

Nieuw licht op solvabiliteit

Uit een onderzoek onder ondernemingen en belanghebbenden als banken, institutionele beleggers en commissarissen blijkt dat ondernemers over hun solvabiliteit veel lichter denken dan laatstgenoemden. Ondernemers richten zich meer op korte-termijnfactoren als groei, omvang van de activa en winstschommelingen. Verschaffers van vreemd en eigen vermogen letten bij de beoordeling van de solvabiliteit ook op zaken als de branche, rente en inflatie.

**DRS. A.W.J. VAN WYLUCK – DRS. D.H.M. MUUSERS –
DRS. IR. L.E. DE GRAAFF***

Een van de conclusies uit een eerder door De Nationale Investeringsbank NV (NIB) uitgevoerd onderzoek *Overwinnen bij brancheproblemen*¹ is, dat een voldoende solvabiliteit ondernemers de tijd geeft de bakens te verzetten. Mede naar aanleiding van dit onderzoek en ter gelegenheid van haar 45-jarig bestaan heeft de NIB een onderzoek gedaan naar de solvabiliteit van Nederlandse ondernemingen. Dit artikel presenteert de opzet en de resultaten.

Solvabiliteit geeft aan hoe aan de rente- en aflossingsverplichtingen uit hoofde van vreemd vermogen kan worden voldaan. Of een onderneming solvabel is, wordt bepaald door het cash genererend vermogen van de onderneming en de omvang van de vaste verplichtingen. De mate waarin een onderneming cash kan genereren is onzeker. Een onzekere cashflow impliceert derhalve een terugbetalingsrisico². Dit risico moet door een vermogensbuffer worden opgevangen.

Solvabiliteit wordt door Nederlandse ondernemers gemeten als een ratio met in de teller het risicodragend vermogen en in de noemer het balanstotaal. Het begrip 'risicodragend' leidt nogal eens tot interpretatieproblemen. Is dit alleen het eigen vermogen of behoren hiertoe bij voorbeeld ook het aandeel van derden en de voorzieningen? En moet de noemer worden gecorrigeerd voor bij voorbeeld off-balance verplichtingen? Ook de waarderingsgrondslagen spelen een rol. Een andere waarderingsgrondslag kan bij een zelfde wijze van meting van solvabiliteit tot geheel andere uitkomsten leiden. Uit ons onderzoek is naar voren gekomen dat ondernemers als maatstaf voor de solvabiliteit de ratio eigen vermogen/totaal vermogen hanteren. Over de waarderingsgrondslagen merken ondernemers op, dat zij deze nauwelijks van belang achten voor de solvabiliteit.

Kortom, wie onderzoek doet naar de solvabiliteit van Nederlandse ondernemingen, maakt het zich niet gemakkelijk. De NIB heeft dit toch gedaan om van ondernemers en financiële deskundigen, praktijkmensen, te vernemen hoe zij het begrip solvabiliteit hanteren. Het onderzoek toont aan dat zij er, in weerwil van de theorie en van het definitieprobleem, vrij eenvoudig mee omgaan. Solvabiliteit blijkt een zeer belangrijke indicator te zijn voor financieel beleid. De kracht zit in de eenvoud. Financiering is een praktisch probleem, waarbij praktisch hanteerbare adviezen uiterst welkom blijken te zijn.

Opzet van het onderzoek

- In het onderzoek staan de volgende vragen centraal:
- hoe heeft de solvabiliteit van ondernemingen zich ontwikkeld;
 - is de solvabiliteit hoog genoeg;
 - op welke wijze sturen ondernemers hun solvabiliteit?

Het onderzoek bestaat uit drie deelonderzoeken, te weten een analyse van jaarrekeningen van ondernemingen, een enquête onder ondernemers en een enquête onder 'beoordelaars'. Voor de analyse van de jaarrekeningen is gebruik gemaakt van een bij de NIB aanwezig bestand van 200 ondernemingen. Dit bestand is aangevuld met 208 ondernemingen uit het *Financieel economisch lexicon*³.

