

## University of Groningen

### Het belang van werkkapitaalbeheer

Dorsman, André; Westerman, Willem

*Published in:*  
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

**IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.**

*Document Version*  
Publisher's PDF, also known as Version of record

*Publication date:*  
2016

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

*Citation for published version (APA):*  
Dorsman, A., & Westerman, W. (2016). Het belang van werkkapitaalbeheer. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 90(5), 178-184.

#### **Copyright**

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

#### **Take-down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

*Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.*

# Het belang van werkkapitaalbeheer

André Dorsman en Wim Westerman

**SAMENVATTING** Problemen met het werkkapitaal zijn vaak indicatoren voor moeilijke situaties in ondernemingen in het algemeen, zoals blijkt uit recente voorbeelden, maar ze hebben natuurlijk ook kenmerken van eigen aard. In dit artikel wordt daarom het oog gericht op de geschiedenis en de toekomst van het beheer van het werkkapitaal. Wij beschrijven eerst de “state of the art” in vier opmerkelijke jaren: 1900, 1930, 1960 en 1990. In deze jaren prevaleerden respectievelijk een operationele aanpak, een boekhoudkundige aanpak, een economische benadering en een vermogensmarktvisie. Daarbij geven we aan, waar zich tegenwoordig knelpunten in het werkkapitaalbeheer voordoen. We laten zien dat alle benaderingen hun verdiensten hebben voor het huidige beleid. Dit stelt ons in staat om praktische en academische stappen voor te stellen richting het jaar 2020. In dit themanummer wordt het werkkapitaalbeheer door verschillende auteurs van diverse standpunten gezien. In dit artikel wordt kort op deze bijdragen ingegaan.

**RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK** Ondernemingen gaan failliet als zij hun rekeningen niet meer kunnen betalen. Een onderneming in moeilijkheden zal wachten met het betalen van zijn leveranciers en kan problemen krijgen met zijn afnemers. De analyse van de ontwikkeling van het werkkapitaal kan additionele informatie verschaffen over het wel en wee van een onderneming en helpen bij het beheer daarvan.

## 1 Inleiding

Werkkapitaalbeheer is een evergreen. Sinds het bestaan van ondernemingen is het werkkapitaalbeheer van elementair belang voor de bedrijfsvoering. De Vereenigde Oostindische Compagnie (VOC) had al direct na haar oprichting in 1602 te kampen met liquiditeitsproblemen veroorzaakt door een niet adequaat beheer van het werkkapitaal. De VOC werd bestuurd vanuit zeven kamers, zes in Nederland en één in Batavia in Nederlands-Indië, die ieder een eigen financiële verantwoordelijkheid en dus een eigen administratie hadden. Schalk et al. (2012) onderzochten de administratie van Enkhuizen, op Amsterdam en Middelburg na, qua ingelegd aandelenkapitaal de grootste kamer. Zij concluderen uit de administratie van de kamer van Enkhuizen dat al het door aandeelhouders ingelegde geld werd gebruikt voor directe investeringen in vlottend en vast kapitaal en dat daarbij geen reserves werden opgebouwd. Door schade en schande moest men leren toekomstige uitgaven te plannen. Hiermee begon de VOC in 1630.

Met de financiële crisis, waar ondernemingen sinds 2008 mee kampen, staat het werkkapitaalbeheer weer in de schijnwerpers. Een duidelijk voorbeeld waar het misging is de Imtech-casus. Nog voor de fraude bij Imtech Duitsland aan het licht kwam, werd door beleggingsanalist Teunisse van ABN Amro in november 2012 al gerapporteerd dat de hoge omzetgroei gepaard ging met een wel erg sterke stijging van de post debiteuren. Het bestuur van Imtech was woedend over het rapport van deze analist en over zoveel “vermeende onkunde”. In het geval van Imtech was het werkkapitaal echter wel een indicator voor de problemen.

In de financiële crisis werden de betaaltermijnen opgerekt. Graydon (2015) maakte op 7 september 2015 bekend dat ondernemers in het tweede kwartaal van 2015 hun rekeningen gemiddeld na 42,5 dagen betalen. Sinds de metingen in 2002 gestart zijn, is de gemiddelde betaaltermijn volgens Graydon nog nooit zo laag geweest. Graydon meent dat de oorzaak van deze – relatief – korte betaaltermijn is gelegen in het groeiend vertrouwen van ondernemers in de toekomst. De door Graydon geconstateerde ontwikkeling is in lijn met bevindingen van EY. EY (2015) concludeert dat het werkkapitaalbeheer van de grotere ondernemingen in de US en Europa in 2014 ten opzichte van 2013 is verbeterd.

