

Het liquiditeitsbezit van bedrijven

L. de Haan, C.G. Koedijk en J.E.J. de Vrijer*

In de jaren tachtig ging een stijgende liquiditeitsquote ($M2/Y$) samen met een dalende inflatie. Hiermee leek het traditionele verband tussen beide grootheden doorbroken. Uit een DNB-enquête onder 1800 bedrijven blijkt dat een groot deel van de toegenomen geldvraag is neergeslagen in een vergroot liquiditeitsbezit van bedrijven, die op zijn beurt samenhang met de in de jaren tachtig verbeterde winstgevendheid en de groei van het vermogen.

De monetaire ontwikkeling in de jaren tachtig in Nederland werd gekenmerkt door een opmerkelijke stijging van de liquiditeitsmassa ($M2$: geldhoeveelheid plus secundaire liquiditeiten). De liquiditeitsquote, gedefinieerd als de liquiditeitsmassa in procenten van het nationale inkomen, is tussen 1981 en 1990 met 55% toegenomen (figuur 1). Frappant daarbij is dat de stijging van de liquiditeitsquote gepaard is gegaan met een daling van het inflatietempo, zodat er op de korte en middellange termijn geen stabiel en voorspelbaar verband meer leek te bestaan tussen de ontwikkeling van de liquiditeitsquote en de ontwikkeling van de inflatie. Mede hierdoor heeft de liquiditeitsquote in de tweede helft van de jaren tachtig zijn traditionele indicatorfunctie verloren. Verder trekt de aandacht dat met name het liquiditeitsbezit van bedrijven onevenredig sterk is gestegen.

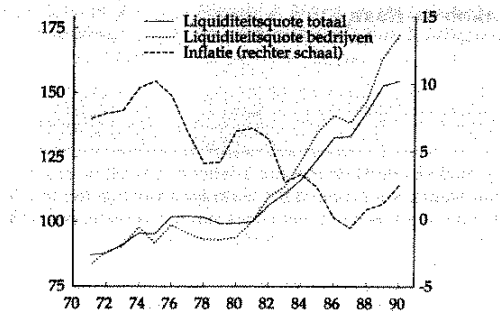
De mogelijke instabiliteit van de geldvraag en het sterk toegenomen liquiditeitsbezit van bedrijven hebben in ons land in de tweede helft van de jaren tachtig de aanzet gegeven tot macro-econometrisch geldvraagonderzoek, specifiek gericht op het vinden van een geldvraagvergelijking voor de Nederlandse bedrijvensector¹. Het bleek echter niet goed mogelijk om de gestegen geldvraag van deze sector te verklaren uit de ontwikkeling van alleen traditionele macro-economische variabelen zoals het inkomen, de rente(structuur) en de inflatie. Uit het onderzoek komt naar voren dat de verbeterde winstgevendheid

en de groei van het vermogen van bedrijven een belangrijke oorzaak hebben gevormd voor de gestegen vraag naar liquiditeiten door bedrijven.

De sterke toeneming van de liquiditeitsquote in de jaren tachtig en de problemen met het verklaren daarvan gaven De Nederlandsche Bank aanleiding om langs andere weg, via het houden van enquêtes, aanvullende informatie te verzamelen over het hoe en waarom daarvan. Daartoe heeft de Bank in de periode juni-september 1991 een representatieve enquête gehouden onder ruim 1.800 Nederlandse bedrijven². Dit onderzoek, waarvan de belangrijkste uitkomsten in dit artikel worden samengevat, levert een bijdrage aan de verklaring van de liquiditeitsstijging in Nederland doordat het in beeld brengt welke micro-economische motieven en gedragingen van individuele ondernemingen ten grondslag hebben gelegen aan het toegenomen liquiditeitsbezit van bedrijven. Dit maakt het tevens mogelijk om de monetaire ontwikkeling beter te begrijpen en te beoordelen.

