



Synergie door interne kapitaalmarkt

Auteur(s):

Bruinshoofd, A.

Diederer, B.

Letterie, W.

*De auteurs zijn werkzaam bij respectievelijk het Departement Algemene**Economie van de Universiteit Maastricht, het Centraal Bureau voor de**Statistiek te Heerlen en het Departement Management Wetenschappen van de Universiteit Maastricht.***Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4350, pagina 190, 8 maart 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiering

Een interne kapitaalmarkt versterkt de financiële synergie binnen een onderneming, maar vereist een ondersteunende organisatiestructuur.

Bijna alle beursgenoteerde fondsen ondervinden momenteel de financiële tegenwind die voortkomt uit het voorzichtige sentiment dat heerst op de beursvloer. Belangrijkste oorzaken hiervoor zijn de onzekerheid over de economische vooruitzichten en de angst die bestaat voor aankomende winstwaarschuwingen. Voor de betrokken ondernemingen betekent dit dat nieuwe aandelenemissies minder opbrengen en dat deze vorm van financiering dus minder aantrekkelijk is. Deze beperktere toegang tot de externe kapitaalmarkt betekent dat het voor de onderneming belangrijker wordt de beschikbare interne middelen op de juiste plaats binnen de onderneming in te zetten¹. Dit kan zij doen door gebruik te maken van haar zogenaamde interne kapitaalmarkt. Dit is een soort centrale 'cash pool' waaraan alle divisies van de onderneming hun middelen afdragen en van waaruit de ondernemingstop vervolgens middelen kan toewijzen aan een divisie die goede investeringsmogelijkheden, maar weinig middelen heeft. Deze worden dan gefinancierd met de middelen van een divisie die deze investeringsmogelijkheden niet heeft, maar wel de middelen. Een voorbeeld van een bedrijf dat de organisatie inricht om de herverdeling van financiële middelen mogelijk te maken, is de kapitaalgoederen producent Stork. In het jaarverslag van 1995 meldt Stork dat zij financiële synergie wil bewerkstelligen door gebruik te maken van de 'Internal Stork Market.'

In dit artikel bekijken we in hoeverre Nederlandse bedrijven gebruik maken van de interne kapitaalmarkt alsmede hoe zij hiervan de voordelen optimaal kunnen benutten². We gaan hiertoe eerst kort in op de theoretische achtergronden die de werking van interne kapitaalmarkten belichten. Vervolgens bespreken we wat een en ander in empirische zin inhoudt, waarna we bekijken hoe Nederlandse bedrijven gebruik maken van deze kapitaalmarkten.

De werking van interne kapitaalmarkten

Het belangrijkste voordeel van het creëren van een interne kapitaalmarkt is dat het een herverdeling van middelen tussen divisies kan bewerkstelligen. In tegenstelling tot bijvoorbeeld een bank is de ondernemingstop in staat om de beschikbare schaarse middelen op ondernemingsniveau te investeren in divisies met de hoogste winst-potentie. Stein noemt dit in zijn artikel 'winner-picking': de ondernemingstop selecteert de beste investeringsprojecten uit de aanwezige projecten binnen een onderneming en kent deze de beschikbare interne middelen toe door middel van de interne kapitaalmarkt³. Een bijkomend voordeel van een interne kapitaalmarkt is, dat de termijn waarop projecten gaan renderen een minder belangrijke rol kan spelen bij investeringsbeslissingen. Dit voordeel volgt uit een betere informatie-overdracht tussen ondernemingstop en divisies dan tussen divisie (of onderneming) en externe vermogensverschaffers. Op de externe kapitaalmarkt, daarentegen, is het zeer goed denkbaar dat de voorkeur uitgaat naar projecten die snel renderen en relatief zeker zijn. Ondernemingen zouden met vele van de veelbelovende projecten op die basis bij de banken tevergeefs aan kunnen kloppen. In die zin kan de interne kapitaalmarkt dus ook bijdragen aan een verlenging van de investeringshorizon en investeringen stimuleren in die projecten die de groei van de onderneming op de lange termijn ten goede komen⁴.

