Financieel beleid op drijfzand

Een kritische beoordeling van ontwikkelingen in de financieringstheorie

Prof. Dr. A.W.A. Boot en Dr. K. Cools

1 Inleiding

De financieringstheorie lijkt het paradepaardje van de bedrijfseconomie. Het vakgebied claimt grote praktische relevantie en plaatst zichzelf op een hoog wetenschappelijk voetstuk. Voor de praktische relevantie wordt vaak verwezen naar instrumenten voor investeringsselectie, optieprijsformules (en de mede daardoor tot ontplooiing gekomen optie- en futures-markten), maar ook controversiële bijdragen zoals junk bonds en portfolio-insurance. Het wetenschappelijke voetstuk is tot nog grotere hoogte gestegen na Nobel-prijzen aan financieringstheoretici in 1985 (Modigliani) en 1993 (Miller, Sharpe en Markovitz).

Maar is dit positieve beeld juist? Wij zullen de ontwikkelingen in de financieringstheorie - voorzover ze het financiële beleid van ondernemingen betreffen (dus *exclusief* de beleggingsleer) - aan een kritische evaluatie onderwerpen. 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? Onze conclusie zal zijn dat de ontwikkeling van het vakgebied nogal tegenvalt. De financieringsleer slaagt er maar niet in een coherent raamwerk te construeren waarbinnen de belangrijkste financiële beslissingen van ondernemingen kunnen worden geanalyseerd. Onze analyse duidt op het ontbreken van algemeen geaccepteerde abstracties van de werkelijkheid waarin een zinvolle rol is weggelegd voor financiële beslissingen (financiering, sturing en control) van ondernemingen. De beoordeling betreft het wetenschapsgebied als zodanig en staat dus in wezen los van de beoefening van het vak in Nederland.[1] Onze bedoeling met dit artikel is echter tevens om aan het Nederlandse onderzoek enige sturing te geven zodat het internationaal aan gezag wint. Hiervoor lijkt het ons een eerste voorwaarde om de 'state of the art' van de (internationale) beoefening van het financieringsonderzoek aan een kritische beoordeling te onderwerpen. Een kritische beoordeling van de Nederlandse beoefening van de bedrijfseconomie in het algemeen is opgenomen in Boot en Cools (1997).

Als tweede invalshoek stellen we ons de vraag of van de theorie enige sturing uitgaat naar de praktijk. Ook op dit punt zijn we niet optimistisch gestemd. Alhoewel in een verder verleden de theorie een aanzienlijk aantal praktische financieringsinstrumenten heeft opgeleverd, bieden de theoretische ontwikkelingen op dit moment nog weinig aanknopingspunten voor nieuwe concepten die praktisch toepasbaar zouden kunnen zijn.[2]

2 Ontwikkelingen in de financieringstheorie

Wie de hoogwaardige theoretisch-wetenschappelijke bijdragen inzake het financiële beleid van ondernemingen bestudeert moet concluderen dat

Prof. Dr. A.W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam.

Dr. K. Cools is adviseur bij The Boston Consulting Group in Baarn.

deze veelal een *ad hoc*-karakter hebben. Hiermee bedoelen we dat wordt geïtereerd met telkens weer andere modellen en andere combinaties van veronderstellingen. Dit betekent zeker niet dat getwijfeld zou moet worden aan het wetenschappelijk gehalte van deze exercities. Integendeel, binnen de positieve wetenschapsbeoefening is het legitiem om middels deductie, redenerend vanuit bepaalde veronderstellingen te trachten waargenomen verschijnselen te verklaren, en zo mogelijk te voorspellen. Het is dan ook niet zonder reden dat wij ondanks de wat provocerende titel van dit artikel, bedrijfseconomie - en de financieringsleer in het bijzonder - wel degelijk zien als een wetenschap.

Waar het aan schort is dat de financieringsleer niet start vanuit een in bredere kring geaccepteerde abstractie van de werkelijkheid, waarin een zinvolle rol is weggelegd voor de financiële problematiek van ondernemingen. Dit klinkt misschien wat abstract, maar het is niet anders dan de constatering dat er niet één of meerdere, in brede kring geaccepteerde basismodellen zijn, waarin financiële beslissingsvariabelen enige betekenis hebben. De financieringsleer kent dan ook geen klassieke tegenstellingen, zoals de strijd tussen de Keynesiaanse, neo-klassieke en monetaristische visie binnen de macro-economie. Een dergelijke fundamentele tweestrijd heeft in het begin van de jaren zestig wel plaatsgevonden, maar deze is onder de invloed van het werk van Modigliani en Miller definitief beslecht in het voordeel van de neo-klassieke micro-economie.[3] Wel maakt vrijwel alle recente theorievorming gebruik van agency-concepten en speltheorie maar - zoals we zullen aangeven - dit zijn wetenschappelijke instrumenten waarmee zeer uiteenlopende economische visies, abstracties en zelfs paradigma's kunnen worden geanalyseerd.