Ondernemingen komen in de problemen doordat zij op korte termijn niet aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen. Daarom zijn financieel verantwoordelijke personen van nature geneigd om toch even dagelijks een blik op de liquiditeitspositie van een onderneming te richten. Maar ondernemers, van nature optimistisch, hebben nogal eens de neiging om te beweren: “ik ben even niet liquide, maar wel solvabel”, suggererende dat kortetermijnliquiditeitsproblemen slechts tijdelijk zijn en dat er in principe met hun onderneming niets aan de hand is.

Echter, hoeveel ondernemingen gingen – ook recent – met een dijk van een balans toch niet ten onder? Bij menig faillissement gaf tot op het laatst de accountant een goedkeurende verklaring af. Dit roept de vraag op wat de toevoegende waarde is van een accountantsverklaring en of deze voor ondernemingen wel of niet verplicht moet worden gesteld. Deze vraag is mede van belang omdat voor diverse ondernemingen de boekhoudkundige waarde de marktwaarde van het eigen vermogen per aandeel te boven gaat. In appendix A zijn voor in de AEX opgenomen ondernemingen deze gegevens per ultimo 2014 vermeld.

Opvallend is dat voor financiële instellingen de boekwaarde substantieel hoger ligt dan de marktwaarde. Na zes jaar crisis zou je verwachten dat de accountants voor bedrijven uit deze sector het risico toch anders zouden prijzen. Voorts blijkt dat voor de uitgeverijen RELX (vroeger Read Elsevier) en Wolters Kluwer per ultimo 2014 het boekhoudkundig eigen vermogen slechts 10% respectievelijk 28% van de marktwaarde van het eigen vermogen uitmaakt. Blijkbaar is het boekhoudkundig gezien moeilijk om uitgeefrechten te waarderen en worden deze in de boekwaardebalans zwaar ondergewaardeerd. PostNL is een winstgevend onderneming, die echter geen dividend mag uitkeren omdat het boekhoudkundig eigen vermogen negatief is. PostNL is op de Euronext Amsterdam genoteerd, maakt onderdeel uit van de zogenaamde midkap index en is dus gehouden aan de regels van IFRS. Per ultimo 2014 (en ook per ultimo 2015) was het eigen vermogen van PostNL negatief. Hoe een negatief eigen vermogen moet worden geïnterpreteerd is een raadsel. Hebben de aandeelhouders een schuld aan de onderneming?

Het vraagstuk van marktwaarde versus boekwaarde is voor het werkkapitaalbeheer relevant omdat het eerder of later vrijvallen van kasstromen de ondernemingswaarde beïnvloedt en voor de waardebepaling van deze mutatie de vermogenskostenvoet van belang is. Indien men zou uitgaan van de marktwaarden van het eigen vermogen en van het vreemd vermogen, wordt op de juiste wijze de gevolgen van eventuele wijzigingen in het werkkapitaalbeleid op de waarde van de onderneming bepaald. Te vrezen is echter, dat men zich (gedeeltelijk) door boekwaardegrootheden zal laten leiden. Dit klemt des te meer omdat de verschillen in de ratio marktwaarde/boekwaarde per sector groot zijn. Zoals aangegeven wordt de waarde van het eigen vermogen bij het bankwezen zwaar over- en bij uitgeefmaatschappijen en ook bij PostNL zwaar ondergewaardeerd, indien men van boekwaarden in plaats van marktwaarden zou uitgaan. Dat het foutieve gebruik van boekwaarden tot verkeerde beleidskeuzes kan leiden is evident. Uit bovenstaande blijkt dat het waarden van ondernemingen er niet gemakkelijker op wordt. De boekwaardebalans heeft slechts een beperkte waarde. De vraag is nu of gegevens betreffende het

werkkapitaal aanvullende waarde vertegenwoordigen. In de loop der tijd zijn er programma's voor het werkkapitaalbeheer ontwikkeld. Ieder moment in de tijd kent daar zijn eigen visie. In tabel 1 zijn de werkkapitaalprogramma's in de tijd gezet. Wij zien een cyclus van ruwweg 30 jaar, te beginnen in 1900.

