

Vermogensmarkt en ondernemingsstrategie

J.W.F. Kaptein*

Eén van de stellingen van het ESB-congres 'Strategie in beweging' luidde: "De tucht van de markt is in toenemende mate de tucht van de vermogensmarkt. Dat heeft duidelijke gevolgen voor de ondernemingsstrategie". *Waarom bestaat deze tucht? Wordt de tucht groter en zo ja, waardoor? En hoe passen ondernemingsstrategieën en deze tucht bij elkaar?*

Bijna 300 jaar geleden, aan het begin van de 18e eeuw, schreef Isaac Newton: "I can calculate the movements of the heavenly bodies, but not the madness of people"¹. Dezelfde Newton verloor £ 13.000 met speculatie in 'zuidzee'-aandelen. Ondanks zijn IQ van 190, kwam Newton hardhandig in aanraking met de tucht van de markt.

Het verhaal over Newton speelt zich lang geleden af, maar de tucht van de markt is ook vandaag springlevend. Denkt u maar aan de recente beurscrashes en aan verschillende ondernemingen die de laatste jaren kennis maakten met voor hen ongeken-de tucht. Op deze laatste tucht, die van de vermogensmarkt op ondernemingen, zal ik ingaan. Daarbij heb ik niet de pretentie te tonen dat er geen 'madness' meer bestaat. Wel wil ik aangeven hoe de tucht van de vermogensmarkt en de strategie van de onderneming elkaar beïnvloeden.

Tucht en vermogensmarkt

De tucht van de vermogensverschaffer richt zich op het disciplineren en uitlokken van wenselijk gedrag van de vrager van vermogen, de onderneming. Dat de vermogensverschaffer tucht wil uitoefenen ligt voor de hand. Hij heeft geld ter beschikking gesteld en wil daarvoor worden beloond. De tucht van vermogensverschaffers samen kunnen wij opvatten als de optelsom van het gedrag van de individuele aanbidders. Het resultaat is een collectieve tucht, de tucht van de markt.

De tucht zal voor de vragers van vermogen altijd een regulerend element in zich hebben. Het antwoord op de vraag hoe de tucht wordt ervaren, zal in de tijd en per onderneming wisselen. Het zal sterk afhangen van de positie van de onderneming ten opzichte van haar vermogensverschaffers. Voelt ze zich comfortabel of juist bedreigd? Het antwoord ligt in 'the eye of the beholder'.

Vermogensverschaffers

Hebben vermogensverschaffers toenemende redenen om tucht te willen uitoefenen en welke redenen hebben ze daarvoor?

Het begrip vermogensverschaffers kan daarbij allereerst opgesplitst worden naar aandeelhouders en niet-aandeelhouders zoals banken die krediet verlenen, leveranciers die betalingstermijnen gunnen en cliënten die vooruit betalen. Deze niet-aandeelhouders hebben als gemeenschappelijk kenmerk dat ze vermogen verschaffen tegen een vaste vergoeding. De hoogte van deze vergoeding heeft een element van tucht in zich. Harde tucht zal deze groep willen uitoefenen wanneer men ziet aankomen dat een onderneming niet aan haar – vaste – verplichtingen zal voldoen.

Het belang van de aandeelhouders is vanzelfsprekend anders van aard. Betere prestaties van de onderneming vertalen zich voor hen in een hogere beloning. De vraag hoe aandeelhouders tucht bezien, komt voor vier groepen aan de orde: de particuliere aandeelhouder, het buitenland, institutionele beleggers en 'ondernemende aandeelhouders', aandeelhouders die niet alleen vermogen ter beschikking stellen, maar die actief willen meeondernemen.

Particulieren

Particuliere aandeelhouders bezitten met ongeveer 45% het grootste aandeel in de in Amsterdam genoteerde ondernemingen². De zeer brede spreiding van het bezit beperkt hun rol als 'tuchtrechter'. Nochtans hebben particuliere beleggers de laatste jaren steeds vaker van zich laten horen. De verdubbeling van het ledental van de Vereniging van Effectenbezitters tot circa 12.000, samen met het gaandeweg actiever optreden van deze vereniging, signaleren de wil om actiever voor het eigen belang op te (laten) komen.

Twee ontwikkelingen suggereren dat de rol van particuliere beleggers als tuchtrechters zal afnemen. In

* De auteur is directeur van het effectenbedrijf van Pierson, Heldring en Pierson nv.