De vragenlijst voor bedrijven bestond uit 45 vragen, die betrekking hadden op de stijging van het liquiditeitsbezit en de bestemmingen die aan de geaccumuleerde liquiditeiten worden gegeven. Daarbij werd tevens ingegaan op de relatie van het liquiditeitsbezit met het investerings- en financieringsgedrag.

Figuur 1.
Liquiditeitsquote (1981 = 100) en inflatie, 1971-1990



* De auteurs waren ten tijde van het enquête-onderzoek allen werkzaam bij de Studiedienst van de Nederlandsche Bank. Thans is C.G. Koedijk verbonden aan de Rijksuniversiteit Limburg en J.E.J. de Vrijer door de Nederlandsche Bank gedetacheerd bij het IMF.

1. S.K. Kuipers en B. Boertje, On the causes of the rise in the liquidity ratio in the Netherlands during the early eighties, *De Economist*, 1988, blz. 50-90; M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, The demand for money in the Netherlands revisited, *De Economist*, 1990, blz. 276-301.

2. Zie L. de Haan, C.G. Koedijk en J.E.J. de Vrijer, *De stijging van het liquiditeitsbezit in de jaren tachtig: een enquête onder Nederlandse bedrijven en financiële instellingen*, Monetaire Monografieën nr. 12, De Nederlandsche Bank NV, Amsterdam, 1992. In deze publikatie wordt ook verslag gedaan van een gelijktijdig gehouden enquête onder 33 grotere financiële instellingen.

In dit artikel wordt een selectie van de desbetreffende enquêtevragen gereproduceerd (cursief afgedrukt) en de antwoorden daarop besproken. Eerst komen de enquêteresultaten met betrekking tot het liquiditeitsbezit aan bod, vervolgens die welke betrekking hebben op het financierings- en investeringsgedrag van bedrijven.

Liquiditeitsbezit

De enquêtevragen die hieronder de revue passeren, hebben betrekking op de ontwikkeling van het liquiditeitsbezit alsmede op de oorzaken daarvan, op de afweging tussen het aanhouden van liquiditeiten en effecten, de bestemming van de liquiditeiten en de gewenste omvang van het liquiditeitsbezit.

Zit u nu ruimer in uw liquiditeiten in vergelijking met 1985?

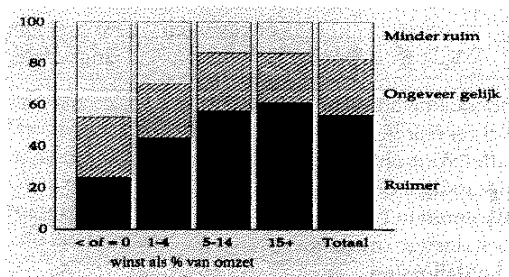
Van de bedrijven die al in 1985 bestonden, meent 55% ook zelf dat de liquiditeitspositie ten opzichte van vijf jaar geleden is verruimd³, zie figuur 2. Volgens 27% is de liquiditeitspositie ongeveer gelijk gebleven, terwijl bij 19% enige verkrapping zou zijn opgetreden. Verder komt naar voren dat de mate van winstgevendheid een belangrijke indicator is voor de liquiditeitsontwikkeling: naarmate de winstgevendheid groter is, is een duidelijker versterking van de liquiditeitspositie opgetreden. Het belang van de winstgevendheid voor de liquiditeitsontwikkeling blijkt ook uit de antwoorden op de volgende vraag.

Wat is de oorzaak van de verbetering van uw liquiditeitspositie?

Van de bedrijven die thans ruimer in hun liquiditeiten zeggen te zitten dan vijf jaar geleden, geeft maar liefst 87% hiervoor een verbeterd bedrijfsresultaat als oorzaak op (tabel 1). Ook een beter werkkapitaalbeheer (efficiënter voorraadbeheer en kortere debiteurentermijnen) blijkt een oorzaak van de ruimere liquiditeitspositie te zijn. Ten slotte heeft een geringere stijging of een verlaging van de investeringen hiertoe bijgedragen. Opmerkelijk is dat rentefactoren, die in de traditionele geldvraagtheorie veel aandacht krijgen, nauwelijks een rol spelen. De korte rente is in de loop van de beschouwde periode 1985-1990 immers meer gestegen dan de lange rente, waardoor liquiditeitsaanhouding aantrekkelijker is geworden. In theorie zou dit tot substitutie van effecten door liquiditeiten hebben moeten leiden. De volgende vraag gaat daarom nader in op de afweging tussen liquiditeitsbezit en effectenbezit.