In de telefonische enquête onder ondernemers is gevraagd om aan te geven wat zij van hun huidige solvabiliteit vinden en op welke wijze zij deze sturen. De enquête is door 459 ondernemers beantwoord. Bij het samenstellen van de steekproef is rekening gehouden met de verdeling over branches en met het onderscheid tussen middelgrote en grote ondernemingen. De onderscheiden branches zijn industrie, bouw, handel, transport en dienstverlening (excl. financiële dienstverleners). Grote ondernemingen zijn gedefinieerd als ondernemingen die meer dan 500 mensen in dienst hebben. De definitie voor een middelgrote onderneming is afhankelijk van de branche: voor de branches handel, transport en dienstverlening meer dan 50 werknemers; voor de industrie en de bouw meer dan 100.

In een tweede telefonische enquête zijn 45 representatief geachte 'beoordelaars' gevraagd naar hun mening over de solvabiliteit van ondernemingen. De geënquêteerde beoordelaars zijn commissarissen en accountants,

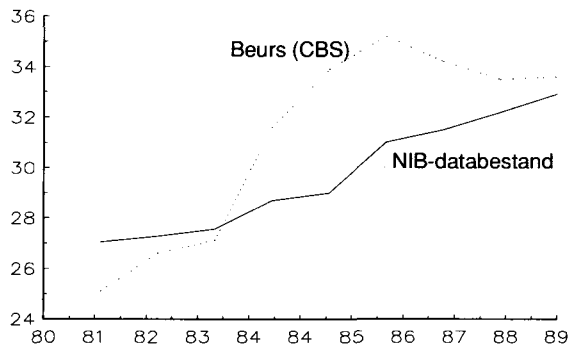
* De auteurs zijn als medewerkers respectievelijk hoofd werkzaam bij de Bedrijfskundige Adviesgroep van De Nationale Investeringsbank NV. Zij danken prof. dr. M.J.L. Jonkhart (pres. dir. NIB), prof. dr. A.C.C. Herst (Open Universiteit) en drs. C. Cools RA (KUB).

1. NIB, *Overwinnen bij brancheproblemen*, Den Haag, 1989.

2. Zie G. Donaldson, New framework for corporate debt policy, *Harvard Business Review*, maart/april 1962, blz. 117-131.

3. *Financieel economisch lexicon*, Band 3: Beursgenoteerde ondernemingen, Band 4: Niet-beursgenoteerde ondernemingen, Vuga, Den Haag.

Figuur 1. Solvabiliteitsontwikkeling van Nederlandse ondernemingen (1981-1989)

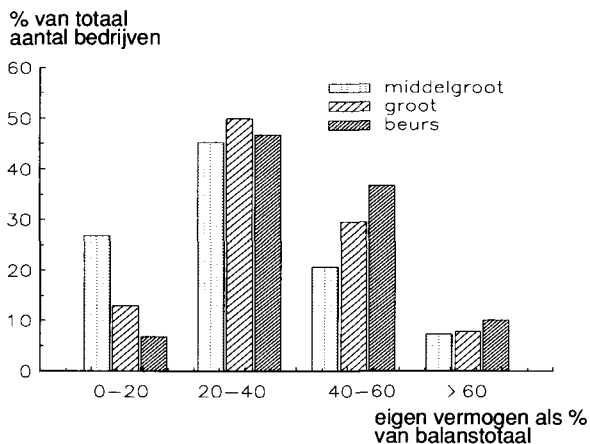


participatiemaatschappijen en verschaffers van eigen vermogen bij banken, verschaffers van vreemd vermogen en institutionele beleggers. De meningen van de institutionele beleggers zijn in de resultaten apart gehouden van die van de participatiemaatschappijen. Enerzijds, omdat geldt dat de beleggingsdoelstelling van institutionele beleggers een geheel ander karakter heeft dan die van participatiemaatschappijen. Anderzijds, omdat institutionele beleggers naast risicodragend vermogen ook risicomijdend vermogen ter beschikking stellen.