1. Deze anecdote kwam ik tegen in S. Maital, *Minds, markets & money*, Basic Books, New York, 1982.

2. Centraal Planbureau, *De waarde van het aandelenbezit, enkele ramingen*, werkdocument nr. 21, Den Haag, 1987.

de eerste plaats wortelt de toenemende activiteit van particulieren in de veranderende tijdgeest van de jaren tachtig. Zij is daarmee deels van tijdelijke aard. Daarnaast zal het directe belang van particulieren op de kapitaalmarkt (verder) afnemen. De groei van de institutionele vermogens en de trend om indirect, via beleggingsinstellingen, te beleggen wijzen in dezelfde richting.

Buitenlanders

Met een belang van ongeveer 40% vormen buitenlandse beleggers de op één na grootste categorie aandeelhouders op onze beurs. Deze groep omvat een breed spectrum aan partijen, van de buitenlandse particulier tot aan de allergrootste institutionele vermogens ter wereld. Angelsaksische partijen zijn sterk vertegenwoordigd.

Buitenlandse partijen hebben veelal andere opvattingen over de rol en positie van de aandeelhouder.

Met name de Angelsaksen zijn gewend aan actiever aandeelhouderschap dan in Nederland gebruikelijk is. Onvertrouwd als ze zijn met de specifiek Nederlandse omstandigheden en gegeven het kleine belang dat Nederland voor hen veelal vertegenwoordigt, zullen ze weinig direct zichtbaar hun tucht uitoefenen. Wel leggen buitenlanders een grote mobiliteit aan de dag, ze komen en gaan steeds gemakkelijker. Dit geldt overigens ook voor Nederlandse beleggers. Die gaan ook vaker de grens over. Figuur 1 illustreert deze trend.

Van belang voor de tucht is verder dat buitenlanders, gegeven hun andere opvattingen over de rol van de aandeelhouders, veelal weinig bezwaar zullen hebben tegen een actieve rol van binnenlandse aandeelhouders. De laatste worden op hun beurt stellig beïnvloed door wat zich elders afspeelt.

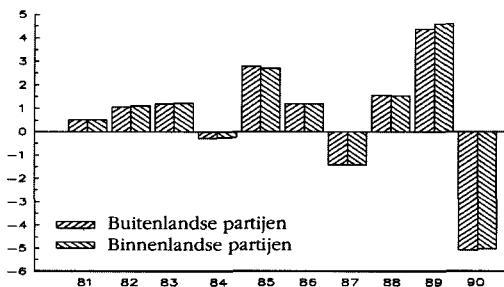
Institutionele beleggers

Met een aandeel van 15 à 20% in de beurswaarde vormen institutionele beleggers qua omvang de derde categorie beleggers. Zij zijn evenwel belangrijker dan de 15 à 20% suggereert. De contractuele besparingen groeien snel, niet alleen in absolute zin, maar ook als aandeel van de totale besparingen. Binnen de beleggingsportefeuilles groeit bovendien de proportie zakelijke waarden. Ten slotte is onder instituten sprake van aanzienlijke concentratie.

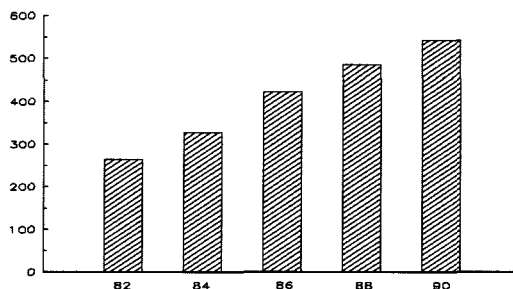
Hier bestaan werkelijk 'machtige handen' (zie figuur 2 en 3).

Behalve het bestaan van grote aandeelhouders is een aantal ontwikkelingen, vooral in combinatie met elkaar, van belang. Ik doel op de ontwikkeling van kwantitatieve beleggingsconcepten³, gepaard aan de toenemende mogelijkheden deze concepten ook daadwerkelijk in de praktijk te brengen, samen met de groeiende druk op beleggers om resultaten te halen.