In 1958 publiceerden Modigliani en Miller (M&M) hun fameuze irrelevantieproposities: in een frictieloze en perfecte wereld zijn financieringsbeslissingen niet van invloed op de waarde van de onderneming. Ook introduceerden zij zelf de frictie van vennootschapsbelasting, hetgeen leidde tot de empirisch absurde stelling dat ondernemingen die de waarde van hun onderneming willen maximaliseren (en welke onderneming zou dat niet willen?) zich met 99,9% vreemd vermogen moeten financieren vanwege de fiscale aftrekbaarheid van rentekosten. De M&M-proposities sloegen in als een bom en leidden tijdens de jaren zestig tot verhitte discussies omdat de gehanteerde methode nieuw was en de uitkomsten onacceptabel. Wat dat laatste betreft, ook M&M zelf geloofden aanvankelijk niet in hun eigen stellingen, getuige een uitspraak die Franco Modigliani in 1984 door Arjo Klamer liet optekenen: 'my two articles with Miller on corporate finance are written with tongue in cheek, to really make fun of my colleagues'. En wat betreft de gehanteerde methode, deze was nieuw omdat de financieringsleer tot 1958 een lappendeken was van onsamenhangende, veelal kwalitatieve inzichten. Qua methodologie had de M&M-revolte twee aspecten: a) met hun arbitragebewijs gaven zij een neo-klassiek fundament voor het vakgebied corporate finance en b) corporate finance had vanaf die periode een coherent, uniformerend kader op basis waarvan al het verdere onderzoek kon, en zou plaatsvinden.

De irrelevantietheorema's zijn in de loop van de jaren zeventig algemeen geaccepteerd maar hadden niet de pretentie om de werkelijkheid in al zijn nuances te vatten, daarvoor waren de gehanteerde vooronderstellingen te restrictief. De proposities zijn wel gaan fungeren als een startpunt, een 'benchmark' voor verder onderzoek. Zo waren ze ook bedoeld, zoals aangegeven door Merton Miller zelf, dertig jaar na dato: 'perhaps we should have put more emphasis on the other, upbeat side of the 'nothing matters' coin: showing what *doesn't* matter can also show, by implication, what *does*'.

De M&M-proposities vormden een coherent en sturend raamwerk dat dwingend was voor al diegenen die zich niet konden neerleggen bij de stelling dat financieringsbeslissingen irrelevant zijn. Zij waren gedwongen aan te geven aan welke M&M-vooronderstellingen gesleuteld moest worden om tot meer plausibele uitkomsten te komen. Simultaan werd onderzocht welke vooronderstellingen verruimd konden worden (bijvoorbeeld de introductie van risicodragend vreemd vermogen) zonder het irrelevantietheorema aan te tasten. Tot het eind van de jaren zeventig / begin van de jaren tachtig waren de wetenschappers bezig om binnen dat coherent raamwerk te zoeken naar de laatste puzzelstukjes van het optimale financieringsbeleid van ondernemingen. In lijn met

het verlichtingsdenken van de 'moderne' tijd had men sterk het modernistische gevoel de werkelijkheid steeds beter en vollediger te kunnen verklaren en toe te werken naar een alomvattend coherent model voor financieringsbeslissingen.[4]

Na het eerder genoemde 99,9% vreemd vermogen belastingtheorema van M&M was al het zoeken gericht op het vinden van een tegenwicht, een nadeel van vreemd-vermogen-financiering. Dat werd gevonden in de faillissements*kosten* (niet te verwarren met faillissements*risico*) die gepaard gaan met schuldfinanciering. Daarmee kon een optimale vermogensstructuur worden verklaard in het punt waar het marginale belastingvoordeel van vreemd vermogen gelijk is aan de marginale verwachte faillissementskosten van een gulden extra financiering met schuldvermogen. Met name de ontdekking van dat nieuwe evenwichtspunt gaf onderzoekers het gevoel een van de laatste puzzelstukjes te hebben gelegd en de volledige 'financieringswaarheid' met deze uitbreiding van het M&M-model zeer dicht te zijn genaderd. Dit werd vrijwel letterlijk zo beschreven, bijvoorbeeld door Kim (1978) in het artikel waarin hij faillissementskosten toevoegt aan het M&M-raamwerk: 'bankruptcy costs are the major missing element in finding an optimal capital structure'.