Solvabiliteitsontwikkeling

De solvabiliteit van Nederlandse ondernemingen is in de periode 1981-1989 gestegen van 27% tot 33%⁴. Uit figuur 1 blijkt dat de solvabiliteit van beursondernemingen zich in de jaren tachtig anders heeft ontwikkeld dan van alle ondernemingen gezamenlijk⁵. De conclusie dringt zich op, dat beursondernemingen meer dan andere hebben geprofiteerd van het gunstige emissieklimaat in de periode 1983-1986. In deze periode hebben beursondernemingen veel eigen vermogen aangetrokken. Deze grote voorraad eigen vermogen, die zich heeft vertaald in grote kassen bij beursondernemingen, is in de jaren 1987-1989 gebruikt voor investeringen en acquisities. De balansverlenging die dan resulteert, heeft in deze jaren dan ook geleid tot een teruggang in de solvabiliteit van beursondernemingen.

Figuur 2. Solvabiliteit in 1989 naar grootte en beurs (in %)



Bron: Ondernemersenquête.

Over de invloed van ondernemingsgrootte op de solvabiliteit lopen de inzichten uiteen. Volgens sommigen zullen grotere ondernemingen een hogere solvabiliteit hebben doordat zij eenvoudiger toegang hebben tot de kapitaalmarkt en eigen vermogen voor hen daardoor relatief goedkoop te verkrijgen is. Kleinere en snel groeiende ondernemingen kunnen juist het noodzakelijke risicodragende vermogen moeilijk bij elkaar krijgen. Een tegenovergestelde visie stelt dat grotere ondernemingen met een lagere solvabiliteit kunnen volstaan. Grote ondernemingen zijn, als gevolg van diversificatie, beter in staat de winstschommelingen te beheersen. Hierdoor is het ondernemersrisico minder, zodat de solvabiliteit lager kan zijn (het stabiliteitsargument)⁶.

Op grond van ons onderzoek kunnen we concluderen dat vooral voor niet-beursgenoteerde bedrijven de factor 'grootte' van belang is⁷. De grote ondernemingen in deze categorie hebben een hogere solvabiliteit dan de middelgrote ondernemingen, zie figuur 2.

Bij de beursgenoteerde ondernemingen constateren we juist een andere relatie. Naarmate beursgenoteerden groter worden, kunnen zij volstaan met een lagere solvabiliteit. Dit betekent dus dat het stabiliteitsargument overheerst bij beursgenoteerden. Worden beursgenoteerde bedrijven vergeleken met de niet-beursbedrijven, dan blijkt dat een betere toegang tot de kapitaalmarkt een positieve invloed heeft op de solvabiliteit.

Naast grootte of toegang tot de openbare kapitaalmarkt is te verwachten dat de branche waartoe een onderneming behoort, een belangrijke determinant is voor de solvabiliteit⁸. Een aan de hand van de jaarrekeningen uitgevoerde clusteranalyse wijst uit dat een globale branche-indeling een goede verklaring biedt voor de verschillen in solvabiliteit van ondernemingen. De dienstverlening heeft gemiddeld de laagste solvabiliteit (22%). Voor de solvabiliteit van deze sector is tevens sprake van een sterk scheve verdeling naar de laagste waarden (zie figuur 3). Ondernemingen uit de branches bouw, handel en transport hebben gemiddeld een hogere solvabiliteit (35%) dan de dienstverlenende ondernemingen. Bovendien is de spreiding rondom het gemiddelde redelijk. De industrie ten slotte heeft de hoogste solvabiliteit (40%), maar de spreiding rondom dit gemiddelde is relatief groot.

De beoordeling door ondernemers

Hiervoor is al geconstateerd dat de solvabiliteit van ondernemingen in het afgelopen decennium op een hoger niveau is gekomen. Desondanks vindt één derde van de ondernemers dat er voor hen sprake is van een te lage solvabiliteit. Ook zijn er ondernemers, die vinden dat hun solvabiliteit te hoog is: 10% van de geënquêteerden.