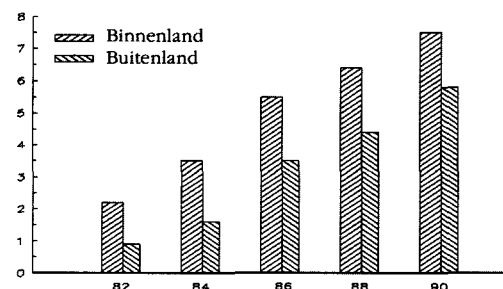
Kenmerkend voor de gehele moderne beleggingsleer is de strikt kwantitatief analytische aanpak. Zij expliciteert het beleggingsvraagstuk en maakt zo van de kunst – althans gedeeltelijk – een kunde. De keuze van geschikte methoden blijft een kunst, de uitvoering wordt meer kunde. Het kunnen vindt zijn toepassing niet alleen bij het beleggen zelf, maar ook bij de evaluatie achteraf. Performance-meting maakt het mogelijk beleggingsresultaten te ontleden naar hun componenten. Per component, bij voor-



Figuur 1. Effectenverkeer met het buitenland (mrd. gl.). Bron: *Amsterdamsche effectenbeurs*



Figuur 2. Belegd vermogen van verzekeraars en pensioenfondsen (mrd. gl.). Bron: *De Nederlandsche Bank*



Figuur 3. Aandelen als percentage van het totaal belegd vermogen van verzekeraars en pensioenfondsen. Bron: *De Nederlandsche Bank*

beeld de keuze van 'landen' of van individuele aandelen, kan worden vastgesteld, hoe ze hebben bijgedragen aan risico en resultaat.

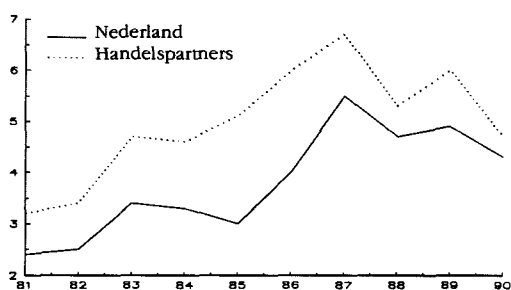
De ontwikkeling van het kwantitatieve denken brengt het asset-liabilitymanagement op portefeuilleniveau binnen bereik. Voor het beleggen zal dit vermoedelijk leiden tot verdere groei van het gebruik van zakelijke waarden door institutionele beleggers. De verspreiding van de beleggingsleer kon nooit plaats vinden zonder de verbreiding van de benodigde kennis en rekencapaciteit. Beide dateren in Nederland uit de jaren '70. Dan beginnen onze universiteiten de theorie te onderwijzen en komt bovendien de onontbeerlijke pc beschikbaar. In de jaren '80 bereikt het kwantitatieve beleggen de praktijk. Vooral het gebruik ervan als hulpmiddel neemt snel toe⁴. Dat het expliciete karakter van de kwantitatieve benadering goed aansluit bij de onpersoonlijke aard van de institutionele belegger komt daarbij goed van pas.

De kwantitatieve benadering van het beleggen kan zich verspreiden omdat ze beschikbaar is. Maar

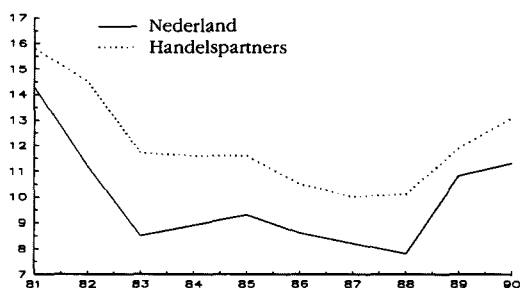
3. Een toegankelijke inleiding in de moderne theorie is te vinden bij B.G. Malkiel, *A random walk down Wall Street*, W.W. Norton & Company, New York, 1985.

4. Vorig jaar en dit jaar enqueteerden schrijver dezes en collega prof. mr. dr. F.J. Ballendux met medewerking van prof. dr. Chr. Wolff institutionele beleggers over het gebruik van kwantitatieve methoden.