In paragraaf 2 zullen wij de in de tijd te onderscheiden benaderingen beschrijven. Hierdoor wordt inzicht verkregen in de kennisontwikkeling op het gebied van werkkapitaalbeheer. Deze ontwikkeling staat niet op zichzelf, maar wordt door externe factoren bepaald. Ieder te onderscheiden periode kent zijn visies, die ook nu nog van belang kunnen zijn. In dat licht geven wij in paragraaf 3 een overzicht van de andere artikelen die in dit themanummer aan de orde komen. Deze artikelen belichten de huidige informatiebenadering. Wij ronden in paragraaf 4 het artikel af met een samenvatting en conclusie.

## 2 Benaderingswijzen in de tijd

### 2.1 Operationele benadering (1900)

Tegen het einde van de 19<sup>de</sup> eeuw werd het concept van de soevereine staat geherdefinieerd. Het aantal grenzen nam daarmee sterk af. Daarnaast werd de aardbol opgedeeld in soevereine staten en kolonies. Staatsgrenzen werden gevestigd en/of beveiligd en plaatselijke bevestigingswerken verloren hun functie. Overheidsbureaucratieën werden tot perfectie gebracht, waarbij Duitsland naast Engeland en de Verenigde Staten uitgroeide tot een leidende natie. In de doorzettende industriële revolutie ontstonden grote ondernemingen, actief in een hele bedrijfskolom of zelfs daarbuiten en met een steeds sterkere multinationale presentie. Het aansturen van deze ondernemingen was een nieuwe uitdaging. Het Tayloriaanse concept van het managen van ondernemingen liet zien hoe specialisatie leidde tot zowel splitsing van operationele taken als een behoefte tot een operationele aansturing van deze activiteiten.

Werkkapitaalmanagement werd een zaak van kortetermijnpolitiek, waarbij gekeken werd naar voorraden en stromen van zowel het totale werkkapitaal als de componenten ervan. Inkopen, crediteuren, machines en

**Tabel 1** Ontwikkelingen in het werkkapitaalbeheer in de tijd

Data en labels	Sleutelkenmerken	Lessen werkkapitaalbeheer
1900: Operationele benadering	Voorraadgrootheden; kasstroomgrootheden en de kasstroomcyclus	Definieer taken, planning en controle
1930: Accounting benadering	Financiële rapportage, ratio's, normen	Voorzie in vroege waarschuwingssignalen
1960: Economische benadering	Waardecreatie, netto contante waarde	Maak bedrijfseconomische berekeningen
1990: Vermogensmarktbenadering	Kasstromen, outsourcing	Identificeer specifieke werkkapitaalindicatoren
2020: Informatiebenadering	Systemen, indicatoren	Real-time control waardeketen

materialen, werk in uitvoering, gereed product, debiteuren en contanten werden als zodanig benoemd en gekoppeld aan specifieke taken. Concepten van de (operationele) werkkapitaalcyclus en de daaraan gekoppelde financiële cyclus hielpen bij het sturen en beheersen van het werkkapitaal. De focus was gericht op de niveaus van vermogensbeslag (fysiek: operationele cyclus en geld: financiële cyclus). Deze niveaus waren vereist uit hoofde van zowel toezicht als operationele noodzaak. De daaraan verbonden kosten werden, vanwege de gerichtheid op planning en control, als een gegeven beschouwd.

In de bovengenoemde overigens efficiënte werkwijze schuilt als gevaar, dat de band tussen organisatie en activiteiten te veel opgeknipt wordt. Tegenwoordig is het gevoel dat financiële managers meer grip kunnen krijgen op het werkkapitaal als zij meer graven in de activiteiten van hun ondernemingen. Andersom kunnen operationele managers zich meer verdiepen in de financiële kant van het werkkapitaal. Te lang was het debiteurenbeheer uitsluitend een financieel domein en werd het voorraadbeheer gedaan door technici. Gezamenlijke inspanningen kunnen leiden tot meer stroomlijning. Ook kan de werkkapitaalfunctie kijken naar de eigen activiteiten, bijvoorbeeld door centralisatie of decentralisatie van taken, alsook een betere planning en controle.