Empirische implicaties

Een functionerende interne kapitaalmarkt leidt tot een investeringsbeslissing van divisies die afhankelijk is van de volgende factoren. In de eerste plaats bepalen winstverwachtingen van een divisie het investeringsvolume. In een denkbeeldige wereld zonder kapitaalmarktperfectionen is dit zelfs de enige factor. In de tweede plaats speelt ook de aanwezigheid of aanwas van interne middelen een rol vanwege beperkingen in het verwerven van externe financiering. Voor de empirische bepaling van het gebruik van interne kapitaalmarkten delen we deze interne middelen op in middelen aanwezig binnen de divisie zelf (eigen middelen) en middelen aanwezig bij andere divisies die behoren tot dezelfde onderneming (andere middelen). De empirische investeringsvergelijking voor divisies ziet er dan voor een enkel jaar als volgt uit:

$$\text{investeringen} = a + b_1 \text{winstverwachting} + b_2 \text{eigen middelen} + b_3 \text{andere middelen} + e$$

Hierbij meet u onder andere de specifieke aspecten van een divisie. Wij benaderen de winstverwachtingen met de omzetgroei van de divisie. Voor eigen middelen wordt gekeken naar de cash flow die een divisie genereert en voor andere middelen wordt gekeken naar de cash flow die de onderneming als geheel genereert, met uitzondering van de cash flow die de betreffende divisie zelf genereert.

Eenzijds verwachten we in deze investeringsvergelijking een positief effect van de aanwezigheid van interne 'eigen middelen' (dit betekent $b_2 > 0$). Dit om aan te geven dat financiële factoren een rol spelen in de investeringsbeslissing. Daarnaast impliceert een actief gebruik van interne kapitaalmarkten, dat de investeringen van een divisie niet alleen van de 'eigen middelen', maar ook van 'andere middelen' afhankelijk zijn (dit betekent $b_3 > 0$). De beschikbare empirische analyses tot nu toe rapporteren resultaten die in overeenstemming zijn met deze verwachtingen ⁵. Interne kapitaalmarkten lijken dus te bestaan en actief te worden benut binnen multi-divisionele ondernemingen.

Data

De benodigde data om de werking van de interne kapitaalmarkt te meten, vereisen een gecombineerd gegevensbestand waarin de financiën van zowel divisies als ondernemingen zijn weergegeven. Dergelijke data zijn niet voor veel landen beschikbaar, zodat de empirische bewijsvoering tot dusver vooral betrekking heeft op studies die zich richten op Amerikaanse data. Ons onderzoek voegt een analyse van de Nederlandse situatie toe. Tevens presenteren we een aantal interessante nieuwe bevindingen. Wij analyseren een uniek gegevensbestand die is samengesteld door het CBS uit informatiebestanden op ondernemingsniveau en divisieniveau. Op ondernemingsniveau wordt gebruik gemaakt van informatie uit de Statistiek Financiën van de Grote Ondernemingen, waarbinnen balansgegevens van ondernemingen worden verzameld. Op divisieniveau wordt gebruik gemaakt van informatie uit de Productie Statistiek en de Investerings Statistiek die tezamen een zeer goed beeld geven van de winst- en verliesrekening alsmede het investeringsgedrag van de divisies. Het micronoom-gegevensbestand verzorgt vervolgens de koppeling van divisies aan ondernemingen door middel van de deelnemingsstructuren die uit het Algemeen Bedrijfsregister volgen en in het bijzonder het ondernemingsdeel daarvan. Dit gegevensbestand is tot dusver beschikbaar voor de jaren 1995-1998.