Figuur 4. Koers/cashflow-verhouding in Nederland en bij de handelspartners. Bron: Morgan Stanley



Figuur 5. Gemiddelde van door banken berekende rentepercentages in Nederland en de handelspartners. Bron: Pierson, Heldring & Pierson



waardoor wordt de verspreiding gedreven? Het expliciete karakter ervan, passend bij de aard van de institutionele belegger, werd hier al genoemd. Belangrijker nog is de argumentatie die recent door Peters⁵ naar voren werd gebracht: de institutionele belegger is zelf meer en meer onderworpen aan tucht. Veel van de premies die worden afgedragen aan institutionele beleggers zijn onderdeel van de loonkosten voor werkgevers. Het gaat hierbij om aanzienlijke kosten die opgebracht worden door ondernemingen die toenemend – ook met hun kosteniveau – moeten concurreren in internationale markten. In deze context betekenen betere beleggingsresultaten gunstiger uitkeringsvoorwaarden, lagere premies of een combinatie van beide. De genoemde performance-meting bevordert bovendien het systematisch uitoefenen van tucht. Tegen deze achtergrond bezien, zal de tucht op institutionele beleggers zelf dan ook nog eerder toe- dan afnemen.

Ondernemende aandeelhouders

Veruit de kleinste categorie aandeelhouders tenslotte, vormen de 'ondernemende aandeelhouders', aandeelhouders die niet alleen vermogen ter beschikking stellen, maar actief willen (mee-)ondernemen. Ondernemende aandeelhouders zijn van oordeel dat een onderneming meer waard is dan zijn huidige beurswaarde. Het verschil wordt 'value gap' genoemd. Naar hun achtergrond en bedoelingen verschillen deze aandeelhouders sterk. Ondernemingen die strategische belangen koesteren en raiders die snel willen incasseren kunnen wij hier beschouwen als uitersten. Voor ons onderwerp evenwel is van belang dat het steeds gaat om aandeelhouders die tucht uitoefenen. Waarom ze er zijn, en met name waarom ze in sommige perioden veel actiever zijn dan in andere, komt verderop aan de orde.

Samengevat kan over de beleggers het volgende worden gezegd. Met name de institutionele aandeelhouder heeft aan de tucht die hem wordt opgelegd een goede reden om zelf eveneens tucht uit te oefenen.

De ontwikkeling van het kwantitatief denken helpt hem zijn beleggingsproces te expliciteren en bevordert bovendien de groei van zijn beleggingen in zakelijke waarden. Voor buitenlandse instituten is een actieve rol van de aandeelhouder veelal vanzelfsprekender dan in Nederland gebruikelijk. De actieve rol van de particuliere aandeelhouder is wellicht van meer conjuncturele aard, terwijl de ondernemende aandeelhouders er juist zijn omdat zij tucht willen uitoefenen.

Vermogensverschaffers en tucht

Vermogensverschaffers oefenen hun tucht uit door het openen en sluiten van de financieringskraan. Niet alleen een bank kan de kraan sluiten, ook de aandeelhouder die verkoopt sluit de kraan, de koper van het aandeel opent hem overigens weer. Hierdoor komt voortdurend een prijs tot stand: de beurskoers. In de theorie van financiële markten is deze beurskoers de contante waarde die vermogensverschaffers willen betalen voor het recht op de toekomstige uitkeringen aan diezelfde vermogensverschaffers. De (impliciet) verwachte uitkeringen, worden dus verdisconteerd tot de beurskoers. De hoogte van de disconteringsvoet is hierbij afhankelijk van het risico dat de markt toekent aan een bepaalde stroom opbrengsten. Voor de onderneming geldt het spiegelbeeld. Gegeven de beurskoers en de verwachte uitkeringen resulteert de disconteringsvoet. Voor een onderneming representeert deze de vermogenskosten voor het betreffende financieringsinstrument. In de theorie liggen de vermogenskosten dus verankerd in alle toekomstige uitkeringen aan vermogensverschaffers. In de discussie van alledag, wordt als benadering veelal de koers/winst-verhouding gebruikt. Algemeen verbreid is de klacht dat Nederlandse ondernemingen te laag worden gewaardeerd, waardoor de vermogenskosten onevenredig hoog zijn in vergelijking tot buitenlandse concurrenten. Als ruwe indicatie van de verschillen kan de informatie in de figuren 4 en 5 dienen. Het waarderingsniveau van het aandelenvermogen is in de jaren tachtig niet alleen sterk gestegen, maar tendeert bovendien met onderbrekingen naar het gemiddelde van dat van onze handelspartners⁶. Voor vastrentende financiering zijn de verschillen stabiel. De komst van de EMU zal hier stellig ook voor convergentie zorgen. Strategisch belangrijk voor ondernemingen is de convergentie van de waarderingsniveaus. Het is overigens van belang in het oog te houden dat de gemiddelden de onderlinge verschillen tussen ondernemingen verhullen, terwijl bovendien de kapitaalintensiteit van bedrijf tot bedrijf sterk wisselt. In de redenering tot zover is de onderneming alleen passief bij de vermogensmarkt betrokken. Een andere situatie ontstaat wanneer de onderneming zich actief tot de vermogensmarkt wendt. Voorzover daar-

5. J.F.M. Peters, *Institutionele beleggers: een actievere opstelling in de Nederlandse financiële markt, in de Nederlandse onderneming en kapitaalmarkt naar waarde geschied*, Pre-adviezen NIBE-jaardag 1991, NIBE, Amsterdam, 1991.