## 2.2 Accounting benadering (1930)

De crisis van de jaren dertig van de vorige eeuw leidde tot een groter gewicht van het accountantsberoep. Inzicht krijgen in de financiële gezondheid van ondernemingen werd belangrijk, omdat zij niet het eeuwige leven bleken te hebben. De accountants ontwikkelden regels voor de financiële rapportage. Administraties werden dusdanig ingericht dat zij betrouwbare data produceerden. De overheid kon op basis van deze data de hoogte van de te betalen belasting bepalen, waarbij de winstbelasting een grotere rol kreeg in het systeem en zorgde voor aanvullende inkomsten. Het werd algemeen geaccepteerd dat balansgrootheden, zoals debiteuren, voorraden en crediteuren, alsook stroomgrootheden, zoals omzet en kosten, konden worden bepaald en beoordeeld met behulp prestatiegegevens uit accountingsystemen.

Van nu af aan werden de problemen rondom het beoordelen van prestaties opgelost door de nettowinstmaatstaf in termen van het Du Pont-schema op te breken in verschillende ratio's, waaronder die over kortetermijnactiva en -schulden. Berekening van algemene en specifieke werkkapitaalratio's kan helpen om het werkkapitaalbeheer in de onderneming te verbeteren. Verhoudingscijfers als werkkapitaal / omzet en werkkapitaal / activa, de current ratio en de quick ratio, maar ook diverse individuele omloopsnelheden en kapitaalintensiteiten traden op de voorgrond. Allerlei

richtlijnen werden ontwikkeld voor individuele onderdelen van het werkkapitaal. Daar waar de kosten van het werkkapitaal stegen, niet zozeer wegens de bijzonder lage rentestand maar meer wegens het nijpende vermogensbeslag, werd dit steeds meer van belang geacht.

Ratiomanagement lijkt bij het werkkapitaalbeheer een deel van het dagelijks leven te zijn geworden. De huidige in veel opzichten real-time management accounting- en financieringssysteem rechtvaardigen steeds meer het gebruik van kengetallen. Cijfers als krediettermijnen van klanten of eigen banksaldo's helpen om problemen vroegtijdig te signaleren wanneer ze zich voordoen. Daarbij moet echter gewaakt worden voor kortetermijncijferfetisjisme. Het kan de moeite waard zijn om de beschikbare cijfers in te zetten bij de strategievorming. Met het evolueren van het risicomanagement als discipline kunnen tevens gevoeligheids- en scenarioanalyses op het werkkapitaal een grotere prioriteit krijgen.

## 2.3 Economische benadering (1960)

Na de tweede wereldoorlog vond er een economische accentverschuiving plaats van productie naar diensten. De boekhoudkundige waardering van een onderneming in de dienstensector is echter lastiger dan van een bedrijf uit de productiesector. Vermogen was schaars en moest zodanig ingezet worden dat de waarde werd gemaximaliseerd. Daarbij werd gekeken naar een zo hoog mogelijk rendement. In dat kader kwamen economische formules op. Wat betreft het werkkapitaalbeheer werd de voorraadbeheerformule van Camp uit 1922 verfijnd door Baumol (1952) en Miller en Orr (1966). Camp bedacht een model waarin de optimale voorraad werd bepaald door gelijktijdige minimalisatie van de kosten van het houden en bestellen van voorraden. Baumol paste deze gedachtegang toe op het cash management, terwijl Miller en Orr rekening hielden met aspiratieniveaus in dit opzicht. Dit type formules werd vervolgens omarmd door academici die steeds meer bij ondernemingen ingezet werden.

Toen de schaarste aan vermogen minder klemmend werd, verloor het liquiditeitsperspectief aan belang. Het solvabiliteitsperspectief werd belangrijker en de contantewaardemethoden kwamen op (Dean, 1951). In deze methoden wordt verondersteld dat, bij een gegeven kostenvoet, onbepikt vermogen kan worden geleend en uitgezet. Het grote voordeel van de contantewaardemethoden is dat – als de gemaakte veronderstellingen in redelijke mate kloppen – de beslissing tot uitvoering van een project leidt tot een waardeverandering van de onderneming met het bedrag van de berekende netto contante waarde. Ook rondom werkkapitaalgrootheden, zoals voorraden, debiteuren- en crediteurentermijnen, kan op deze manier gerekend worden. Voor een vroege Nederlandse toe-

passing zij verwezen naar het bekende leerboek van Bouma (1971).

Vandaag de dag worden de economische formules veel toegepast, zeker voor zover zij gemakkelijk kunnen worden berekend, bijvoorbeeld met behulp van standaardsoftwareprogramma's. Vanwege inefficiënties en imperfecties kan het gebruik echter niet zonder meer aangeraden worden. Berekeningen rondom het werkkapitaal worden vooral gemaakt wanneer gekozen moet worden tussen verschillende alternatieven, iets wat tegenwoordig steeds meer en vaker van nut lijkt te zijn. Daarnaast worden de formules wat betreft het werkkapitaal in de beheersingscyclus gebruikt. Daarbij is het gewenst dat de nadruk niet ligt op inflexibele budgetten en prestatiescores, maar meer op het ontwikkelen van duidelijke strategieën, plannen, procedures en control-mechanismen (programma's) voor werkkapitaalbeheer.

