctie van het aandeel, beide op lange termijn, hebben dus weinig kans van slagen en zijn omgeven met enkele risico's die een overheid beter kan mijden:

13) *Investir*, nr. 461, 20-26 november 1982.

14) Een andere factor is de rentestijging na april 1979.

15) Zie *Le Nouvel Economiste*, nr. 169, 5 februari 1979, *Le Monde* 30 december 1980, en *14e Rapport de la COB*, 1981, blz. 2.

- het spaargedrag is sterk gericht gebleven op goederen en er is geen verschuiving waargenomen van niet-financiële naar financiële besparingen;
- de toestroom van spaarmiddelen naar de aandelenmarkt is zeer bescheiden gebleven in vergelijking met de totale beurswaarde van de genoteerde ondernemingen;
- betwijfeld wordt of zonder aandelen van SICAV's-Monory dezelfde effecten zouden zijn gerealiseerd.

De beurs heeft in de periode 1978–1980 een sterke opleving getoond getuige de ontwikkeling van de aandelenkoersen en de omzetcijfers. De opleving is het gevolg geweest van de door beleggers gunstig beoordeelde verkiezingsuitslagen van maart 1978 en van de vruchten van de economische politiek van de regering-Barre, welke tot een herstel van de rentabiliteit van de ondernemingen heeft geleid. Er is derhalve weinig aanleiding te veronderstellen dat de Wet-Monory een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan de beursopleving.

Het beroep op de aandelenmarkt is vanaf 1978 sterk toegenomen.

Onderzoek naar de oorzaken daarvan wees uit dat de vraag naar kapitaal afhankelijk is geweest van de positieve ontwikkeling van factoren die de prijsvorming van het aandeel bepalen. Daarbij moet worden aangetekend dat de vermogensbehoefte in de tijd veranderlijk is, hetgeen een stempel drukt op de vermogensvoorziening. De onderneming zal haar financieringsbeleid moeten richten op het openhouden van alle mogelijkheden tot opnemings van vermogen op de kapitaalmarkt. Dat kan zij o.a. doen door een stabiele uitkerings- en reserveringspolitiek te voeren. Ten slotte dient te worden opgemerkt dat vooral de grote ter beurze genoteerde ondernemingen emissies hebben gepleegd en dat geen enkel midden- en kleinbedrijf gebruik heeft gemaakt van de nieuwe financieringsinstrumenten van de Wet-Monory.

De slotsom moet derhalve luiden dat een beroep op de kapitaalmarkt zich niet bij wet laat voorschrijven en dat maatregelen zoals de Wet-Monory bevat, niet in staat zijn de vermogenspositie van ondernemingen te versterken.

H. C. van 't Hoff