Heeft u wel eens geld van uw bedrijf aangewend voor het kopen van effecten als belegging, of heeft u wel eens overwogen dit te doen?

De afweging tussen liquiditeiten en effecten blijkt voor de meeste bedrijven nauwelijks een rol te spelen. Volgens de enquête was eind 1990 niet meer dan 3% van de bedrijven in het bezit van effecten, had 6% van de bedrijven ooit liquiditeiten gebruikt om effecten te kopen, en had 7% dit wel eens overwogen. Het aanhouden van liquiditeiten voor transacties in de vermogenssfeer is dan ook geen factor van betekenis bij de verklaring van het gestegen liquiditeitsbezit. De belangrijkste bestemmingen die bedrijven hebben voor hun liquiditeiten komen in de volgende vraag aan de orde.



Figuur 2.
Liquiditeitspositie 1990 t.o.v. 1985, procenten van het aantal bedrijven per winstklasse

Stijging bedrijfsresultaat	87
Beter voorraadbeheer	21
Kortere debiteurentermijn	15
Minder investeringen	10
Leasen i.p.v. kopen	3
Renteniveau	4
Rentestructuur	1

Tabel 1.
Oorzaken van Liquiditeitsverruiming, procenten van het aantal bedrijven

Welke bestemmingen hebt u in zijn algemeenheid voor uw liquiditeiten? Kunt u een rangorde aanbrengen in de door u genoemde bestemmingen?

De standaard-financieringstheorie begint altijd met een opsomming van de drie hoofdmotieven voor de aanhouding van geld door bedrijven: het transactie-, het voorzorgs- en het speculatiemotief. Een transactiekas is noodzakelijk om de periode tussen voorzienbare kasuitgaven en -ontvangsten te kunnen overbruggen. Daarboven bestaat behoefte aan een voorzorgskas vanwege de onzekerheid over deze toekomstige kasstromen. Ten slotte wordt een speculatiekas aangehouden om snel te kunnen reageren indien zich onverwacht aantrekkelijke investerings- en overnamekansen voordoen.

Het transactie- en voorzorgsmotief hebben in de theoretische literatuur veel aandacht gekregen. Volgens de zogenoemde transactiebenadering van de geldvraag is het gewenste liquiditeitsbezit van bedrijven positief afhankelijk van zowel het volume als het aantal van de voorgenomen toekomstige transacties alsmede van de onzekerheden daaromtrent, en negatief gerelateerd aan de rentevoet⁴.

Het transactie- en voorzorgsmotief worden ook door de bedrijven zelf het belangrijkste geacht. Bijna negen op de tien bedrijven noemt het doen van lopende betalingen als bestemming van het liquiditeitsbezit, terwijl ruim de helft van de bedrijven liquiditeiten nodig heeft om snel rekeningen te kunnen betalen (tabel 2). Op de tweede plaats volgt het voorzorgsmotief: voor 45% van de bedrijven vormen liquiditeiten een buffer voor onvoorziene omstandigheden. Voorts worden liquiditeiten bestemd om te kunnen investeren en voor toekomstige overnames. Voor zover het hierbij gaat om niet-geplande

3. Een derde van de geënquêteerde bedrijven bestond nog niet in 1985. De enquête gaat niet verder terug dan 1985 om dit aantal 'starters' te beperken alsmede vanwege de problemen die bedrijven bleken te hebben om over het verdere verleden betrouwbare informatie te leveren.