Aan het eind van de jaren zeventig wordt de inmiddels beroemde agency-theorie geïntroduceerd in de bedrijfseconomie, te beginnen in de financieringsleer (Jensen en Meckling (1976)). Agency-theorie laat de M&M-veronderstelling los dat er geen sprake is van belangentegenstellingen en informatieongelijkheid tussen met name het bestuur van de onderneming, aandeelhouders en schuldeisers. Tevens wordt verondersteld dat het niet mogelijk is deze problemen op te lossen middels waterdichte, kosteloze contracten. De kracht van agency-theorie is tevens haar zwakte: zij bestudeert belangrijke aspecten van financiële beslissingen die voorheen onbestudeerd bleven en die zodoende van de onderneming een black box maakten. Maar het aantal mechanismen en situaties dat nu kan worden geanalyseerd is schier oneindig. 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.

3 Op weg naar coherentie?

Onder de stoplap 'agency-theorie' is sinds het begin van de jaren tachtig een bonte lappendeken aan modellen en theorieën ontstaan. Er is geen sprake van coherente theorievorming maar van veelal zeer partiële - en ook gebrekkige - modellen met als enige gemeenschappelijke noemer de acceptatie van de M&M-theorema's. Het is moeilijk om deze modellen tot theorieën te bombarderen. Het woord theorie suggereert immers enige mate van *compleetheid* en *zelfstandigheid*. Zo zijn er 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 theorieën die de hoogte van het dividend verklaren uit precies hetzelfde signaalmotief. 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'. Het spreekt voor zich dat dit niet leidt tot een vorm van geïntegreerde en consistente theorievorming die convergeert naar een meer alomvattende verklaring van financiële beslissingen.

Zodoende is met de introductie van de agency-theorie sinds het begin van de jaren tachtig het modernistische verlichtingsideaal van groeiende en alomvattende kennis in feite verlaten. Dit is geen speculatie of interpretatie maar een besef dat ook onder de financieel economen zelf sterk leeft. Meer en meer wordt in de internationale vaktijdschriften niet zozeer gesproken van 'theorievorming' maar van 'story telling' en *mogelijke* verklaringen van financiële fenomenen.[5] Men heeft niet langer de pretentie een bijdrage te leveren aan coherente en steeds vollediger theorievorming, maar in wiskundige modellen gegoten verhalen te vertellen over mogelijke verklaringen. Door de *Journal of Financial Economics* (JFE), met de *Journal of Finance* en de *Review of Financial Studies*, één van de drie internationale toptijdschriften binnen het vakgebied, is 'story telling' zelfs verheven tot de derde hoofdcategorie van onderzoek, naast theorie en empirie en wel in de gedaante van 'clinical papers'.

'Clinical papers' betreft onderzoek waarin aan de hand van een gedetailleerde analyse van slechts enkele gevallen een (agency)mechanisme microscopisch wordt onderzocht. De motivering voor de introductie van 'clinical papers' was de onvrede met bestaand onderzoek vanwege het eindeloze spelen met alternatieve veronderstellingen. In een editorial van het JFE (1989) werd dit pregnant als volgt verwoord: 'There are, however, an infinite number of imperfect market theories corresponding to the limitless combinations of alternative assumptions. Unfortunately, most of these theories are irrelevant to understanding the world. In this sense they are 'possibility theorems' - propositions that, while logically correct, have little or no probability of explaining any real phenomenon'. 'Clinical papers' zouden mogelijk licht kunnen doen schijnen op de plausibiliteit van de oneindige(?) variaties in 'story telling'.

Naast het gebrek aan theoretische coherentie en de eindeloze mogelijke verhalen bestaat het probleem dat de (bij)sturende rol van empirisch onderzoek vrijwel geheel ontbreekt. Idealiter zou er sprake moeten zijn van een permanent iteratief onderzoeksproces. Theoretisch onderzoek stelt zich daarbij kwetsbaar op en leidt tot uitspraken en verklaringen die ondubbelzinnig en goed empirisch toetsbaar zijn. Er wordt aangegeven onder welke voorwaarden en omstandigheden het model werkt en wanneer de modeluitspraken geacht worden empirisch te zijn verworpen. Vervolgens kan de empiricus aan de slag om een econometrisch model te formuleren en empirisch materiaal te verzamelen ter toetsing van de theorie. De getoetste theorie kan, eventueel op onderdelen, worden bevestigd of weerlegd, waarna de theoreticus zijn model kan aanpassen of de empiricus eventueel aanvullend empirisch onderzoek zou kunnen verrichten.

