



## Paradepaard of zwart schaap?

**Auteur(s):**

Boot, A.W.A.

Cools, K.

Universiteit van Amsterdam, respectievelijk The Boston Consulting Group en Rijksuniversiteit Groningen.

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4251, pagina 309, 14 april 2000

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

financiering

*Door veel economen wordt financiering gezien als het paradepaardje binnen de bedrijfseconomie. Maar is dit beeld wel juist?*

In dit artikel beoordelen wij een aantal recente ontwikkelingen binnen de financieringstheorie<sup>1</sup>. Het vakgebied claimt grote praktische relevantie en plaatst zichzelf op een hoog wetenschappelijk voetstuk<sup>2</sup>. Voor de praktische relevantie wordt vaak verwezen naar optieprijformules (en de mede daardoor tot ontplooiing gekomen optie- en futures markten), moderne, op waarde sturende, managementconcepten zoals 'Economic Value Added' (EVA) maar ook controversiële bijdragen zoals 'junk bonds' (hoog risico, hoog rendement), arbitrage (Long Term Capital Management!) en 'portfolio-insurance' (een beleggingsstrategie die koersdaling afdekt). Het wetenschappelijke voetstuk is tot nog grotere hoogte gestegen na Nobel-prijzen aan financieringstheoretici in 1985 (Modigliani), 1993 (Miller, Sharp en Markovitch) en 1997 (Merton en Scholes). Maar is dit positieve beeld juist?

### Beoordeling

In onze beoordeling staan twee invalshoeken centraal. De eerste betreft de financieringsleer als wetenschapsgebied. Is de ontwikkeling van het vakgebied bevredigend? Is er sprake van enige coherentie in theorievorming? Leidt een cumulatie van kennis tot een steeds beter begrip van financiële fenomenen, of nemen de vragen en onzekerheden alleen maar toe?

Ten tweede stellen we ons de vraag of van de theorie enige sturing uitgaat naar de praktijk.

### Financieringstheorie

De financieringstheorie bestaat uit twee onderdelen: enerzijds uit alles wat met de prijsvorming van vermogenstitels van doen heeft (de beleggingsleer), en anderzijds uit meer ondernemingsspecifieke vraagstukken, in de wetenschappelijke literatuur aangeduid als 'corporate finance'. In het gebied corporate finance staat de financiële aansturing van de onderneming centraal, inclusief haar financierings- en risico-management beslissingen, beloningsvormen en de relatie tussen onderneming en financiële markten (bijvoorbeeld eigendomsverhoudingen en het vraagstuk van corporate governance).

#### Beleggingsleer

Op het gebied van de beleggingsleer is een redelijk bruikbaar instrumentarium ontstaan van prijsvormingsmodellen (bijvoorbeeld het alom bekende CAPM). Grote onderzoeksinspanningen zijn gericht op het verder verfijnen van deze modellen, en in het bijzonder het beter leren begrijpen van de werking van financiële markten.

Een belangrijke uitdaging ligt bij het begrip 'liquiditeit'. De beschikbare prijsvormingsmodellen kennen hieraan geen rol toe. Zowel de crisis bij Long Term Capital Management als het eerdere falen van portfolio-insurance ten tijde van de 1987 crash op de aandelenmarkten, vond zijn oorsprong ten dele in het plotseling 'opdrogen' van de liquiditeit.

Ook is het noodzakelijk dat de beleggingsleer een vertaalslag maakt van vermogenstitel naar onderliggende onderneming. De beleggingsleer kijkt alleen naar het verwachte rendement en risicoprofiel van vermogenstitels en beschouwt de emitterende onderneming als een 'black box'. Dit brengt ons bij corporate finance.

#### Corporate finance

Corporate finance is het echte zorgenkindje. De theorievorming op dit gebied is buitengewoon gefragmenteerd en daarom weinig bruikbaar voor de praktijk. Waar de praktijk behoefte aan heeft lijkt vrij duidelijk. Zij heeft behoefte aan inzichten en instrumenten waarmee de strategiebepaling en (financiële) aansturing kunnen worden verbeterd. Dit betreft vraagstukken zoals optimale financieringsverhoudingen, risicomangement, beloningsstructuren en corporate restructuring. Maar de wetenschap kan (of wil!) niet in deze behoefte voorzien.