4. Zie voor een overzicht van de geldvraagtheorie: S.M. Goldfeld en D.E. Sichel, The demand for money, in: B.M. Friedman en F.H. Hahn (red.), *Handbook of monetary economics*, North Holland, Amsterdam, 1990, blz. 299-356.

Tabel 2.
Bestemming van het liquiditeitsbezit, procenten van het aantal bedrijven

	ongewogen	gewogen met rangorde ^a
Lopende betalingen	88	44
Snel rekeningen betalen	51	20
Buffer voor onvoorziene omstandigheden	45	15
Investeren in fysieke activa	39	12
Toekomstige overnames	6	1
Schuldaflissing	16	5

a. De belangrijkste bestemming kreeg gewicht 4, de op een na belangrijkste 3, enzovoort.

investeringen en overnames, is sprake van het speculatiemotief, anders van het transactiemotief. Ten slotte dienen liquiditeiten andere doeleinden, zoals de wens om de vermogensstructuur te verbeteren: het reserveren van liquiditeiten voor schuldaflissing wordt door 16% van de bedrijven als liquiditeitsbestemming aangegeven; bij verliesgevende bedrijven is dit bij 33% het geval.

Ieder bedrijf heeft wel redenen om liquiditeiten aan te houden. Stel de omzet van uw bedrijf is 100, welk percentage daarvan zou u dan ongeveer als liquiditeit willen aanhouden?

In theorie streeft ieder bedrijf een bepaalde optimale omvang van het liquiditeitsbezit na. Bijna 60% van de geënquêteerde bedrijven geeft een gewenste hoeveelheid liquiditeiten in procenten van de omzet op. Voor deze bedrijven is het dus mogelijk na te gaan in hoeverre ze eind 1990 van hun optimum afwaken. Het feitelijke liquiditeitsbezit bleek eind 1990 bij 33% van de bedrijven het gewenste niveau te overtreffen. Bij de overige bedrijven week het feitelijke liquiditeitsbezit niet genoeg van de doelstelling af om een duidelijke uitspraak te kunnen doen. Voor zover bij bedrijven sprake is van overliquiditeit, is deze dus geconcentreerd bij slechts een beperkt deel (een derde) van de bedrijven. Van de be-

Tabel 3.
Liquiditeitsbezit, winstgevendheid en vermogensstructuur

	Kruistabellen: procenten van het aantal bedrijven ^a			Variantie-analyse: gewogen gem. mutaties
	liquiditeitspercentage			
	gestegen	gelijk	gedaald	mutatie
Winstmarge				
• gestegen	55	20	25	2,9
• gelijk	38	36	26	0,0
• gedaald	39	19	42	-1,9
	$\chi^2 = 52,0^b$			$F = 5,1^b$
	solvabiliteitsratio			
	gestegen	gelijk	gedaald	mutatie
Winstmarge				
• gestegen	68	13	19	8,3
• gelijk	41	39	20	1,3
• gedaald	48	13	39	0,2
	$\chi^2 = 113,0^b$			$F = 27,5^b$

a. De rijen tellen, afgezien van afrondingsverschillen, op tot 100%.
b. Significant op het 99%-betrouwbaarheidsniveau.

drijven waarvan de liquiditeitspositie tussen 1985 en 1990 is verruimd, is echter bij de helft sprake van overliquiditeit.