#### 2.4 Vermogensmarktbenadering (1990)

Door de val van de "Berlijnse Muur" in 1989 werd "Europa" ineens veel groter. Rond 1990 startte tevens de tendens van een terugtrekkende overheid. Er werden door internationale liberalisering en nationale deregulerende taken van overheden naar de markt verschoven en door harmonisatie van regelgeving werd het zaken doen gemakkelijker. Daarnaast kwam het fenomeen outsourcing op. Bijna elke debetpost kan door middel van outsourcing van de balans worden gehaald. De "waarde" van een boekwaardebalans kwam steeds meer onder druk te staan. Bovendien kwam de ICT-sector op. Is de boekhoudkundige waardering van een dienstenbedrijf al lastiger dan voor een productiebedrijf, voor een ICT-bedrijf kan een accountant nauwelijks een goede waarde afgeven. Financiële markten nemen dan die taak deels over.

Het behoeft geen betoog dat het werkkapitaalbeheer indertijd werd gezien als een tijdelijke kwestie, die in het kielzog van snel perfectionerende markten voor kortetermijnfinanciering opgelost kon worden. Bij dalende vermogenskosten in een algemene economische opgang lieten goed draaiende financiële markten, waarin de informatieasymmetrie afnam en operationele efficiënties bewerkstelligd werden, werkkapitaalstanden (saldo's) nog verder dalen. Dus werd de nadruk verlegd naar werkkapitaalstromen (cash flows). De geprogrammeerde besparingen (bijvoorbeeld wegens softwarematige verwerking van gegevens) en toevallige besparingen (bijvoorbeeld wegens de Europese eenwording) op zowel voorraad- als stroomgrootheden waren aanmerkelijk. Omdat het werkkapitaalbeheer niet meer als een kernactiviteit werd beschouwd, begonnen ondernemingen met de uitplaatsing ervan.

Echter, door schade en schande, leerden ondernemingen dat het beheer van operationele kasstromen nog steeds heel belangrijk was. Als kasstromen en hun in-

dividuele drijvers diepgaand worden begrepen, kan het beheer van het werkkapitaal worden verbeterd. Daarenboven is er ondertussen, nu beschikbaarheid van vermogen door de financiële crisis opnieuw belangrijk is geworden, een hernieuwd streven naar een beter beheer van het werkkapitaal. Zo kunnen bijvoorbeeld vernuftige voorspellingen helpen om financiële behoeften beter te voorspellen en van op waardecreatie gerichte werkkapitaal scans kan veel geleerd worden. Door planmatige verwerking van deze gegevens ontstaat de mogelijkheid om meer programmatisch met het werkkapitaalbeheer om te gaan.

### 3 Informatiebenadering (2020)

#### 3.1 Stand van zaken

De wereldwijde financiële crisis is een veelkoppig fenomeen, dat op de keper beschouwd al bijna een decennium woedt en zeker landen met grote financiële centra zoals Nederland niet onberoerd heeft gelaten. In het verloop van de financiële crisis hebben banken leningsaldi beknot, de rentemarges verhoogd en introduceerden ze meer bureaucratie (Westerman, 2010). Ondernemingen kwamen erachter, dat het niet meer 'business as usual' was. Zij moesten betere bedrijfsplannen maken, kasstromen strenger bewaken en de verslaggeving verbeteren. Ze moesten het voorzorgsbeginsel strikter toepassen en in dat opzicht hun werkkapitaalsaldi verhogen. Ook moesten ze zowel de financiële markten als hun eigen activiteiten beter begrijpen en streven naar een betere afstemming tussen deze beide.

Na een lange periode van relatieve stabiliteit is het werkkapitaal gaan dalen (REL, 2015). Eigen, zeer voorlopige, calculaties aan de hand van gegevens van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven wijzen zelfs op een trendbreuk. In tijden van crisis snijden veel ondernemingen in voorraden, bewaken ze crediteuren strikter en verlagen ze inactieve debiteursaldi. Ze optimaliseren ook de waardeketen, bijvoorbeeld door inperking van risico's op leveranciers en afnemers. Daarbij denken de ondernemingen in termen van 'quick win'-programma's voor werkkapitaalbeheer. Structurele programma's die de incidentele maatregelen versterken blijven moeilijk vol te houden. Een groeiend aantal bedrijven toont aan, dat met een stevige aanpak gerealiseerde besparingen blijvend kunnen zijn en vaak zelfs uitgebouwd kunnen worden.