4. De door ons gerapporteerde solvabiliteitscijfers wijken af van de CBS-gegevens, omdat het CBS bij de meting van de solvabiliteit een gewogen gemiddelde hanteert, terwijl in ons onderzoek het ongewogen gemiddelde is gebruikt. In de CBS-gegevens weegt de (hogere) solvabiliteit van de grotere ondernemingen zwaarder dan in ons onderzoek.

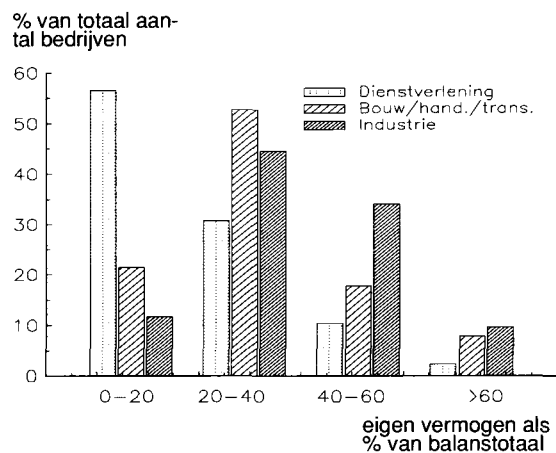
5. Ook wanneer voor de beursondernemingen een ongewogen gemiddelde wordt bepaald, blijkt dit verschil in ontwikkeling.

6. Het argument is in empirisch onderzoek nooit onderbouwd, hoewel verscheidene auteurs het noemen. Zie bij voorbeeld: S. Titman, R.E. Wessels, Determinants of capital structure choice, *Journal of Finance*, vol. 43, nr. 1, maart 1988, blz. 1-19.

7. Vergelijkbare resultaten zijn gevonden door: H. Ooghe, E. Verbaere, M. Couche, Ondernemingsdimensie en financiële structuur, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs huishoudkunde*, jg. 62, nr. 3, maart 1988, blz. 62-78.

8. Zie bij voorbeeld: M.G. Ferri, W.H. Jones, Determinants of financial structure: a new methodological approach, *Journal of Finance*, jg. 34, nr. 3, juni 1979, blz. 631-644.

Figuur 3. Solvabiliteit in 1989, naar branche



Bron: Ondernemersenquête.

Wanneer ondernemingen naar grootte en beursnotering worden onderscheiden, blijkt dat de ontevredenheid over de lage solvabiliteit afneemt naarmate de toegang tot de kapitaalmarkt groter wordt. Middelgrote bedrijven vinden vaker dat zij een te lage solvabiliteit hebben dan grote en beursondernemingen.

Bij beursondernemingen is het meest sprake van een te hoge solvabiliteit. Dit laatste onderbouwt de eerdere conclusie dat beursondernemingen in het midden van de jaren tachtig eigen vermogen hebben aangetrokken zonder dat daarbij sprake was van een onmiddellijke financieringsbehoefte.

Wanneer de tevredenheid over de solvabiliteit wordt bekeken voor de drie branches, blijkt dat ondernemers uit de dienstverlening het meest zeggen dat er sprake is van een te lage solvabiliteit. Deze sector is duidelijk ontevreden over zijn solvabiliteit.

De tevredenheid over de solvabiliteit heeft in het onderzoek extra reliëf gekregen. Ondernemers is gevraagd aan te geven binnen welke grenzen de solvabiliteit zich zou moeten bevinden. Ook is aan ondernemers gevraagd of er binnen deze grenzen sprake is van een optimum (= gewenste solvabiliteit). Het merendeel van de ondernemingen is van mening dat er sprake is van een ondergrens. Gevraagd naar de bovengrens is echter slechts 52% van de ondernemers van mening dat een maximum bestaat. Van het bestaan van een optimum is ruim 90% overtuigd.