Financierings- en investeringsgedrag

Dat de liquiditeitsaccumulatie vooral is veroorzaakt door een stijging van de winst, impliceert dat de gestegen winsten grotendeels door de bedrijven zijn gereserveerd voor eventuele latere bestedingen. De winstinhouding kan ook consequenties hebben gehad voor de vermogensstructuur van de bedrijven. Winstreservering gaat immers samen met een stijging van het eigen vermogen. Dit leidt tot een hogere solvabiliteitsratio (eigen vermogen in procenten van het totale vermogen) mits bedrijven hun vreemde vermogen procentueel minder hard laten groeien dan het eigen vermogen. Bedrijven hadden er, gelet op de slechte vermogensverhoudingen aan het begin van de jaren tachtig, alle reden toe om relatief terughoudend te zijn met het aantrekken van nieuw vreemd vermogen. Uit de enquête komt dan ook naar voren dat bedrijven die in 1990 ruimer in hun liquiditeiten zitten dan vijf jaar geleden, veelal ook een stijging van hun winstgevendheid en hun solvabiliteitsratio hebben gerealiseerd. De kruistabellen in tabel 3 laten zien dat van de bedrijven waarvan de winstmarge tussen 1985 en 1990 is gestegen, een significant groter deel ook hun liquiditeitspercentage en solvabiliteitsratio heeft zien toenemen. Een variantie-analyse leert verder dat bedrijven waarvan de winstmarge is toegenomen, gemiddeld een significant gunstigere ontwikkeling van hun liquiditeits- en solvabiliteitspositie hebben gerealiseerd dan bedrijven waarvan de winstpositie is verslechterd. Het verband tussen winststijging enerzijds en liquiditeitsaccumulatie anderzijds zit niet in de transactiebenadering van de geldvraag, die immers het gewenste liquiditeitsbezit relateert aan de transactie-omvang. Wel is het onder te brengen in de zogenoemde portefeuillebenadering, volgens welke de geldvraag gerelateerd is aan het vermogen. Een stijging van de winst leidt ceteris paribus via winstinhouding tot een stijging van het vermogen. Dit brengt volgens de portefeuilletheorie een stijging van de vermogenscomponent liquiditeiten met zich, waarbij het van de rente afhangt of het vermogensaandeel van de liquide middelen gelijk blijft of verandert.

Met de portefeuilletheorie zijn er echter problemen. Zo lijkt de portefeuilletheorie niet goed op te gaan voor bedrijven die blijkens de enquête geen beleggers zijn, geen effecten hebben en de rente niet of nauwelijks zien als bepalende factor voor de geldvraag. Voorts is om twee redenen niet duidelijk waarom meer winst automatisch tot meer liquiditeiten leidt. Ten eerste is winstinhouding slechts een van de drie financieringsbronnen waaruit een bedrijf kan putten, naast vreemd vermogen en aandelenkapitaal. Ten tweede zal winstinhouding niet een stijging van de hoeveelheid liquide middelen veroorzaken indien de ingehouden winst direct wordt gebruikt voor investeringen in produktiemiddelen of voor de aflossing van schulden. Een mogelijke reden dat meer winst niet direct tot meer investeringen leidt, is dat aantrekkelijke investeringsprojecten in de praktijk doorgaans niet voor het oprapen liggen dan wel een lange voorbereidingstijd vergen. Schuldaflissen kan wellicht sneller dan investeren,

maar schuldaflossing brengt een extra stijging van de solvabiliteitsratio teweeg, bovenop de stijging van de solvabiliteitsratio als gevolg van de winstreservering. Het is de vraag of bedrijven dat altijd even wenselijk vinden. In de enquête is daarom nader onderzoek gedaan naar deze aspecten van het financierings- en investeringsgedrag van bedrijven. De volgende vraag betreft de keuze uit de drie genoemde financieringsbronnen.

Kunt u aangeven welke van de volgende financieringsvormen: vreemd vermogen, winstinhoudingen, aandelen, bij uitbreiding van het vermogen (bij voorbeeld voor investeringen) voor u op de eerste, tweede, respectievelijk de derde plaats komen?

De meeste bedrijven hebben blijkens de enquête een uitgesproken voorkeur voor interne financiering (winstinhouding), zie tabel 4. Meer dan een kwart van de bedrijven beperkt zich zelfs uitsluitend tot interne financiering. Op de tweede plaats komt vreemd vermogen en pas als laatste aandelenfinanciering. Gevraagd naar de achterliggende oorzaken van deze voorkeur, wordt door 17% van de bedrijven als reden opgegeven dat extern vermogen te duur is; van deze groep heeft zelfs 73% een voorkeur voor interne financiering. Verder worden fiscale redenen en de beschikbaarheid van vreemd vermogen als redenen genoemd.