## *Dedain en onbegrip*

De oorzaken liggen op verschillende terreinen: de houding van wetenschappers, hun beloningsstructuur en de theorievorming zelf. Om te beginnen de attitude van bedrijfseconomen. Er wordt door wetenschappers soms met misprijzen gesproken over de beslissingen en beslissingsprocessen van ondernemingen en de vele praktische en ogenschijnlijk platvoerse overwegingen die daarbij een rol spelen. Die houding is echter misplaatst omdat zij vaak wordt veroorzaakt door het onvermogen van de wetenschap zelf. Veel economische fenomenen, beslissingen en praktische overwegingen waar de financieringstheorie geen verklaring voor heeft, worden genegeerd of bestempeld als irrationeel of niet-efficiënt. Een dergelijk dedain en onbegrip getuigt niet alleen van arrogantie maar is op de eerste plaats onproductief. Het belemmert het zoeken naar verdere verklaringen van bedrijfseconomische fenomenen en het oplossen van praktische vraagstukken. Een mild en zelf-kritisch voorbeeld daarvan vinden we bij Stewart Myers: "I used to ignore the pecking order story because I could think of no theoretical foundation for it that would fit in with the theory of modern finance"<sup>3</sup>. Een ander mooi voorbeeld is het gebruikelijke geschop tegen het payback criterium (de tijd nodig voor het terugverdienen van een investering) bij investeringsselectie. De financieringstheoretici Ross, Westerfield en Jordan stellen in hun bekende handboek: "Put another way, there is no economic rationale for looking at payback in the first place, so we have no guide as to how to pick the cutoff. As a result, we end up using a number that is arbitrarily chosen"<sup>4</sup>. In meer recente versies van hun handboek zijn de auteurs tot inkeer gekomen: het onbegrip van de wetenschap mag geen reden zijn om de praktijk te veroordelen<sup>5</sup>. Genoemde passage is dan ook verdwenen.

## *Inefficiënte beloningsstructuur*

Alle economen weten dat beloningssystemen sterk bepalend kunnen zijn voor het gedrag van werknemers. Aangezien bonussen en andere variabele beloningsvormen ontbreken, vormen promoties vrijwel de enige beloningsvorm voor wetenschappers. En voor promoties tot universitair hoofddocent en (voltijds) hoogleraar geldt slechts één criterium: publicaties in vooraanstaande internationale tijdschriften. Onderwijsprestaties nog wel maar het anderszins toegankelijk maken van de theorie voor de praktijk speelt bij bevorderingen geen rol van betekenis. Dit is extra problematisch omdat praktische relevantie veelal niet van belang is bij de acceptatie van manuscripten voor internationale toptijdschriften. Dit laatste is zeker niet verwerpelijk; wetenschap vereist abstractie. Maar er zijn excessen. De redactie van het *Journal of Financial Economics* schreef zelfs over de relevantie van financieringstheorie: "... unfortunately, most of these theories are irrelevant to understanding the world, ... while logically correct, they have little or no probability of explaining any real phenomenon". Zolang het publiceren van dergelijke theorieën de enige beloningsprikkel vormt voor wetenschappers zal de afstand tussen theorie en praktijk alleen maar groter worden.

## *De theorievorming zelf*

Van de financieringstheorie kan worden gezegd dat deze

- » abstract is,
- » de onderneming bekijkt vanuit de markt - met een toch wat 'black box'-achtige benadering van de onderneming zelf, en
- » een ad hoc karakter heeft.

## *Abstractieniveau*

De distantie tussen theorie en praktijk is ten dele haar kracht en opdracht. Het is immers juist dankzij afstand en abstractie dat bijvoorbeeld de beleggingsleer, met haar nu alom in de praktijk gebruikte optieprijsformules en het CAPM (met de fameuze beta), zich konden ontwikkelen. Ook geeft abstractie scherpte, en juist deze scherpte kan vervolgens van grote waarde zijn bij het ontleden van problemen in de praktijk. Abstractie an sich mag dus geen kritiek zijn op de wetenschap.