Uit tabel 1 blijkt dat middelgrote, grote en beursgenoteerde ondernemingen nagenoeg dezelfde bovengrenzen hanteerden. De ondergrenzen lopen echter op in de volgorde van middelgroot, groot en beursgenoteerd. Dit is opvallend. Te verwachten was dat grote en beursondernemingen een lagere ondergrens zouden noemen. Deze ondernemingen hebben immers minder omvangrijke schommelingen in

Tabel 1. Onder- en bovengrens, feitelijke en gewenste solvabiliteit, 1989, in procenten

	Middel-groot	Groot	Beurs	Diensten	B/H/T ^a	Ind.
Ondergrens	24	28	29	20	24	28
Feitelijk	34	37	43	22	35	40
Gewenst	37	39	41	31	38	41
Bovengrens	49	49	50	40	50	52

a. De sectoren bouw, handel en transport.

Bron: Ondernemersenquête.

hun cashflow dan middelgrote bedrijven. Middelgrote en grote ondernemingen wensen een solvabiliteit die boven het huidige niveau ligt. Beursondernemingen zijn echter van mening dat met een lagere solvabiliteit kan worden volstaan.

Om nu te vergelijken hoe bepaalde branches scoren ten aanzien van deze grenzen, kunnen de feitelijke solvabiliteitscijfers naast de gehanteerde grenzen worden gelegd. Dan blijkt dat de solvabiliteit in de industrie, bouw, handel en transport zich gemiddeld op een veilig niveau bevindt. In de dienstverlenende sector blijkt dat de feitelijke solvabiliteit de minimumgrens nauwelijks overschrijdt.

De ontevredenheid over de solvabiliteit loopt parallel aan de constatering dat de feiten en wensen niet overal op elkaar aansluiten. In de dienstverlenende sector vindt 45% van de ondernemers dat de solvabiliteit te laag is. In de andere sectoren is dit 30-35%. Een andere constatering is dat veel bedrijven in de dienstverlenende sector zich in de laagste solvabiliteitsklasse (0-20%) bevinden. In de andere sectoren is de spreiding ten opzichte van het gemiddelde evenwichtiger. Deze meer evenwichtige spreiding van de solvabiliteit strookt met de verwachting dat ondernemingen voldoen aan de algemene eisen van de branche, maar daarnaast interne unieke redenen hebben om af te wijken van dat branchegemiddelde. We kunnen dan ook constateren dat voor de dienstverlening sprake is van een te lage solvabiliteit.

Ondernemers versus beoordelaars

Een onevenwichtige solvabiliteit is niet vrij van gevaren. De risicoperceptie verschilt duidelijk tussen beoordelaars en ondernemers en tussen de verschillende ondernemers. De door ondernemers en beoordelaars genoemde risico's van een te lage solvabiliteit zijn in drie groepen te verdelen, te weten financieringsgerelateerde risico's, strategiegerelateerde risico's en identiteitsgerelateerde risico's. Tot de financieringsgerelateerde risico's behoren zowel kortetermijnrisico's (bij voorbeeld betalingsproblemen) als lange-termijnrisico's (bij voorbeeld faillissement). Alle geënquêteerden onderkennen het bestaan van de korte-termijnrisico's, maar ondernemers, middelgrote in het bijzonder, noemen de lange-termijnrisico's veel minder. Het zijn vooral de beoordelaars die aandacht besteden aan de lange-termijnrisico's. Opvallend is overigens dat 10% van de ondernemers geen enkel risico ziet bij een te lage solvabiliteit.

Strategiegerelateerde risico's hebben betrekking op de aantasting van groei-, investerings- en acquisitiemogelijkheden als gevolg van een te lage solvabiliteit. Ook deze risico's worden door ondernemers nauwelijks genoemd. Wellicht wordt dit mede beïnvloed door het lange-termijnkarakter van deze risico's. Dit laatste geldt overigens ook voor de identiteitsgerelateerde risico's, zoals het verlies aan standing en grotere afhankelijkheid van derden. Ook deze risico's worden door ondernemers weinig genoemd.