In de dagelijkse onderzoekspraktijk bestaat een dergelijke 'feed back loop' van empirisch naar theoretisch onderzoek en vice versa niet. Empirisch onderzoek wordt hooguit selectief gebruikt ter verificatie van modellen, niet ter weerlegging of aanpassing ervan. De theoreticus weigert zich kwetsbaar op te stellen en maakt zijn theorieën (indien mogelijk) immuun voor falsificatie. Meestal worden geen aanwijzingen gegeven voor een toetsbaar statistisch model of voor het soort data/omstandigheden waarvoor de theorie geldt.[6] Met name de talrijke agency-modellen zijn, zoals gezegd, dermate partieel en beperkt dat elke poging tot weerlegging door harde feiten op voorhand gedoemd lijkt te mislukken.

Bovendien, in de zeldzame gevallen dat een theorie duidelijk verworpen lijkt door de feiten, worden die resultaten vaak genegeerd of wordt een beroep gedaan op theoretische elegantie/consistentie van de theorie of wordt geschermd met de plausibiliteit ('stylized facts', 'common sense', etc.) van de uitkomsten. Het komt zelfs voor dat de aantrekkelijkheid van een theorie juist bestaat uit de absolute strijdigheid met empirische resultaten of common sense. Voorbeelden van dat laatste zijn de eerder genoemde irrelevantietheorema en de 99,9% vreemd-vermogenstelling van Modigliani en Miller en de 'pecking order story' van Myers & Majluf, die in hun 'pioneering work' (Harris en Raviv (1991)) voorspellen dat ondernemingen nooit eigen vermogen zullen aantrekken, maar zullen kiezen voor minder informatiegevoelig vreemd vermogen of zelffinanciering. Ten slotte, ook het omgekeerde komt voor, namelijk dat overduidelijke resultaten van empirisch onderzoek worden genegeerd omdat de theorie niet in staat is een adequate verklaring te bieden. Een voorbeeld daarvan vinden we in Myers (1984): 'I used to *ignore* the pecking order story because I could not think of no theoretical foundation for it that would fit in with the theory of modern finance'![7]

4 Financieringsleer en praktijk

Naast het gebrek aan coherentie, is ook een tekort aan praktische relevantie als probleem te onderkennen. Men is geneigd om de abstracte wetenschappelijke benadering zoals die verschijnt in de internationale top-financieringstijdschriften te plaatsen *tegenover* een meer op de praktijk gerichte (niet-wetenschappelijke?) beoefening van de financiering. Sommigen spreken dan ook over een tweedeling in de professie.

Van de abstracte wetenschappelijke benadering wordt wel eens gesuggereerd dat deze a) te ver af staat van de praktijk en b) de onderneming bekijkt vanuit de markt, met een toch wat *black box*-achtige benadering van de onderneming zelf; een soort 'externe ondernemingsfinanciering' dus. Wat betreft het eerste, het kan niet worden ont-

kend 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 waarderingsformules voor een groot aantal instrumenten voor de financiële praktijk konden worden ontwikkeld. Het 'black box' argument is minder betwistbaar. Het reilen en zeilen *binnen* de onderneming speelt slechts een bescheiden rol in de abstracte wetenschappelijke benadering. Hierin onderscheidt het zich van de praktijkgerichte benadering die juist georiënteerd is op ondernemingsprocessen en -beslissingen; een soort 'interne ondernemingsfinanciering' dus, waarbij de nadruk ligt op het *interne* besluitvormingsproces. De wetenschappelijke beoefening van financiering staat hier ver vanaf. Hoewel verre van perfect, ligt er toch een kern van waarheid in deze typering. De abstracte wetenschappers verdiepen zich te weinig in het ondernemingsgebeuren, met name interne besluitvormingsprocessen en ondernemingsspecifieke omstandigheden. De oorzaken hiervan zijn tweeërlei. Op de eerste plaats is het afstandelijke een poging tot zelfbescherming. Immers, wetenschappers hebben per definitie een beperkte kennis van de praktijk. Daarnaast is er sprake van gemakzucht. Databases met marktgegevens zijn onmiddellijk voorhanden; interne, ondernemingsspecifieke informatie moet 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.'