## *De ondoorgrondelijke onderneming*

Het 'black box' argument is wel onbetwistbaar. Gedeeltelijk is er sprake van gemakzucht. Databases met marktgegevens zijn onmiddellijk voorhanden; interne, ondernemings-specifieke informatie moet moeizaam worden verzameld. Dit aspect is door William Carlton, de voormalige President van de Financial Management Association, pregnant verwoord: "Much of what is relevant to financial decision making is not capital market-revealed; it is hidden from external view. It simply is easier to concentrate on the external dimension of finance - stock market prices and interest rates". Een goed begrip van interne bedrijfsprocessen is cruciaal om gedrag van ondernemingen - en hun invloed op aandelenkoersen - te kunnen verklaren en die inzichten terug te koppelen naar de praktijk.

Echter, sinds de jaren tachtig vindt er binnen de hoofdstroom van het vakgebied een ontwikkeling plaats die wel degelijk interne besluitvormingsprocessen centraal stelt. Dit is de door Jensen en Meckling (1976) ontketende 'agency revolutie' waar het mathematisch georiënteerde begrippenapparaat van de principaal-agent theorie, 'information economics' en speltheorie centraal staat. Contracten en belangentegenstellingen op alle niveaus binnen en buiten de onderneming en de bijbehorende informatie-ongelijkheden werden de primaire invalshoek voor de verklaring van economische fenomenen. Belangrijke aspecten van financiële beslissingen die voorheen buiten schot bleven konden nu eindelijk worden bestudeerd en de black box werd open gebroken.

## *Ad hoc karakter*

Haar kracht is echter tevens haar zwakte, de principaal-agent benadering kent een sterk ad hoc karakter. Er wordt permanent geïtereerd met telkens weer andere modellen en andere combinaties van veronderstellingen. Er zijn niet één of meerdere, in brede kring geaccepteerde basismodellen, waarin financiële beslissingsvariabelen enige betekenis hebben. Zo zijn er agency-modellen die de keuze van de vermogensstructuur zien als een signaal waarmee de ondernemingsleiding de markt op een geloofwaardige manier haar intrinsieke kwaliteit kan tonen. Hieruit volgt dan een bepaalde optimale vermogensverhouding. Evenzeer echter zijn er modellen die de hoogte van het dividend verklaren uit precies hetzelfde signaal-motief. Met een beetje inventiviteit valt *elke* financiële beslissing te zien als een

signaal, en zolang telkens bij het verklaren van een verschijnsel slechts naar één beslissingsvariabele wordt gekeken, en de andere worden genegeerd, vallen heel wat verschijnselen te 'verklaren'. Bij vrijwel alle financiële beslissingen spelen belangentegenstellingen en informatieverschillen een rol, en daarmee is de agency-theorie in staat bijkans alles te onderzoeken maar komt zij nergens tot eenduidige of sluitende verklaringen en is zij niet richtinggevend voor de praktijk. **Gebrek aan discussie**

Tenslotte, de financieringsleer kent geen klassieke tegenstellingen, zoals de strijd tussen de Keynesiaanse, neo-klassieke en monetaristische visie binnen de macro-economie. Tegenstellingen en discussies leiden tot nieuwe inzichten en creatieve ideeën. Er is weliswaar één alternatieve benadering, de zogenaamde 'behavioral economics': een benadering waarin het (inter)menselijk gedrag centraal staat. Maar die heeft de positie van - op zijn best - de underdog. In financierings-toptijdschriften komt deze benadering vrijwel niet aan bod. Alleen binnen de vakgebieden organisatie en strategie, en in mindere mate accounting, heeft de benadering ingang gevonden. Van enige discussie of interactie tussen de principaal-agent- en gedragswetenschappelijke benadering, is echter geen sprake. Een reden daarvoor, en tevens voor de lagere status van de laatste benadering, is het volstrekte ad hoc karakter en gebrek aan fundament. Van de agency-benadering kan nog worden gezegd dat deze invalshoek zich centreert rond belangentegenstellingen en informatieverschillen, bij de gedragswetenschappelijke benadering ontbreekt zelfs dat.

## Wat te doen?

Het lijkt erop dat we in de laatste decennia verder van huis zijn geraakt. De lappendeken van principaal-agent-theorieën wordt groter, kleurrijker en onoverzichtelijker. Het is alsof we steeds meer vragen stellen en er steeds minder van begrijpen. Het onbegrip ligt zelfs op het meest basale niveau. Om met Oliver Hart te spreken (over de financiering van de onderneming): "Existing explanations of the debt-equity ratio must be seen as still preliminary", of, "... at present we do not even understand very well the key distinguishing features of debt and equity or why these claims, as opposed to the many that could be chosen, are most frequently issued by firms"<sup>6</sup>. Het schort dus niet alleen aan coherentie en empirische toetsbaarheid, maar ook aan begrip.