6. De gebruikte koers/cashflow verhoudingen geven door grote verschillen in afschrijvingsgewoonten een betere vergelijking dan de eerder genoemde koers/winstverhouding.

bij het optreden van de onderneming in de prijs van haar vermogenstitels wordt verwerkt, wordt de tucht uitgeoefend zoals beschreven bij de dagelijkse koersvorming. Vermogensverschaffers kunnen nu ook een andere vorm van tucht uitoefenen door hun steun te weigeren. Te denken valt hier met name aan emissies die niet door de markt worden geaccepteerd. De tucht neemt dan een harde, bedreigende vorm aan.

Bij de derde vorm van tucht treden de vermogensverschaffers op als 'ondernemende aandeelhouders'. Afhankelijk van het optreden van de ondernemende aandeelhouders is hier snel sprake van harde tucht. Conflictstof ligt voor het oprapen en escalatie dreigt voortdurend.

Belangrijk is de vraag waaraan de 'ondernemende aandeelhouders' hun oordeel, dat een onderneming meer waard is, ontleent⁷. Hiervoor bestaan in ieder geval twee redenen. Ofwel men is van oordeel dat een onderneming in zijn bestaande gedaante inefficiënt wordt geleid, ofwel de aandeelhouder is er van overtuigd dat de activa van een onderneming, anders gegroepeerd, meer opleveren. Worden deze oordelen door voldoende andere vermogensverschaffers gedeeld, dan ontstaat de mogelijkheid te proberen om het gepercipieerde waardeverschil te realiseren door het opkopen van een onderneming en het daarop aansluitende proces van 'opschudden' en hergroeperen.

Het bestaan van de ondernemende aandeelhouder is op zichzelf niets nieuws. Aan het begin van deze eeuw bij voorbeeld, was hij zeer actief in zowel de Verenigde Staten als het Verenigd Koninkrijk. Verschil tussen toen en nu is dat eerder vooral privé-entrepreneurs actief waren. Nu is dat bijvoorbeeld ook in Zuid-Europa nog het geval, maar de groei van ondernemingen en institutionele vermogensveroorzaakte ook een institutionalisering van het ondernemende aandeelhouderschap.

De bestaansredenen voor de ondernemende aandeelhouder verklaren waarom deze aandeelhouder sommige periodes zeer nadrukkelijk aanwezig is en andere periodes niet van zich laat horen. Vooral tijden waarin zich in de reële sfeer diepgaande veranderingen voordoen, zijn voor de ondernemende aandeelhouders aantrekkelijk. Relatief veel ondernemingen zullen te laat de veranderingen om zich heen begrijpen en verwerken. Hier functioneert de ondernemende aandeelhouder als waakhond en jager tegelijk. In een stabiele reële sfeer daarentegen heeft de ondernemende aandeelhouder weinig te zoeken.

De tucht die door de ondernemende aandeelhouder wordt uitgeoefend is ondertussen vooral de tucht van de angst. Het aantal ondernemingen dat met hem te maken krijgt is klein, maar vrijwel iedere onderneming vraagt zich af of ze in potentie geen doelwit is. Gelet op de motieven van ondernemende aandeelhouders is hierbij vooral het verschil tussen het feitelijk en het potentiële rendement van belang. De absolute hoogte speelt een veel mindere rol.

Samengevat kan worden gezegd dat de vermogensverschaffer zijn tucht op drie manieren uitoefent: door de koersvorming, door het geven of onthouden van steun, of door te willen meeondernemen. De laatste tucht is vooral de tucht van de angst.

Strategieën voor ondernemingen.

Welke consequenties heeft de tucht van de vermogensmarkt voor de strategie van de onderneming? Welke keuzen kan de onderneming maken?