Als een uitvloeisel hiervan ontstond een internationale wetenschappelijke norm, die zeker tot aan het begin van de jaren tachtig de onderneming te veel 'van buiten' bekeek. De enige uitzondering daarop is het werk van Gordon Donaldson. Op basis van enquêtes analyseerde hij bijvoorbeeld de pregnante voorkeur van ondernemingen voor interne financiering, een voorkeur die hij trachtte te verklaren door zich te verdiepen in de interne besluitvorming van ondernemingen (Donaldson, 1961).[8] Sinds het eind van de jaren tachtig hebben zich echter binnen de hoofdstroom van het vakgebied ontwikkelingen voorgedaan die wel degelijk het besluitvormingsproces centraal stellen. Dit betreft de eerder genoemde 'agency-theorierevolutie' waar het mathematisch georiënteerde begrippenapparaat van de agency-theorie, 'information economics' en speltheorie centraal staat.[9] Het agency-tijdperk heeft weliswaar geleid tot een soort eclecticisme en een lappendeken van veelvormige ad hoc-modellen maar gaf de financieel econoom wel een instrument in handen om een blik te werpen op de interne bedrijfsprocessen. Belangentegenstellingen op alle niveaus binnen en buiten de onderneming en de bijbehorende informatieongelijkheden werden de primaire invalshoek voor de verklaring van economische fenomenen. Deze ontwikkelingen bieden een houvast om de gesuggereerde tweedeling in de professie tegen te gaan, of te voorkomen. In het bijzonder kan de recente theorievorming waarin het besluitvormingsproces in organisaties centraal staat, een brug slaan tussen de externe- en interne-ondernemingsfinancieringbenaderingen. Daarmee brengt de interne benadering haar hoogst noodzakelijke wetenschappelijke fundament en theoretisch kader.

De versterking van de interne-ondernemingsfinancieringbenadering die hieruit volgt biedt vooralsnog weinig perspectief op een, meer dan minimale, praktische relevantie van de financieringsleer. In vervolg op de inmiddels klassieke financiële concepten (zoals optieprijstheorie, CAPM, netto contante waarde en portfolio-insurance) vinden de eerste agency-concepten en technieken via seminars, executive teaching, business schools, etc. hun weg naar het bedrijfsleven. Of deze concepten ook leiden tot practisch direct toepasbare instrumenten of technieken is nog zeer de vraag. Wel kunnen nu binnen hetzelfde theoretisch kader de overige aspecten van het financieel ondernemingsbeleid, zoals management accounting (aansturing, budgetering, control) en financial accounting, worden geanalyseerd (te beginnen met de positieve accountingtheorie van Watts en Zimmerman (1986)).

Een belangrijk 'bijproduct' van de recente ontwikkelingen is een versterking van het al eerder genoemde gebrek aan coherentie, en het ontbreken van empirische toetsing. Dit betreft het probleem van 'story telling'. Het is nu de vraag of het mogelijk is de lappendeken van recente agency- en transactiekostenverhalen om te vormen tot een coherent en toetsbaar theoretisch raamwerk. Of zijn er nog andere benaderingen die

uitzicht bieden op de vorming van een of meerdere 'scholen' die binnen een paradigma werken aan een samenhangende en toetsbare kijk op financiële fenomenen?[10] Bovenal is het de vraag of enige (bij)sturing mogelijk is.

5 (Bij)sturing van het onderzoek gewenst?

Het voorgaande klinkt wat defaitistisch, wat somber op zijn minst. Tot voor kort was er immers meer reden om positief tegen de financieringsleer aan te kijken. De theoretische financieringsleer had, zeker in vergelijking met andere richtingen binnen de bedrijfseconomie, een groot aantal concepten opgeleverd die in de praktijk op grote schaal worden toegepast. Enkele voorbeelden zijn: disconteren (kasstromen verspreid in de tijd vergelijkbaar en optelbaar maken), netto contante waarden (naast de factor tijd ook verschillen in risico vergelijkbaar/optelbaar maken), de Black & Scholes optieprijsformule, hedging, duration, gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC), het Gordon-groeimodel, instrumenten voor investeringsselectie, matching, de rol van diversificatie (moderne portefeuilletheorie en CAPM), het concept marktwaarde en een groot aantal financiële innovaties (met name derivaten), portfolio-insurance, etc.