Een te hoge solvabiliteit acht eenderde van de ondernemers zonder risico's. Voor zover er een risico wordt gezien, is dit de uitholling van het rendement op eigen vermogen. Beoordelaars zien de aantasting van dit rendement, maar meer nog verstarring van de onderneming als een risico. Beoordelaars vrezen dat ondernemers in geval van een te hoge solvabiliteit minder kritisch worden ten aanzien van hun investeringen. Ook vrezen zij dat een te hoge solvabiliteit inefficiënties in de hand werkt⁹. De uitholling van het

9. De hier genoemde risico's van te hoge solvabiliteit zijn uitgebreid besproken in: M.C. Jensen, Agency costs of free cash-flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, jg. 76, nr. 2, mei 1988, blz. 323-329.

rendement die door de inefficiënties en door de minder kritische investeringen ontstaat, kan bij de bestaande aandeelhouders tot de wens van verkoop van hun bezit leiden. Hierdoor wordt voor één derde de weg gebaad om de onderneming over te nemen. Financiering van de overname zal in een dergelijke situatie betekenen, dat de overgenomen onderneming zwaar wordt beladen met schulden. Beoordelaars zien als risico van een te hoge solvabiliteit dan ook een overname.

Determinanten van solvabiliteit

Ondernemers zijn ook gevraagd om de determinanten van de solvabiliteit aan te geven. Bepalend voor de solvabiliteit zijn volgens ondernemers vooral factoren binnen de onderneming. Als belangrijkste determinanten noemen zij de groei van de onderneming, de omvang van de vaste activa en fluctuaties in de winsten.

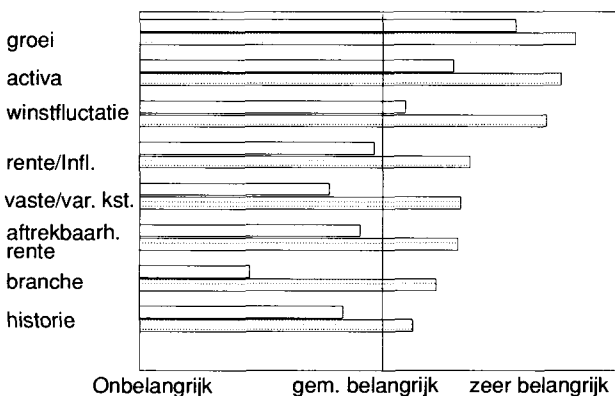
Ook beoordelaars is gevraagd de factoren aan te geven die de solvabiliteit bepalen. Naast de door ondernemers genoemde factoren leggen de beoordelaars veel nadruk op externe omstandigheden, zoals de hoogte van de rente en de inflatie. Ook noemen de beoordelaars de branche als maat voor de solvabiliteit. De resultaten van dit gedeelte van het onderzoek staan vermeld in figuur 4. Opvallend is dat ondernemers en beoordelaars relatief weinig aandacht schenken aan de fiscale aftrekbaarheid van rentekosten als reden voor het aantrekken van vreemd vermogen¹⁰.

We hebben opgemerkt dat ondernemers met name korte-termijnrisico's van een onevenwichtige solvabiliteit zien. Als determinanten voor de solvabiliteit noemen zij voornamelijk aspecten die zij zelf in de hand hebben. Beoordelaars hebben in vergelijking tot ondernemers een bredere blik. Zij zien, naast de door de ondernemers genoemde, andere determinanten en risico's. Het onderkennen van de andere kijk door beoordelaars is voor ondernemers van groot belang, omdat zij op cruciale momenten van deze beoordelaars afhankelijk zijn.

Het beleid

Bijna 45% van de ondernemers is ontevreden met de huidige solvabiliteit. Slechts de helft van deze ondernemingen heeft echter plannen om de vermogensstructuur te veranderen. Wanneer ondernemers hun solvabiliteit willen sturen, maken zij het meest gebruik van het dividendbeleid.