Deze uitkomsten bevestigen dat bedrijven zich gedragen conform de zogenoemde pikordetheorie, volgens welke bedrijven financieringsbronnen in een vaste volgorde of pikorde plegen aan te boren: eerst zoveel mogelijk intern (uit de ingehouden winst), vervolgens vreemd vermogen en dan pas aandelenvermogen⁵. In deze theorie wordt de voorkeur voor interne financiering verklaard uit het bestaan van asymmetrische informatie, wat in dit geval wil zeggen dat externe vermogensverschaffers minder goed op de hoogte zijn van de kwaliteit van het te financieren investeringsproject dan de ondernemingsleiding zelf. Dit maakt externe financiering duurder dan interne financiering, omdat bedrijven de externe vermogensverschaffers moeten zien 'over te halen' door het bieden van extra rendement. Aangezien aandeelhouders doorgaans een groter risico lopen dan de vreemd vermogensverschaffers, speelt het probleem van asymmetrische informatie meer bij aandelen dan bij schuldtitels. Hierdoor ontstaat pikordefinanciering: eerst zoveel mogelijk intern, vervolgens vreemd vermogen en dan pas aandelenkapitaal.

Het gebleken pikordegedrag is er verantwoordelijk voor dat de gestegen winsten grotendeels door de bedrijven zijn gereserveerd. Rest nog de vraag waarom de winsten niet meer zijn gebruikt om te investeren of om schulden af te lossen in plaats van ze te gebruiken voor liquiditeitsaccumulatie. Hierop hebben de volgende vragen betrekking.

Is er naar uw mening binnen uw bedrijf een gebrek aan aantrekkelijke investeringsprojecten met voldoende rendement?

Een mogelijke reden waarom bedrijven hun gestegen liquiditeiten niet in belangrijkere mate hebben gebruikt om te investeren, is dat bedrijven een gebrek hebben aan rendabele investeringsprojecten. Desgevraagd blijkt echter uit de enquête dat het merendeel van het bedrijfsleven (81%) hier geen ge-

	Voorkeur		
	1	2	3
Intern	54	11	1
Vreemd vermogen	18	40	8
Aandelen	3	7	30
Geen voorkeur	25	-	-
Niets genoemd op de 2e/3e plaats		42	61

brek aan heeft. Er is in het algemeen dan ook geen duidelijk verband tussen het al dan niet hebben van een gebrek aan investeringsmogelijkheden en de omvang en stijging van het liquiditeitsbezit. Van de overliquide bedrijven heeft 78% geen gebrek aan investeringsprojecten; dit percentage wijkt niet noemenswaard af van dat voor de gehele populatie.

Tabel 4.
Voorkeur voor financieringsvormen, procenten van het aantal bedrijven

Zijn er voor uw bedrijf financiële beperkingen om investeringsprojecten uit te voeren?

Heeft slechts een beperkt aantal bedrijven een gebrek aan aantrekkelijke investeringsprojecten, daartegenover staat dat een aanzienlijk deel van de bedrijven (45%) wel financiële beperkingen ondervindt om deze projecten uit te voeren. Bij financiële beperkingen kan onder meer worden gedacht aan randvoorwaarden die een bedrijf zichzelf stelt, bij voorbeeld ten aanzien van de solvabiliteit, de liquiditeit en de mate van externe financiering, of aan beperkingen die het bedrijf worden opgelegd door de externe vermogensverschaffers. Uit de enquête komt naar voren dat bedrijven die verlies lijden of waarvan de winstgevendheid zeer gering is, dergelijke financiële beperkingen op hun investeringen het meeste noemen. Financiële beperkingen komen meer voor bij bedrijven die minder liquiditeiten bezitten dan ze zelf wenselijk achten (52%), maar ook onder bedrijven met een hoger dan gewenst liquiditeitsbezit komen financiële beperkingen voor (39%). Er blijkt voor het overige geen duidelijk verband te bestaan tussen de omvang en stijging van het feitelijke liquiditeitsbezit en het ondervinden van financiële beperkingen.

