4 april 2000

Paradepaard of zwart schaap?

Arnoud W. A. Boot
Universiteit van Amsterdam
Kees Cools
Boston Consulting Group en Rijksuniversiteit Groningen

Niet zo lang geleden publiceerden wij een beoordeling over recente ontwikkelingen op het gebied van de financieringstheorie.[1] Hiervan wordt binnenkort door het Amsterdam Center for Corporate Finance, een onafhankelijk onderzoeksinstituut en "think tank", een uitgebreide en geactualiseerde versie gepubliceerd. Het leek ons de moeite waard om voor ESB een overzicht te geven van onze belangrijkste bevindingen. Door veel economen wordt financiering immers gezien als het paradepaardje binnen de bedrijfseconomie, en de bedrijfseconomie is sinds de komst van het katern "Economie en Bedrijf" toch het nieuwe speelterrein van ESB.[2]

Het vakgebied claimt grote praktische relevantie en plaatst zichzelf op een hoog wetenschappelijk voetstuk. Voor de praktische relevantie wordt vaak verwezen naar optieprijsformules (en de mede daardoor tot ontplooiing gekomen optie- en futures markten), moderne managementconcepten zoals Economic Value Added (EVA), maar ook controversiële bijdragen zoals junk bonds, arbitrage (Long Term Capital Management!) en portfolio-insurance. Het wetenschappelijke voetstuk is tot nog grotere hoogte gestegen na Nobel-prijzen aan

[1] A.W.A. Boot en C. Cools, "Financieel beleid op drijfzand: een kritische beoordeling van ontwikkelingen in de financieringstheorie", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, juni 1997, p. 296-304.

financieringstheoretici in 1985 (Modigliani), 1993 (Miller, Sharp en Markovitch) en 1997 (Merton en Scholes). Maar is dit positieve beeld juist?

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? Kunnen we spreken van een cumulatie van kennis die leidt tot een steeds beter begrip van financiële fenomenen, of nemen de vragen en onzekerheden alleen maar toe? Als tweede invalshoek stellen we ons de vraag of van de theorie enige sturing uitgaat naar de praktijk? Dus in onze beoordeling staat enerzijds het wetenschappelijk gehalte van het vakgebied centraal, maar anderzijds juist ook de relevantie voor de praktijk. Dit is dus bij uitstek de invalshoek van *Economisch Statische Berichten*: gedegen wetenschap toepassen op de praktijk om daarmee te komen tot gefundeerde beleidsimplicaties. Maar wat valt er in concreto te zeggen over de financieringstheorie?

Ontwikkelingen in de 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 wordt dit aangeduid als "corporate finance". In het gebied corporate finance staat centraal de financiële aansturing van de onderneming, inclusief funding en risico-management beslissingen, en de relatie tussen onderneming en financiële markten (bijvoorbeeld eigendomsverhoudingen en het vraagstuk van corporate governance). 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 markten. Een

[2] Interessant is om in dit verband te vermelden dat bij de laatste externe VSNU beoordeling van het onderzoek aan Nederlandse economische faculteiten, financiering het enige bedrijfseconomische wetenschapsgebied was waarop

belangrijke uitdaging ligt bij het begrip "liquiditeit". De beschikbare prijsvormingsmodellen kennen hieraan geen rol toe. Zowel de LTCM crisis als het eerdere falen van portfolio-insurance ten tijde van de 1987 crash op de aandelenmarkten vonden hun oorsprong ten dele in het plotseling "opdrogen" van de liquiditeit. Tevens is het ons inziens 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 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 kan worden verbeterd. Dit betreft vraagstukken zoals optimale financieringsverhoudingen, risicomanagement, beloningsstructuren en corporate restructuring. Maar de wetenschap kan (of wil) niet in deze behoefte voorzien.

Wetenschappelijk 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

alle faculteiten grosso modo goed scoorden.

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"[3]. Een ander mooi voorbeeld is het gebruikelijke geschop tegen het payback criterium bij investeringsselectie. De financieringstheoretici Ross, Westerfield en Jordan stellen in hun bekende handboek ("Corporate Finance", 1993, p. 226) dat "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". Maar payback blijft in de praktijk populair. 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.[4] Het bovenstaande citaat is dan ook verdwenen.

Inefficiënte beloningsstructuur

Beloningssystemen kunnen sterk bepalend zijn voor het gedrag van werknemers, dat weten economen als geen ander. Aangezien bonussen en andere variabele beloningsvormen niet bestaan vormen promoties vrijwel de enige beloningsvorm voor wetenschappers. En voor promoties tot UHD 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

[3] Stewart Myers is een voormalige 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 pecking order theorie. Deze stelt dat door informatieproblemen tussen onderneming en markt, de onderneming zich moet financieren met de minst informatiegevoelige instrumenten, dus vreemd vermogen eerst en aandelen laatst.