Figuur 4. Mening van ondernemers en beoordelaars over determinanten van solvabiliteit



Bron: Ondernemers- en beoordelaarsenquête.

Dit dividendbeleid wordt zowel gebruikt voor bovenwaartse als benedenwaartse bijstelling van de solvabiliteit. Beursondernemingen kunnen overigens hun dividend minder makkelijk verlagen. Uit ander onderzoek is gebleken dat beursondernemingen streven naar een vaste pay-out aan hun aandeelhouders¹¹.

Opvallend is dat drie van de vijf beoordelaars het acceptabel vinden dat ondernemers voor de solvabiliteit het dividendbeleid als stuurinstrument hanteren. Dat verschaffers van vreemd vermogen hier weinig problemen mee hebben, is begrijpelijk. Zij zijn immers niet aangewezen op dividendinkomsten. Dat ook professionele eigen-vermogensverschaffers zich nauwelijks kanten tegen een dergelijk beleid, kan alleen betekenen dat het hen veelal om de koerswinst is te doen. Een uitzondering zijn de institutionele beleggers, die als pure belegger wél een voorkeur voor dividendstabilisatie hebben. De institutionele beleggers worden in hun voorkeur gesteund door commissarissen en accountants.

Wanneer ondernemers de omvang van het geplaatste aandelenkapitaal willen veranderen, blijkt dit voornamelijk te worden gedaan om de solvabiliteit te verhogen. Het inkopen van aandelen ter verlaging van de solvabiliteit wordt door ondernemers nauwelijks overwogen. Een eventueel teveel aan eigen vermogen wordt door hen liever benut voor het verrichten van investeringen of acquisities.

In de praktijk heeft slechts 10% van de ondernemers problemen ondervonden bij het aantrekken van extra eigen vermogen. Dit lijkt laag, maar het zegt maar ten dele iets over het antwoord op de vraag of de markt voor risicodragend vermogen voldoende functioneert. Er is immers al opgemerkt dat slechts een beperkt deel van diegenen die ontevreden zijn met hun solvabiliteit hier actief iets aan doet.

Als ondernemingen extra eigen vermogen aan willen trekken, doen de niet-beursgenoteerde ondernemingen dat bij voorkeur binnen de bestaande kring van aandeelhouders. Slechts 10 à 15% van de ondernemers gaat voor nieuw eigen vermogen naar alternatieve financieringsbronnen zoals financiële instellingen en participatiemaatschappijen. Wellicht zijn de niet-beursgenoteerde ondernemingen beducht voor nieuwe onbekende aandeelhouders die het besloten familie karakter van de onderneming doorbreken, een andersgerichte visie hebben en lastige vragen stellen. Toch is het gedrag van deze ondernemingen opvallend. Een teveel aan eigen vermogen wordt niet teruggegeven, maar een tekort moet door deze aandeelhouders worden aangezuiverd. Dat ondernemers niet naar andere financieringsbronnen zoeken, kan ook aan de ondoorzichtigheid van de markt liggen. Dit kan betekenen dat professionele verschaffers van risicodragend vermogen zich onvoldoende weten te profileren¹².

10. Voor een overzicht van de factoren die volgens de theorie de vermogensstructuur bepalen, verwijzen wij naar: C. Cools, Determinanten van de vermogensstructuur, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 64, nr. 9, september 1990, blz. 368-377.

11. M.J.L. Jonkhart, *Dividend pay-out behavior at the Amsterdam stock exchange during the period 1972-1979*, Centre for Research in Business Economics, Rotterdam, 1981; C. Cools, Financiële topmanagers over hun vermogensstructuur, te publiceren in *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*.

12. In september 1990 heeft het Ministerie van Financiën twee nota's over dit onderwerp gepubliceerd, namelijk *Evaluatienota garantieregeling PPM 1981* en *Evaluatienota regeling AA-kredieten*. Uit het hierbij tevens gepubliceerde onderzoek van Arthur Andersen & Co, *Advies inzake de garantieregeling PPM*, blijkt dat de markt van risicodragend vermogen verdeeld is in een 'volwassen' bovenkant en een nog slecht ontwikkelde onderkant.