Onttrekken

Stellen wij ons eerst voor dat een onderneming zich bewust zoveel mogelijk onttrekt aan de tucht van de vermogensmarkt. Als onderdeel van deze strategie zal ze zich maximaal beschermen. De waarde van de onderneming zal dalen omdat de claims van de vermogensverschaffers worden beknot. De vermogenskosten stijgen evenredig aan de waardedaling, hetgeen voor de onderneming overigens zonder praktisch gevolg blijft zolang ze maar geen beroep doet op de vermogensmarkt. Doet ze dat wel, dan betaalt ze hogere vermogenskosten. Gevaarlijk wordt de waardedaling wanneer de 'value gap' zo groot wordt dat zij reacties uitlokt van ondernemende aandeelhouders. Paradoxaal genoeg lokt deze strategie dus ook uit wat ze juist wil voorkomen. Tot zover laat de analyse niets positief zien. Aandeelhouders verliezen waarde, en de onderneming raakt in het defensief met hogere vermogenskosten en een grotere kans op een actieve aandeelhouder. Maar er is meer. Het is ook denkbaar dat onttrekken aan de tucht van de vermogensmarkt juist waardevol is voor aandeelhouders of onderneming. Voor de aandeelhouder kan gedacht worden aan de onderneming die, ondanks de afscherming, toch wordt overgenomen. Wanneer dat gebeurt, resulteert voor de aandeelhouder een betere prijs naarmate de onderneming beter is beschermd. Dit komt omdat de onderhandelingspositie van het management sterker is naarmate de onderneming beter is beschermd. Beschermen is aantrekkelijk voor de onderneming zelf wanneer zij betere informatie c.q. voorspelkracht heeft dan haar vermogensverschaffers. De onderneming kent dan beter dan haar aandeelhouders de waarde van haar assets van nu en later. De 'domme' vermogensverschaffers profiteren hier later van, namelijk wanneer de onderneming haar kennis gebruikt en de aandeelhouders inmiddels het oordeel van de onderneming hebben overgenomen. Deze strategie is wel riskant. Heeft de onderneming het mis, dan wordt ze door de daling van haar waarde alleen maar kwetsbaar.

Financiële strategieën

Wanneer de onderneming zich niet alleen maar wil onttrekken aan de tucht van de markt, kan ze zich afvragen of de tucht te behandelen is in uitsluitend de financiële sfeer. De strategie zal zich dan richten op de financiële structuur, de vermogensverhoudingen en het dividendbeleid. De financiële theorie en belangrijker nog toetsing daarvan in de echte wereld, geven zuiver financiële strategieën weinig kans tegen de tucht van de markt. Er bestaat veel bevestiging voor de stelling dat financiële markten zich niet laten misleiden door financiële construc-

7. Een uitvoerige beschrijving hiervan is te vinden bij T. Copeland, T. Coller en J. Murrin, *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley, New York, 1990.

ties en boekhoudkunst⁸. De stelling van Modigliani en Miller dat de waarde van een onderneming onafhankelijk is van haar financiële structuur blijkt houdbaar! Ditzelfde is ook omgekeerd te zien. Wanneer de onderneming zich met financieel beleid kan onttrekken aan de tucht van de vermogensmarkt, dan kan de tucht niet bestaan.

Structureel aandeelhouderschap

Structureel aandeelhouderschap: een stabiele, langjarige relatie tussen vermogensverschaffers en onderneming is aan de orde in het overgangsgebied tussen de financiële en de reële sfeer. Recent deed managementgoeroe Drucker⁹ een bijna emotioneel beroep op de grote institutionele belegger. Hij beoogt dat steeds grotere institutionele beleggers de goede en kwade kansen van de kapitaalmarkt in een schadelijk kaartspel onderling onnodig uitwisselen. Is het niet veel beter wanneer ze stabiele aandeelhouders zijn, de goede en kwade kansen krijgen ze samen toch?

Tegen deze gedachtingen kunnen twee bezwaren worden opgeworpen. De eerste is dat in een wereld waarin financiële markten snel meer liquide worden het adagium 'can sell' ook voor grote instituten steeds meer praktische betekenis krijgt. Van meer fundamentele aard is het tweede bezwaar. Functioneren ondernemingen met rustige en trouwe kapitaalverschaffers wel zo effectief? Verdwijnt er zo juist geen dynamiek uit de reële sfeer? Of dringt Drucker's oplossing institutionele beleggers in de rol van ondernemende aandeelhouders? Moeten ze eigenlijk ondernemer worden?