In de komende jaren moet alles op alles gezet worden om de vertaalslag te maken van theorie naar praktijk en omgekeerd. Dit betekent respect en open oog voor de vaak onbegrepen rationaliteit van ondernemingsprocessen en -beslissingen, en waardering en beloning voor wetenschappelijke activiteit die bijdraagt aan de 'oplossing' voor de praktijk-relevante vraagstukken. Voor wie denkt dat dit haaks staat op de theorievorming en het puur wetenschappelijk onderzoek is onze boodschap nog niet goed overgekomen. Juist echte toppers die hun steentje bijdragen aan het zuiver wetenschappelijk onderzoek kunnen een leidende rol spelen bij de vertaalslag van theorie naar praktijk, en meer in het algemeen de wisselwerking tussen theorie en praktijk (nieuw?) leven inblazen. Het aantal toppers dat wij in Nederland hebben is minuscule, maar dat heeft tijd nodig. Aan de beloningsstructuur kan wel meteen iets worden gedaan. Universiteiten moeten een juiste balans vinden tussen theorie en praktijk, juist voor de voltijdse posities. Dit is geen keuze voor het een of het ander, maar een invulling door serieuze wetenschappers die ook een prikkel moeten krijgen voor het maken van een vertaalslag naar de praktijk. Het aanstellen van allerlei ondernemers als deeltijdhoogleraar - hetgeen zeker een toegevoegde waarde heeft - is hiervoor geen substituuut, maar eerder een bevestiging van het probleem.

Ook het bedrijfsleven heeft een verantwoordelijkheid. Zij zou bijvoorbeeld in voltijdse universitaire leerstoelen moeten gaan investeren<sup>7</sup>. Serieuze management educatie - zie het succes van de Amerikaanse business scholen - is haar belang: menselijk kapitaal en (toegang tot) kennis zijn immers haar belangrijkste activa

---

1 A.W.A. Boot en K. Cools, Financieel beleid op drijfzand: een kritische beoordeling van ontwikkelingen in de financieringstheorie, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, juni 1997, blz. 296-304. Van dit onderzoek wordt binnenkort door het Amsterdam Center for Corporate Finance een uitgebreide en geactualiseerde versie gepubliceerd.

2 Interessant is dat bij de laatste externe VSNU-beoordeling van het onderzoek aan Nederlandse economische faculteiten, financiering het enige bedrijfseconomische wetenschapsgebied was waarop alle faculteiten grosso modo goed scoorden.

3 Stewart Myers is voormalig voorzitter van de American Finance Association, co-auteur van 's werelds meest verkochte corporate finance handboek (Brealy and Myers, *Principles of corporate finance*) en 'uitvinder' van een aantal bekende financieringstheorieën, waaronder de 'pikorde' theorie. Deze stelt dat door informatieproblemen tussen onderneming en markt, de onderneming zich moet financieren met de minst informatievevoelige instrumenten, dus interne financiering eerst, dan vreemd vermogen en aandelen als laatste.

4 *Corporate Finance*, 1993, blz. 226.

5 In de meer recente theorievorming blijkt payback wel degelijk een zinvol criterium. In een wereld met informatieproblemen en manipulatie kan het heel zinvol zijn om je te richten op de snelheid waarmee een nieuw project zich kan terugbetalen. Het idee hierachter is dat latere kasstromen die bij het payback-criterium worden genegeerd zo makkelijk te manipuleren zijn dat het beter is ze te negeren.

6 O. Hart, *Theories of optimal capital structure: a principal-agent perspective*, working paper, MIT, 1991.

7 Een ander actueel voorbeeld is een academische workshop die Shell in samenwerking met universiteiten en Boston Consulting Group binnenkort organiseert over value management. Acht Shell medewerkers, acht promovendi bedrijfseconomie en de begeleidende hoogleraren bestuderen dan de 'oplossingen' die de wetenschap aandraagt voor financiële vraagstukken waar de (Shell)praktijk voor staat.