Conclusies

De solvabiliteit van een onderneming wordt mede bepaald door de onzekerheid in de cashflow. Doordat branches worden gekenmerkt door een specifiek bedrijfsrisico, is het te verwachten dat de cashflow van ondernemingen uit een branche op gelijksoortige wijze fluctueert. Tussen branches verschillen de risico's en daarmee ook de fluctuaties in de kasstromen. Te verwachten is dan ook dat de solvabiliteit tussen branches verschilt.

Gevraagd naar de onder- en bovengrenzen geven ondernemers uit de onderscheiden branches andere grenzen. Zo is men van mening dat een dienstverlenende onderneming een solvabiliteit zou moeten hebben, die ligt tussen de 20 en 40%. Bij de bouw, handel en transport behoort de solvabiliteit te liggen tussen 24 en 50%, terwijl voor industriële ondernemingen de onder- en bovengrens respectievelijk 28 en 52% is. Voor de dienstverlenende sector blijkt, dat veel ondernemingen zich beneden de naar eigen inzichten aanvaardbare ondergrens bevinden.

De risicoperceptie van een te lage of een te hoge solvabiliteit verschilt sterk tussen ondernemers en beoordelaars. Zo zien ondernemers nauwelijks of niet het door beoordelaars genoemde risico dat een te lage solvabiliteit op lange termijn oplevert voor de financiering, de groeimogelijkheden en de reputatie. Ook zien beoordelaars veel meer dan ondernemers, dat een te hoge solvabiliteit lui kan maken en tot verstarring kan leiden. Wij hebben de indruk dat ondernemers te gemakkelijk geneigd zijn over de door beoordelaars genoemde lange-termijnrisico's heen te stappen.

Zowel ondernemers als beoordelaars noemen interne factoren als groei van de onderneming, samenstelling van de activa en fluctuatie in de hoogte van de winst als belangrijke determinanten van de solvabiliteit. Beoordelaars kijken

daarnaast naar externe factoren, zoals de hoogte van de rente en de ontwikkeling van de inflatie. In tegenstelling tot ondernemers nemen beoordelaars ook het branchegemiddelde in beschouwing als maatstaf voor de solvabiliteit van een onderneming. Wellicht zien ondernemers zich terecht als uniek in een branche. Maar beoordelaars, en zeker de externe vermogensverschaffers, verkrijgen dan te weinig informatie van ondernemers om dit idee te delen.

Dividendverandering is het belangrijkste stuurmiddel voor ondernemingen bij het richting geven aan de solvabiliteitsontwikkeling. Naar onze mening is dividendbeleid geen structureel middel om de solvabiliteit te sturen. Het kan hoogstens dienen voor kleine bijstellingen. Wil een onderneming structureel haar solvabiliteit sturen, dan zal zij daarvoor een goed contact met de vermogensmarkt moeten onderhouden.

Als sprake is van een te hoge solvabiliteit, willen ondernemers dit te veel zelf gebruiken voor extra investeringen of acquisities. Weliswaar zal in een dergelijke situatie het dividend worden verhoogd, maar de mogelijkheid tot inkopen van aandelen wordt niet in beschouwing genomen. Moet bij een te lage solvabiliteit het eigen vermogen via een aandelenemissie worden uitgebreid, dan doen ondernemers voornamelijk een beroep op de kring van eigen aandeelhouders. Misschien vrezen ondernemers voor aantasting van de bestaande zeggenschapsverhoudingen? Of is het dat professionele aanbieders van risicodragend vermogen zich met hun producten onvoldoende kunnen profileren? In beide gevallen is de vraag of de markt voor risicodragend vermogen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen voldoende functioneert.

A.W.J. van Wylick
D.H.M. Muusers
L.E. de Graaff