Maar met het agency-tijdperk lijkt de stroom praktische financieringsinstrumenten op te drogen. Ook heeft onze analyse laten zien dat bijsturing van het wetenschappelijk onderzoek urgent is. Drie oplossingsrichtingen zijn denkbaar voor het geschetste gebrek aan coherentie en het ontbreken van een sturende rol van empirisch onderzoek:

1 Het gebrek aan coherentie accepteren en een postmoderne houding aannemen: we nemen afstand van het verlichtingsideaal en streven er niet langer naar de wereld steeds vollediger te beheersen en te verklaren. Daarentegen vertellen we slechts verhalen, gegoten in een wiskundig keurslijf; *mogelijke* uitleggingen van een economisch fenomeen, aangevuld wellicht met 'clinical papers'[11];
2 Theoretici dwingen zich kwetsbaarder op te stellen en strenge eisen stellen aan de empirische toetsbaarheid van hun modellen c.q. de praktische implicaties ervan; een einde maken aan de 'immunisatie strategie' van theoretici;
3 Een verlichte, modernistische oproep tot coherentie, en het komen tot een beperkt aantal, in brede kring geaccepteerde basismodellen met een rol voor financiële beslissingsvariabelen.

Deze laatste (derde) oplossingsrichting zou kunnen suggereren dat we ons allemaal zouden moeten steken in een strak keurslijf. Uiteraard is dit ongewenst. Het zou de pluriformiteit in de wetenschapsbeoefening ernstig aantasten. Verschillende theorieën moeten juist naast elkaar kunnen bestaan. Waar (mogelijk) behoefte aan is, is een situatie met een aantal verschillende theoretische scholen, elk met een zekere mate van volledigheid en zelfstandigheid. Aan elk van deze scholen ligt dan een bepaalde visie ten grondslag, die zich vertaalt in een voor die theoretische school typerende verzameling van veronderstellingen en verklaringsmechanismen.

De drie keuzes specificeren een oplopende gradatie van ambitie. De eerste oplossingsrichting sluit zich aan (of legt zich neer) bij de status quo, de tweede vraagt om een bescheiden 'gedragsaanpassing', terwijl de derde een drastische breuk betekent met het heden en recent verleden. Een keuze voor de postmoderne variant (de eerste oplossingsrichting) betekent doorgaan op de begin jaren tachtig ingeslagen weg. Een voorkeur voor de tweede optie, een sterkere sturende rol van empirisch onderzoek, heeft praktische implicaties en is relatief gemakkelijk implementeerbaar. Het betekent bijvoorbeeld dat de redacties van tijdschriften enkele duidelijke voorwaarden met betrekking tot de empirische toetsbaarheid van theoretische modellen toevoegen aan de huidige lijsten met publicatiecriteria. De derde, modernistische variant betekent voor de wetenschapsbeoefening op dit moment niet veel. Zo valt coherentie niet af te dwingen, en we zullen moeten hopen dat op een bepaald toekomstig moment de vele partiële onderzoekingen (en theorietjes) zullen samenvallen tot coherente theorieën. Een oproep tot coherentie moet dan ook niet opgevat worden als een aansporing tot 'allesomvattende' onderzoeksprojecten. Waar wel onmiddellijk behoefte aan is, is een continu proces van vertaling van vaak abstracte bevindingen naar de praktijk. Hiermee wordt de wetenschapper sneller geconfronteerd met de tekortkomingen in zijn analyse, en wordt het proces naar relevante theorievorming en coherentie versneld. Dit betekent niet dat de huidige theoretische wetenschappelijke activiteiten - hoe teleurstel-

lend en irrelevant voor de praktijk de 'state of the art' soms ook mag lijken - als zinloos moeten worden veroordeeld. Het is een nuttig en fascinerend leerproces dat hopelijk op termijn wèl leidt tot een meer coherente theorievorming.

Wij zijn niet geneigd om te kiezen voor een status quo en maar bij de pakken neerzitten in een postmoderne sprookjeswereld. Het minste wat zou moeten gebeuren is kiezen voor de tweede oplossingsrichting, een einde maken aan de 'immunisatie strategie', en de iteratieve 'feed back loop' tussen theorie en empirie in ere herstellen. De derde richting, restauratie van het eeuwenoude verlichtingsdenken is lovenswaardig maar lastig en moeilijk afdwingbaar. Maar het omgekeerde, het afwijzen van een streven naar groei en coherentie, is zeker verwerpelijk.

6 Slot

Wij hebben vastgesteld dat we in de laatste decennia verder van huis zijn geraakt wat betreft coherentie en empirische toetsbaarheid. De lappendeken van theorieën wordt groter en kleurrijker en daarmee minder overzichtelijk. Het is alsof we steeds meer vragen stellen en er steeds minder van begrijpen. Om met Oliver Hart te spreken: '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', (Hart (1991)). Dus niet alleen schort het aan coherentie en empirische toetsbaarheid, maar ook aan begrip.