Met structureel aandeelhouderschap door een andere onderneming, komen wij in de reële sfeer. Hier zijn synergie-effecten denkbaar. Deze blijken overigens veelal moeizaam te realiseren. Wordt synergie gerealiseerd, dan verhoogt ze de waarde van de onderneming en verlaagt ze daarmee de vermogenskosten. De onderneming ontkomt echter niet aan de tucht van de markt. De tucht neemt een andere verschijningsvorm aan, maar waarom zou een onderneming als aandeelhouder minder hoge eisen stellen dan een passieve aandeelhouder?

De reële sfeer

Wat zijn tenslotte de mogelijkheden in de reële sfeer? Generaties lang hebben managers gewerkt met planningsconcepten die strategieën uitdrukken in en toetsen aan de vermogenskostenvoet van hun activiteit of onderneming. Zolang de onderneming verwacht dat strategieën meer verdienen dan hun vermogenskosten, moeten ze worden uitgevoerd, luidt de bijbehorende beslisregel. Maar deze aanpak gaat voorbij aan mogelijke 'value gaps'. Om die te vermijden en daarmee de hardhandige tucht van de markt te ontlopen, is een ander planningsconcept nodig: het toetsen van het (potentiële) gebruik van activa aan hun optimale gebruik. Dat is het gebruik dat de waarde van activa maximaliseert.

Het waarde-uitgangspunt impliceert de noodzaak voor de onderneming om onbevangen om zich heen te kijken en om de bestaande produkt-markt-combinaties niet te vanzelfsprekend als constanten te beschouwen. Ondernemingen doen dit ook niet. Motto's als 'terug naar de kernactiviteiten' horen inmiddels bijna bij het gewone spraakgebruik. Het uit-

besteden van activiteiten is de laatste jaren snel gegroeid. Te denken valt hierbij niet alleen aan bewaking en bedrijfsrestaurant maar ook aan logistiek en rekencentra. Ook het afstoten van zwakke, of juist het versterken van krachtige activiteiten is aan de orde van de dag.

Echt gecompliceerd en snel bedreigend worden de consequenties voor ondernemingen waar zich 'value gaps' in de kernactiviteiten voordoen. Hier vraagt de tucht van de vermogensmarkt om een nieuwe definitie van het hele bedrijf.

De beschreven mogelijkheden wekken wellicht de suggestie dat de tucht van de markt steeds leidt tot afslanking c.q. concentratie op kernactiviteiten. Dat hoeft echter geenszins het geval te zijn. Een effectief gebruik van activa is ook vaak mogelijk met allianties en joint ventures. Zelfs voor het bouwen van conglomeraten is er plaats. Een harde voorwaarde daarvoor is wel dat de administratieve kosten in het centrum worden terugverdiend in de reële sfeer, met name door superieure managementcapaciteiten. In het algemeen echter zal de groei van intermediaire en internationale markten strategieën die zich richten op kernactiviteiten bevorderen. De opkomst van intermediaire markten stimuleert de ontbinding van activiteiten, internationale markten bezorgen de onderneming nieuwe concurrenten. De groei van beide soorten markten creëert nieuwe mogelijkheden, maar bevordert ook de tucht in de reële sfeer.

Welke van de genoemde strategische richtingen zinvol zijn voor de onderneming, hangt dus af van haar uitgangspositie. Ze moet zelf de strategie ontwikkelen die haar past en die haar activa effectief gebruikt. Zo bezien is de tucht van de financiële markt voor de onderneming niets anders dan de spiegel van haar mogelijkheden in de reële markt.

Had Newton zich dit gerealiseerd, dan had hij ook de betekenis van deze stelling voor de vermogensverschaffer gezien. Voor hem is de tucht in de reële markt de spiegel voor zijn mogelijkheden op de financiële markt. Met dit inzicht had Newton waarschijnlijk de harde tucht ontlopen en een fortuin behouden.

J.W.F. Kaptein

8. Zie hiervoor verschillende bijdragen in C. Jensen en C.W. Smith jr. (red.), *The modern theory of corporate finance*, McGraw-Hill, New York, 1984 en T.E. Copeland en J.F. Weston, *Financial theory and corporate policy*, Addison Wesley, Reading, Mass., 1979.

9. P.F. Drucker, Reckoning with the pension fund revolution, *Harvard Business Review*, maart-april 1991.