Waardecreërende werkkapitaalprogramma's kunnen worden geaard in de cash en operationele cycli van de onderneming ("cash conversion cycle"), bijvoorbeeld geconceptualiseerd en gemeten als een 'cash (flow) wiel' (zie het artikel van Blok in dit themanummer). De snelheid van waarmee het wiel draait wordt bepaald door de effectiviteit en efficiëntie van het bedrijf op het gebied van het beheer van afzonderlijke en gezamenlijke

werkkapitaalgrootheden van diverse eenheden op meerdere niveaus. Prestatieplanning en beheersing van werkkapitaal vraagt daarbij om 'real time' aandacht en inspanning. Van daaruit kan dan tegelijkertijd een agenda voor het toekomstige beleid opgesteld worden.

### 3.2 Een praktische stap vooruit (2020)

Werkkapitaalprogramma's hebben met name betrekking op standen en stromen van debiteuren, voorraden en crediteuren. De eigenlijke programma's zijn erop gericht om de netto-investeringen in deze 'rekeningen' te beperken, rekening houdend met de operationele behoeften en het voorzorgsrisico. Rendementsindicatoren helpen om de efficiëntie van werkkapitaalprogramma's te besturen. Deze efficiëntie kan veelal worden gerelateerd aan de activa en dus ook aan de omzet, maar het is gewenst en veelal noodzakelijk om met meer specifieke maatstaven aan te komen (zie Van Barneveld en Dorsman in dit themanummer).

Werkkapitaalpatronen verschillen per land en per industrie (zie Dorsman & Gounopoulos, 2008). Preve en Sarria-Allende (2010) noemen vier macro-economische factoren: monetaire beperkingen, rente, inflatie en de crisis, die samen de financiële ontreddeering op ondernemingsniveau kunnen veroorzaken. Preve en Sarria-Allende (2010) stellen dat er vier drijvers van werkkapitaal zijn: verkopen, prijzen, groei en seizoensgebondenheid. Deze factoren in het achterhoofd houdend, kunnen werkkapitaalprogramma's versterkt worden. Neem bijvoorbeeld de groeifactor. Als groei de werkkapitaalbehoefte opdrijft, moet voorkomen worden dat de zaak uit de hand loopt. Des te harder de groei, des te meer aandacht voor werkkapitaal, moet het parool zijn. Het omgekeerde komt helaas, overigens heel begrijpelijk in geval van beperkte stuurcapaciteit, nogal eens voor.

In de nabije toekomst, bijvoorbeeld vooruitkijkend naar het jaar 2020, moet het werkkapitaalbeheer worden ingebed in het korte- en langetermijninformatie-management van de onderneming. Een dergelijke aanpak vereist een systematische meting van indicatoren die real-time-signalen van 'out-of-line'-situaties bieden. Deze signalen kunnen worden versterkt door discussies die verder gaan dan gebruikelijke excuses over economische omstandigheden. Vaak gaat het om concrete kwesties van controle in de waardeketen, bijvoorbeeld verlies van klanten, machinestoringen en leveranciersgeschillen. Deze uiten zich uiteindelijk in het niveau en patroon ("standen") van het werkkapitaal en daarmee de kasstroom.

Diverse initiatieven tonen al aan hoe de nabije toekomst van het werkkapitaalbeheer eruit zal kunnen zien. Bijvoorbeeld zij hier gewezen op het ontstaan van intrasectorale betalingssystemen. Hetzelfde geldt voor regionale en lokale betalingsverkeerinitiatieven in zo-

wel ontwikkelde landen als ontwikkelingslanden, zoals bijvoorbeeld gepropageerd door het Nederlandse initiatief STRO (Social TRade Organisation). Bancaire functies voor transacties worden deels, anders dan door middel van interne 'netting' door bedrijven, geïnternaliseerd op deze manier. Deze desintermediatiegolf is natuurlijk versterkt door de financiële crisis, maar heeft ook zijn eigen merites in die zin dat kosten en risico's intern binnen de onderneming gedeeld en daarbij mogelijk fors verlaagd kunnen worden.