Het gevaar bestaat dat men onze analyse interpreteert als een veroordeling van de abstracte wetenschapsbeoefening. Dit zou er bijvoorbeeld toe kunnen leiden dat AIO's op praktijk-georiënteerde onderwerpen worden gezet. Laten we benadrukken dat alleen vanuit een diepgaande kennis van de financieringsleer - hoe abstract ook - er enige hoop is op een toegevoegde waarde voor de praktijk. Is hiervan geen sprake, dan ontbreekt het de (aspirant-)wetenschapper aan wezenlijke kennis, scherpte en inzicht, waarmee hij de praktijk zou kunnen verrijken. Voor Nederland speelt ook mee dat het hier ten lande schort aan fundamenteel onderzoek dat zich richt op de echte top-economische tijdschriften. Hetzelfde geldt voor de Nederlandse bijdragen aan de top-financieringstijdschriften. De door ons bepleite grotere coherentie is alleen met hoogstaand en innovatief theoretisch én empirisch onderzoek te verwezenlijken. Wij constateren dat Nederlanders zich veelal beperken tot het op andere databases imiteren van Amerikaanse studies (zie ook Boot en Cools (1997)). Met deze opmerking willen wij niet zozeer een veroordeling uitspreken alswel aanzetten tot een hoger ambitieniveau.[12]

Daarnaast blijft het de vraag hoe de wetenschapper voldoende feeling kan hebben met de praktijk om ook daadwerkelijk de praktijk van dienst te kunnen zijn. Een noodzakelijke voorwaarde is dat men geïnteresseerd is in het maken van een vertaalslag van theorie naar praktijk. Alleen op deze wijze wordt men een gewaardeerde gesprekspartner. Voor de echte ambitieuze onderzoeker is een bijkomend voordeel van het contact met de praktijk dat het hem stuurt in zijn fundamentele onderzoek. Dit kan er mogelijk toe bijdragen dat de impasse waarin het onderzoek in corporate finance zich bevindt, kan worden doorbroken. Een beter contact met de praktijk zal zeker helpen bij het streven naar coherentie in wetenschappelijke bevindingen. Hierdoor wordt het ook waarschijnlijker dat het onderzoek op het gebied van corporate finance richtinggevend kan zijn voor de praktijk. Tot dat moment is aangebroken zullen we ermee moeten leven dat de praktijk het gedachtegoed van de financieringstheoretici met enig argwaan bekijkt.

LITERATUUR

Boot, Arnoud, (1994), *De financiering van het bedrijfsleven: tussen structuurregime en financiële sector* (Amsterdam University Press, Amsterdam).

Boot, Arnoud, en Kees Cools, (1997), 'Bedrijfeconomisch onderzoek in Nederland: een illusie?', *Economisch Statistische Berichten*, 9 april 1997, pp. 284-288.

Brealey, Richard, en Stewart Myers, (1996), *Principles of corporate finance* (McGraw-Hill Companies, Inc. N.Y.).

Cools, Kees, (1993), *Capital Structure Choice; confronting (meta)theory, empirical tests and executive opinion* (Gianotten, Tilburg).

Donaldson, Gordon (1961), *Corporate debt capacity* (Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston).

Harris, Milton, en Artur Raviv, (1991), The theory of capital structure', *Journal of Finance* 46, pp. 297-355.
Hart, Oliver, (1991), 'Theories of optimal capital structure: a principal-agent perspective', *Working Paper*, MIT.
Jensen, Michael C., en William H. Meckling, (1976), 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics* 24, p. 306.
Kim, E. Han, (1978), 'A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity', *Journal of Finance* 33, pp. 45-64.
Klamer, Arjo, (1984), *Conversations with economists* (Rowman & Allanheld, Totowa, N.J.).
Lakatos, Imre, (1970), 'Falsification and the methodology of scientific research programmes', in Imre Lakatos and Alan Musgrave, eds.: *Criticism and the growth of knowledge* (Cambridge University Press, Cambridge).
Maddala, G.S., (1988), *Introduction to econometrics* (Macmillan Publishing Company, New York).
Modigliani, Franco, en Merton H. Miller, (1958), 'The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment', *American Economic Review* 48, pp. 261-297.
Myers, Stewart, (1984), 'The capital structure puzzle', *Journal of Financial Economics* 5, pp. 146-175.
Myers, Stewart en Nicholas S. Majluf, (1984), 'Corporate financing and investment decisions then firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221.
Ross, Stephen A., (1977), 'The determination of financial structure: the incentive signalling approach', *Bell Journal of Economics* 8, pp. 23-40.
Watts, R.L. en J.L. Zimmerman, (1986), *Positive Accounting Theory* (Prentice Hall International Inc., Englewood Cliffs, N.J.).