Nederlandse ondernemingen

Onze resultaten komen voor wat betreft de werking van interne kapitaalmarkten niet overeen met die van gerelateerde Amerikaanse studies. Wij vinden met name dat 'andere middelen' de investeringsbeslissing van een individuele divisie nauwelijks beïnvloeden. Het lijkt er dus op, dat de voordelen die het gebruik van interne kapitaalmarkten kunnen opleveren niet worden uitgebuit binnen Nederlandse ondernemingen. Als mogelijke verklaring voor dit ietwat verrassende resultaat dragen wij de volgende twee mogelijkheden aan. In de eerste plaats is het waarschijnlijk dat ons gegevensbestand bestaat uit bedrijven die gedurende de schattingsperiode maar in zeer geringe mate financieringsrestricties ondervonden. De jaren 1996-1998 waren met een uitstekend beursklimaat immers goede jaren voor wat betreft het plaatsen van nieuwe aandelen. Aangezien interne herverdeling vooral voordelen oplevert wanneer de toegang tot externe financiering beperkt is, kan dit een verklaring zijn voor het geringe bewijs dat wij vinden voor het gebruik van de interne kapitaalmarkt. In de tweede plaats is het mogelijk dat een onderneming niet gestructureerd is om optimaal te profiteren van de mogelijke voordelen van interne kapitaalmarkten. Dit is een belangrijk nieuw inzicht en verdient nadere aandacht.

Organisatiestructuur

Sommige ondernemingen hebben een organisatiestructuur die sterker getuigt van een centrale financiële planning dan andere. Zo is het waarschijnlijk dat een onderneming waarin een ondernemingstop aanwezig is, die in de besluitvoering duidelijk boven de divisies staat, in sterkere mate de voordelen van interne kapitaalmarkten kan inzien en benutten, dan een onderneming waarin dit niet het geval is. Een onderneming met zo'n sterke top staat ook dicht bij de modellering van de onderneming door Stein (zie voetnoot 3), waarin een 'corporate headquarters' dicteert waar de beschikbare financiële middelen worden ingezet. We kunnen in ons gegevensbestand ondernemingen identificeren waarin sprake is van een financiële holdingstructuur. We veronderstellen dat dit een sterk gecentraliseerde organisatie voorstelt. De empirische hypothese is derhalve dat de divisie-investeringen binnen deze ondernemingen gevoeliger zijn voor de variabele 'andere middelen' dan divisie-investeringen binnen minder sterk gecentraliseerde ondernemingen.

Voor het optimaal gebruik van de interne kapitaalmarkt is het natuurlijk niet vereist dat de volledige onderneming centraal geleid wordt. Het is wel belangrijk dat de financiën een centraal georganiseerd karakter hebben. Bijvoorbeeld Hoshi, Kashyap en Scharfstein analyseren in dit kader de werking van Japanse industriële conglomeraten (keiretsu) rondom een sterke bank en stellen dat deze organisatiestructuur de deel-nemende bedrijven in staat stelt om financieringsrestricties te verlichten ⁶. In onze data kunnen we bedrijven identificeren waarin zich een divisie bevindt, die lijkt op een financiële instelling ⁷. We noemen dit gemakshalve een huisbank en verwachten dat binnen deze ondernemingen sprake is van een actievere herverdeling van middelen.

Divisie-investeringen

In het kort verwachten we derhalve dat divisie-investeringen binnen ondernemingen die sterk centraal of rondom een huisbank zijn georganiseerd een betere werking van interne kapitaalmarkten laten zien. Anders gezegd, we verwachten dat divisie-investeringen in deze gevallen gevoeliger zullen zijn voor 'andere middelen'. Onze resultaten zijn als volgt samen te vatten.

Voor een gecentraliseerde onderneming, een onderneming met een huisbank en een onderneming die één of beide van deze karakteristieken bezit, vinden we een sterkere gevoeligheid van divisie-investeringen voor 'andere middelen' (vergeleken met ondernemingen die deze karakteristieken niet hebben). Binnen gecentraliseerde ondernemingen kunnen we zelfs stellen dat divisie-investeringen niet meer structureel afhankelijk zijn van de variabele 'eigen middelen'. Hoewel deze resultaten niet in alle gevallen statistische significantie genieten, komt het zo verkregen patroon van bepalende factoren van divisie-investeringen overeen met actief gebruik van interne kapitaalmarkten.

Conclusies en aanbevelingen

Een interne kapitaalmarkt kan divisie-investeringen enigszins beschermen tegen volatiliteit in de eigen divisiemiddelen en heeft zo derhalve toegevoegde waarde voor een onderneming. Onze empirische resultaten geven echter aan dat een functionerende interne kapitaalmarkt niet vanzelfsprekend is binnen een multi-divisionele onderneming. Het blijkt dat hiertoe een ondersteunende organisatiestructuur noodzakelijk is.