### 3.3 Een academische stap vooruit (2020)

Werkkapitaalbeheer staat niet gelijk aan cash management, maar wetenschappelijke studies geven een andere indruk. Veel onderzoeken gaan over zakelijke kasmiddelen (Opler et al., 1999; Von Eije, 2012). Deze onderzoeken geven veel inzicht in de hoeveelheid en de drijvers van liquide middelen, zoals de grootte van de onderneming, de groei en de liquiditeit. Deze reeds bekende factoren doen er ook toe in de andere, in dit artikel benadrukte, terreinen van werkkapitaal en dus is het misschien verstandig om door te gaan op dat spoor, waarbij er gewezen moet worden op mogelijke verschillen tussen de individuele componenten van het werkkapitaal. Bestuurlijke, organisatie-, cultuur-, informatie- en gedragsconcepten kunnen het begrip bevorderen van trendbreuken en effecten op ondernemingsniveau (Polak, Robertson & Lind, 2011).

Academische discussies kennen vaak gebrek aan precisie en integratie en reageren slecht op de behoeften van de praktijk (cf. Viskari, Lukkari & Kärri, 2011). Er is onlangs een aantal nieuwe boeken over het werkkapitaalbeheer verschenen (Preve & Sarria-Allende, 2010; Platt, 2010 en Sagner, 2014). Allen kennen een eclectische aanpak, maar met verschillende accenten op operationele kwesties, accounting, economie en vermogensmarkten. Interessant zijn toevoegingen op het gebied van algemene economie, geld en schulden (Preve & Sarria-Allende), strategie en waarde (Platt), alsook banken, risico, liquiditeit en informatie (Sagner). Nog ontbrekend is een meer diepgaande waardeketenaanpak, die kan dienen ter onderbouwing van wat diverse bedrijven in dit opzicht ondernemen.

Uit het bovenstaande kan de lezer afleiden dat versterking van de inspanningen voor het vinden van de juiste programma's voor het beheren van voorraden, debiteuren en crediteuren op zowel ondernemings- als eenheidsniveau gewenst is. Na dit opgemerkt te hebben, kan dit themanummer het best worden begrepen als een pleidooi voor het nemen van stappen in de richting van de aanpassing van de operationele en financiële informatie over de kwantitatieve en kwalitatieve aspecten van het werkkapitaal. Laat het jaar 2020 zich kenmerken door een strak beheer van werkkapitaal-informatie, bijvoorbeeld gebruik makend van de gedachten en adviezen van de auteurs uit dit themanummer.

### 3.4 Introductie artikelen in het themanummer

Het werkkapitaalbeheer staat hoog op de prioriteitenlijst van organisaties. Het meten en regelen van de gecombineerde basiselementen van het werkkapitaal – debiteuren, crediteuren en voorraden – levert echter nauwelijks academische discussie op. De aanbevolen prestatie maatstaven baseren zich op het concept van de operationele cyclus. Veel van deze maatstaven zijn onspecifiek. Om het belang van de diverse maatstaven te bepalen, ontwikkelen Van Barneveld en Dorsman een raamwerk dat operationele en financiële aspecten van werkkapitaalbeheer met elkaar verbindt. Het raamwerk wordt ingevuld met een voorbeeld. Daarmee reikt het een middel aan om de focus bij het werkkapitaalbeheer te versterken.

De wereldwijde corporate finance binnen AkzoNobel bestaat onder meer uit de financiering van de AkzoNobel-groepsmaatschappijen. In de bijdrage van Blok wordt het multidisciplinaire karakter en de daaropvolgende complexiteit van het beheer van de (kosten van) de financiering van een multinationale onderneming toegelicht aan de hand van het zogenaamde ‘Cash Wheel’. Dat concept helpt bij het begrijpen van de verschillende financiële, juridische, fiscale en risicomanagement-implicaties van financieringsstromen en de aansturing van solvabiliteit en liquiditeit op centraal en lokaal niveau. Blok maakt duidelijk dat er op deze onderscheiden niveaus verschillende zaken van belang kunnen zijn.