NOTEN

1 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 faculteiten grosso modo goed scoorden.

2 Het is belangrijk om hierbij op te merken dat de in de eerste alinea genoemde voorbeelden voor praktische relevantie voornamelijk betrekking hebben op de beleggingsleer. Ook hier schort het aan nieuwe (toepasbare) inzichten. In dit artikel spitsen wij ons toe op de financieringstheorie voorzover dit het financieel beleid van ondernemingen betreft.

3 Een uitzondering zou gemaakt kunnen worden voor de zogenaamde 'behavorial finance' benadering. Deze 'school' is nog niet echt tot ontwikkeling gekomen. Voor onze analyse is deze minder relevant omdat het zich in belangrijke mate richt op de beleggingsleer die buiten het bestek van dit artikel valt.

4 De moderne tijd vangt aan tijdens de verlichting, toen volgens Descartes' *cogito ergo sum* de mens als vrij en onafhankelijk van God denkend wezen werd 'ontdekt'. Volgens het verlichtingsideaal kan de mens de wereld buiten hem kennen en door middel van wetenschappelijk en empirisch onderzoek is hij in staat cumulatieve kennis op te bouwen die de werkelijkheid steeds beter en vollediger kan verklaren. Het postmodernisme laat dat ideaal van cumulatieve en groeiende kennis los.

5 Coryfeeën als Myers ('pecking order *story*'), Titman, Jensen en Akerlof ('An economic theorists book of *tales*') spreken expliciet over 'story telling', *mogelijke* verklaringen en partiële ad hoc-interpretaties.

6 Dit wordt bevestigd in bijvoorbeeld het econometrische standaardwerk van Maddala (1988): 'Theory is rarely informative about functional forms'. Tegelijkertijd realiseren wij ons dat ook de econometrie geen eendimensionale wetenschap is. Dit kwam pregnant naar voren in een experiment van de economen Jan Magnus en Mary Morgan, waarin acht teams van econometristen dezelfde vragen moesten beantwoorden aan de hand van identieke datasets. Doordat elk team eigen schattingsmethoden en eigen economische theorieën bleek te hanteren verkreeg iedereen een ander antwoord met aanzienlijke onderlinge verschillen.

7 Naast de hierboven genoemde artikelen worden in de hoofdstukken 3 en 4 van Cools (1993) vele andere voorbeelden genoemd van de 'immunisatiestrategie' van financieel economen waarmee zij zich wapenen tegen empirische toetsing, verificatie of falsificatie.

8 Donaldson heeft weliswaar naam gemaakt maar is altijd een buitenbeentje gebleven binnen de internationale wetenschappelijke financieringswereld. In de laatste editie van hun standaardleerboek omschrijven Brealy en Myers (1996) Donaldson's verklaring voor interne financiering als een 'sinister explanation'.

9 Ook moet genoemd worden de transactiekostenbenadering. Deze heeft met de agency-theorie (of agencykostenbenadering) grote overeenkomsten. Het onderscheid tussen de agency- en transactiekostenbenaderingen is gaandeweg minder duidelijk geworden, zo merkt bijvoorbeeld Ross (1987) op dat 'many of our theories (of the firm) are now indistinguishable from the transactional approach .....Agency theory... is now the central approach to the theory of managerial behavior'. Zie Boot (1994) voor een overzicht.

10 In de klassieke betekenis van Lakatos (1970) bestaat een paradigma uit een harde kern van veronderstellingen en analysemechanismen waar niet aan getornd wordt (bijv. de neoklassieke nutsaxioma's en enkele principal/agentprincipes) en daarnaast een 'beschermende ring' van hulphypothesen die de harde kern beschermen tegen weerlegging.

11 Stewart Myers, de voormalige president van de American Finance Association lijkt een typische postmodernist. Hij presenteert zijn modellen (inclusief zijn beroemde 'pecking order-theorie') als 'one of many possible stories about corporate finance' (1984), en spreekt over het vakgebied niet in termen van verklaringen en theorieën, maar over beschrijvingen en verhalen. Een van zijn karakteriserende opmerkingen is dat 'A full *description* of corporate financing and investment behaviour will no doubt require telling several *stories* at once'.

12 Wij constateren overigens dat het 'in de Engelse taal publiceren' verheven is tot een doel op zich. Op dit punt hopen we dat spoedig goede Nederlandstalige publicaties (ten minste) even zwaar zullen tellen als publicaties in middelmatige Engelstalige tijdschriften.