Wij kunnen wat dat betreft twee concrete adviezen voor ondernemingen aandragen om de voordelen van een goed geoliede interne kapitaalmarkt te bewerkstelligen. Enerzijds kan gekozen worden voor een bepalende rol voor de ondernemingstop, die een zware stempel kan drukken op de interne besluitvorming. Zo'n ondernemingstop kan dan de mogelijkheden voor interne herverdeling beter inschatten en benutten, bijvoorbeeld door middelen aan zwakke divisies te onttrekken en aan divisies met goede vooruitzichten toe te wijzen. Een belangrijk voordeel is hier te behalen op het gebied van de interne verrekening tussen de divisies: de ondernemingstop kan de geldgenererende divisies immers voor lange tijd financier laten zijn van divisies die goede winstverwachtingen hebben. In het geval dat een project met goede vooruitzichten achteraf blijkt te falen, kan de ondernemingstop zelfs kiezen voor kwijtschelding van de verkregen financiering op de interne kapitaalmarkt.

De transformatie van een onderneming naar een meer gecentraliseerde besluitvorming vereist uiteraard dat beslissingsbevoegdheden aan divisies worden ontnomen. Hiervoor kan het interne draagvlak onvoldoende blijken. Een andere oplossing tast de bevoegdheden van divisies niet aan, maar richt zich meer op intensivering van de financiële samenwerking tussen divisies van eenzelfde onderneming. Door middel van bijvoorbeeld een stelsel van interne bankrekeningen kan een soort interne cash pool worden gecreëerd. Het eerste gewin hiervan is een verbeterd inzicht in de ondernemings- en divisiefinanciën. Dit alleen al kan de financiële synergie binnen de onderneming versterken. Daarnaast kunnen vanuit deze cash pool ook expliciet kredieten worden verschaft aan divisies die dat nodig hebben. Zo neemt de cash pool meer de vorm van een huisbank aan, waaromheen de divisies als team beter kunnen presteren.

Voor het optimaal functioneren van de divisies in teamverband is echter wel een heldere administratie van leningen tussen divisies nodig. Bovendien zal er op lange termijn ook volledig terugbetaald moeten worden door de kredietnemende divisies van nu. Desalniettemin zal de verstrekking van kredieten en bemiddeling in geval van betalingsproblemen op de interne kapitaalmarkt soepeler verlopen dan op de externe kapitaalmarkt

1 Op de externe kapitaalmarkt wordt de vraag naar kapitaal van ondernemingen afgestemd op het aanbod van kapitaal in de vorm van leningen en aandelen. Op de interne kapitaalmarkt komt een evenwicht tot stand tussen het aanbod van kapitaal door de moedermaatschappij en de vraag naar kapitaal van de bij-behorende dochters.

2 Dit stuk is gebaseerd op A. Bruinshoofd, B. Diederien en W. Letterie, Internal capital markets in Dutch firms, *Kredit und Kapital*, nog te verschijnen. Het onderzoek werd gedeeltelijk uitgevoerd bij het Center for Research of Economic Micro-Data (Ceram) van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS).

3 Zie J.C. Stein, Internal capital markets and the competition for corporate resources, *Journal of Finance*, 1997, blz. 111-133. Voor nadelen van de interne kapitaalmarkt zie D.S. Scharfstein en J.C. Stein, The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment, *Journal of Finance*, 2000, blz. 2537-2564.

4 Een interne kapitaalmarkt kan de beschikbare interne middelen herverdelen, maar niet vergroten.

5 D.S. Scharfstein, The dark side of internal capital markets II: evidence from diversified conglomerates, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6352, 1998; H.-H. Shin en R.M. Stulz, Are internal capital markets efficient?, *Quarterly Journal of Economics*, 1998, blz. 531-552.

6 T. Hoshi, A.K. Kashyap en D.S. Scharfstein, Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics*, 1991, blz. 33-60.

7 Zo'n divisie wordt omschreven als 'activiteit ten behoeve van of verwant aan financiële instellingen' volgens de SBI93.