Concluderend komt uit de enquête naar voren dat een gebrek aan investeringsmogelijkheden in kwantitatief opzicht geen belangrijk verschijnsel is. Het tegendeel is eerder het geval: voor veel bedrijven zijn er juist financiële beperkingen die ervoor zorgen dat niet alle aantrekkelijke investeringsprojecten kunnen worden uitgevoerd. Om erachter te komen waarom bedrijven hun toegenomen liquiditeitsbezit dan niet meer hebben gebruikt om schulden af te lossen, is de volgende vraag gesteld.

Overweegt u in het komende jaar liquiditeitsoverschotten (geld- en banktegoeden die niet nodig zijn voor lopende betalingen) te gebruiken om schulden af te lossen (dus de vermogensstructuur te verbeteren)? Zo niet, wat zijn de belangrijkste redenen voor uw bedrijf om dit niet te doen?

Van de circa 70% van de bedrijven die eind 1990

5. Zie ook L. de Haan, Solvabiliteit en pikordegedrag, *ESB*, 8 april 1992, blz. 344-348, en de daarin aangehaalde literatuur.

schulden hadden, overweegt ongeveer de helft in het komende jaar liquiditeitsoverschotten te gebruiken voor schuldaflossing. De meest genoemde reden om liquiditeitsoverschotten niet aan te wenden voor schuldaflossing, is dat deze voor andere bestemmingen zijn gereserveerd of dat ze ontoereikend zijn. Bijna een kwart van de bedrijven die niet van plan zijn om schulden af te lossen, zegt dat aflossing niet past in hun doelstelling met betrekking tot de vermogensstructuur. Met andere woorden, ze vinden hun solvabiliteit al hoog genoeg. In de enquête is ook specifiek ingegaan op het aflossingsgedrag met betrekking tot kort bankkrediet. De reden om hieraan aparte aandacht te besteden is dat het gebruik van kort bankkrediet voor het overbruggen van liquiditeitstekorten vrij algemeen is en verwacht mag worden dat zodra de liquiditeitspositie dat toelaat kort bankkrediet afgelost wordt⁶. De vraag luidde als volgt.

Gebruikt u wel eens liquiditeitsoverschotten (liquiditeiten die niet nodig zijn voor de lopende bedrijfsvoering) om kort bankkrediet af te lossen? Welke factoren spelen voor u een rol bij de beslissing liquiditeiten te gebruiken om al of niet kort bankkrediet af te lossen? Van de 40% van de bedrijven die eind 1990 kort bankkrediet hadden opgenomen, zegt ruim de helft liquiditeitsoverschotten ook te gebruiken om dit af te lossen. Ruim 40% van de bedrijven die liquiditeitsoverschotten gebruiken om bankkrediet af te lossen, heeft een doelstelling voor de op langere termijn gewenste omvang van het korte bankkrediet; de helft van deze bedrijven wil het korte bankkrediet zelfs geheel aflossen. Het al dan niet gebruiken van liquiditeiten voor het aflossen van kort bankkrediet, houdt voor de meeste bedrijven (62%) verband met de beschikbaarheid van liquiditeitsoverschotten. Daarnaast streeft 20% van de bedrijven ernaar de afhankelijkheid van nieuw bankkrediet in de toekomst zoveel mogelijk te vermijden. Bij dit streven naar onafhankelijkheid van bankkrediet spelen bij 11% van de bedrijven het risico van tussentijdse wijzigingen in de rentestand en mogelijke zwaardere leningcondities in de toekomst een rol. Ten slotte worden de gevolgen van kredietaflossing voor de vermogensstructuur door 10% van de bedrijven in overweging genomen.