[4] 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.

betekenis. Dit is extra problematisch omdat praktische relevantie veelal geen rol speelt bij de acceptatie van manuscripten voor internationale toptijdschriften. Dit laatste is zeker niet verwerpelijk; wetenschap vereist abstractie. Maar excessen doen zich voor. De editorial board 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 phenomeneon". Zolang het publiceren van dergelijke theorieën de enige beloningsprikkel vormt voor wetenschappers zal de afstand tussen aanbod en vraag, tussen theorie en praktijk, alleen maar groter kunnen worden.

De theorievorming zelf

Met bovenstaande opmerking over de inhoud van internationale topartikelen komen we op ons laatste punt: de theorievorming zelf. Van de financieringstheorie kan worden gezegd dat deze a) abstract is, b) de onderneming bekijkt vanuit de markt, met een toch wat "black box"-achtige benadering van de onderneming zelf; een soort "externe ondernemingsfinanciering" dus en c) een eenzijdig ad hoc karakter heeft. Wat betreft het eerste, het kan niet worden ontkend dat de abstracte theorie een zekere distantie heeft ten opzichte van de praktijk, dat is ten dele ook haar kracht en opdracht. Het is immers juist dankzij afstand en abstractie dat bijvoorbeeld de beleggingsleer, met bijvoorbeeld haar nu alom in de praktijk gebruikte optieprijsformules en het CAPM (met de fameuze βeta), zich konden ontwikkelen. En er is natuurlijk nog meer. Abstractie geeft 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.

Het "black box" argument is minder betwistbaar. 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 impact op aandelenkoersen - te kunnen verklaren en die inzichten terug te koppelen naar de praktijk.

Echter, sinds het 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 agency-theorie, “information economics” en speltheorie centraal staat. Contracten en belangentegenstellingen op alle niveaus binnen en buiten de onderneming en de bijbehorende informatieongelijkheden 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.

Haar kracht is echter tevens haar zwakte, de agency 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. Het is moeilijk om de agency-benadering te zien als theorie. Het woord theorie suggereert immers enige mate van *compleetheid* en *zelfstandigheid.* Zo zijn er agency-modellen die de keuze van de vermogensstructuur zien als een signaal waarmee de ondernemingsleiding haar

intrinsieke kwaliteit geloofwaardig kan communiceren naar de markt. 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 successievelijk heel wat verschijnselen op basis van telkens nieuwe beslissingsvariabelen of vooronderstellingen te "verklaren". Bij vrijwel alle financiële beslissingen spelen belangentegenstellingen en informatieverschillen een rol, 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.

Ten slotte, 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", maar die heeft de positie van – op zijn best – de underdog. In financierings-toptijdschriften komt de behavioral benadering vrijwel niet aan bod. Alleen binnen de vakgebieden organisatie en strategie, en in mindere mate accounting, heeft de behavioral benadering ingang gevonden. Van enige discussie of interactie tussen de agency- en behavioral benadering, is echter geen sprake. Een reden daarvoor, en tevens voor de lagere status van de behavioral benadering is het volstrekte ad hoc karakter en gebrek aan fundament. Van de agency-benadering kan in ieder geval worden gezegd dat het een invalshoek is die zich centreert rond belangentegenstellingen en informatieverschillen, bij de behavioral benadering ontbreekt dat zelfs.

Wat te doen?

Het lijkt erop dat we in de laatste decennia verder van huis zijn geraakt. De lappendeken van agency-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[5] te spreken (in de context van 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". Dus niet alleen schort het aan coherentie en empirische toetsbaarheid, maar ook aan begrip. Bovendien is het niet productief om met misprijzen te spreken over de ondernemingspraktijk. Ook motiveert het universitaire beloningssysteem niet om het wetenschappelijke aanbod dichter bij de praktijkvraag te brengen, in tegendeel.

In de komende jaren moet alles op alles worden ingezet op de vertaalslag 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 inzicht in voor de praktijk-relevante vraagstukken. Wie denkt dat dit haaks staat op de theorievorming en het puur wetenschappelijk onderzoek heeft onze boodschap niet goed begrepen. Echte toppers die hun steentje bijdragen aan het zuiver wetenschappelijk toponderzoek kunnen met hun superieure scherpte 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.

[5] O. Hart, "Theories of optimal capital structure: a principal-agent perspective", working paper, MIT, 1991.

Het aantal toppers dat wij in Nederland hebben is minuscuul, maar dat heeft tijd nodig. Aan de beloningsstructuur kan wel meteen iets worden gedaan. Wij roepen universiteiten op om een juiste balans te vinden tussen theorie en praktijk, juist voor de voltijdse posities. Dit is per positie 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 bedrijfsleven heeft ook een belangrijke verantwoordelijkheid. Zij zou eindelijk in voltijdse universitaire leerstoelen moeten gaan investeren. Human capital en (toegang tot) kennis is immers haar belangrijkste asset. Het Amsterdam Center for Corporate Finance zal deze initiatieven gaarne ondersteunen.[6]

[6] Het Amsterdam Center for Corporate Finance heeft als missie "to promote high quality research on the interface between financial theory and corporate policy. With a variety of activities, it provides a forum for dialog between academics and practitioners". Het ACCF staat onder voorzitterschap van Jhr. Mr A.A. Loudon. Voor verdere informatie: ACCF@fee.uva.nl