Uit bovenstaande resultaten komt duidelijk naar voren dat het streven om niet te afhankelijk te zijn van banken en andere externe vermogensverschaffers, alsmede overwegingen met betrekking tot de vermogensstructuur, een duidelijke weerslag op het aflossingsgedrag van bedrijven hebben.

Conclusie

Volgens het merendeel van de geënquêteerde bedrijven is tussen 1985 en 1990 een verruiming van hun liquiditeitspositie opgetreden. De toegenomen winsten worden daarvoor het meest als oorzaak genoemd. De uitgesproken voorkeur voor interne financiering (winstinhouding) blijkt daarbij een belangrijke schakel. De enquête bevestigt weliswaar dat veel bedrijven uit het oogpunt van het transactien voorzorgsmotief een gewenst liquiditeitsbezit hebben, maar tevens blijkt dat bedrijven de feitelijke ontwikkeling van hun liquiditeitsbezit voor een belangrijk deel af laten hangen van de financierings-

behoefte uit hoofde van nieuwe investeringen en de mogelijkheden tot interne financiering. Bij de helft van de bedrijven die ruimer in hun liquiditeiten zitten dan vijf jaar geleden, is het liquiditeitsbezit meer toegenomen dan op langere termijn wenselijk wordt geacht. Kennelijk hebben deze bedrijven hun streven naar zoveel mogelijk interne financiering laten prevaleren boven de doelstelling voor de omvang van hun liquiditeitsbezit op langere termijn. Een gebrek aan aantrekkelijke investeringsprojecten blijkt bij de opgetreden liquiditeitsstijging geen grote rol te spelen. Eerder is het zo dat bedrijven niet alle investeringsprojecten kunnen uitvoeren vanwege financiële beperkingen, zoals de mogelijkheden tot interne financiering. Soms worden beschikbare liquiditeitsoverschotten niet direct gebruikt om schulden af te lossen, omdat het niet past in de doelstelling van de vermogensstructuur of om niet meteen weer afhankelijk te zijn van nieuw bankkrediet bij de toekomstige financiering van investeringen. De resultaten van de enquête bevestigen de uitkomst van macro-econometrisch geldvraagonderzoek dat de groei van het vermogen een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan de stijging van het liquiditeitsbezit van bedrijven. De vermogenstoename kon in belangrijke mate worden gerealiseerd dank zij een hogere winstgevendheid. Er is door de enquête evenwel meer inzicht verkregen in de motieven en gedragingen die hierachter liggen. Met name de sterke voorkeur voor interne financiering (pikordegedrag) en het terughoudende aflossingsgedrag blijken een belangrijke rol te hebben gespeeld. Macro-economisch beschouwd heeft het winstherstel in de jaren tachtig, resultaat van het op loonmatiging gerichte economisch herstelbeleid, het bedrijfsleven in staat gesteld op drie fronten tegelijk een slag te slaan: er kon meer worden geïnvesteerd, de vermogensverhoudingen konden worden verbeterd en de liquiditeitspositie kon worden versterkt. Dit laatste was ook wenselijk, omdat de financiële positie van het bedrijfsleven aan het begin van de jaren tachtig sterk was verzwakt en bedrijven ernaar streefden om de afhankelijkheid van externe vermogensverschaffers te verminderen. De stijging van de solvabiliteit werd gerealiseerd zonder dat het beroep op vreemd vermogen werd verminderd, zodat het totale vermogen van bedrijven relatief snel kon toenemen. Tevens wordt duidelijk waarom in de jaren tachtig de liquiditeitsquote opliep, terwijl de inflatie juist afnam. De betrachte loonmatiging lag – via het winstherstel – ten grondslag aan de liquiditeitsaccumulatie, terwijl hiervan tevens een belangrijk neerwaarts effect uitging op het inflatietempo.

L. de Haan
C.G. Koedijk
J.E.J. de Vrijer

6. Zie hierover verder: L. de Haan, C.G. Koedijk en J.E.J. de Vrijer, Gebruik van kort bankkrediet nader bekeken, *Bank- en Effectenbedrijf*, november 1992, blz. 28-33.