## 4 Conclusie

En wat dan, als de bovenstaande oproep om meer waarde te hechten aan werkkapitaal informatie bewaarheid wordt en de adviezen uit de artikelen in dit themanummer ter harte worden genomen? Zijn we er dan? Ja en nee, moet het antwoord op deze vraag luiden. Het al-

oude adagium “meten en wegen is weten” suggereert dat wie meer weet over het werkkapitaal binnen de eigen onderneming (en de verkregen data goed weegt) daarmee waarde kan scheppen. We zien dan ook in de praktijk dat diverse ondernemingen met verbeterde stuurinformatie over hun werkkapitaal (concurrentie-)voordelen kunnen behalen, die ook bij de huidige lage rentestand interessant zijn en verder kunnen gaan dan alleen maar het werkkapitaalveld.

Maar er is ook een “nee”-antwoord op de bovenstaande vraag mogelijk en nodig. Volgens Harry Blok van AkzoNobel zijn de ontwikkelingen technologie-gedreven en zullen ze om die reden dan ook voortgaan. Hij signaleert dat eenvoudige toegankelijkheid van operationele (transactie-)informatie op centraal (zelfs strategisch) niveau kan leiden tot een grotere betrokkenheid van topmanagement bij de activiteiten. Dat kan zowel een positieve als een negatieve impact hebben. Hier ligt een link naar het besturingsmodel van een gediversificeerde onderneming, een thema dat wellicht door anderen opgepakt zal gaan worden. Met andere woorden, meten en wegen is prima, maar men dient ook te overwegen. ■

Dr. A.B. Dorsman (a.b.dorsman@vu.nl) werkt bij de vakgroep Finance van de Faculteit der Economische wetenschappen en Bedrijfskunde van de Vrije Universiteit te Amsterdam.

Dr. W. Westerman (w.westerman@rug.nl) werkt bij de vakgroep Economics, Econometrics and Finance van de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen.

## Literatuur

- Barneveld, W. van & Dorsman, A.B. (2016). Beheersing van kasstromen en werkkapitaal met prestatie maatstaven. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 90(5), elders in dit nummer.
- Blok, H. (2016). Inzicht in financiering van (werk)kapitaal van multinationale ondernemingen met behulp van de ‘Cash Wheel’. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 90(5), elders in dit nummer.
- Baumol, W.J. (1952). The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66(4): 545-556.
- Bouma, J.L. (1971). *Leerboek der bedrijfseconomie, Deel II: De theorie van de financiering van ondernemingen*. Wassenaar: Delwel, 1971.
- Camp, W.E. (1922). Determining the production order quantity. *Management Engineering*, 2: 17-18.
- Dean, J. (1951). *Capital budgeting*. New York, NY: Columbia University Press.
- Dorsman, A.B., & Gounopoulos, D. (2008). Controlling working capital in multinational enterprises. *Journal of Corporate Treasury Management*, 2(2): 152-159.
- Eije, J.H. von (2012). *What causes differences in cash holdings between listed and unlisted firms around the world?* Geraadpleegd op 11 april 2016, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2010053](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2010053).
- EY (2015). *All tied up, working capital management report 2015*. Geraadpleegd op 11 april 2016, [http://www.ey.com/Publication/wLUAssets/EY-all-tied-up-working-capital-management-2015/\\$FILE/EY-all-tied-up-working-capital-management-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/wLUAssets/EY-all-tied-up-working-capital-management-2015/$FILE/EY-all-tied-up-working-capital-management-2015.pdf)
- Fernandez, P. (2003). Company valuation me-

- thods: The most common errors in valuations. *ICFAI Journal of Accounting Research*, 2(3): 31-56.
- Graydon (2015). *Betaalgedrag Nederlands bedrijfsleven q2 2015*. Geraadpleegd op 11 april 2016, [https://www.graydon.nl/sites/graydon/files/visual\\_se](https://www.graydon.nl/sites/graydon/files/visual_se).
  - Miller, M.H. & Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3): 413-435.
  - Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52: 3-46.
  - Platt, H. (2010). *Lead with cash: Cash flow for corporate renewal*. London: Imperial College Press.
  - Polak, P., Robertson, D.C., & Lind, M. (2011). The new role of the corporate treasurer: Emerging trends in response to the financial crisis. *International Research Journal of Finance and Economics*, 78: 48-69.
  - Preve, L., & Sarria-Allende, V. (2010). *Working capital management*. Oxford: Oxford University Press.
  - REL (2015). *2015 Europe Working Capital Survey: Reliance on debt or working capital? Signs of a changing focus in Europe*. Geraadpleegd op 11 april 2016, [http://images.insights.thehackettgroup.com/Web/TheHackettGroupplnc/%7Bf7631330-8e75-48e2-9dad-c7c510c96afb%7D\\_REL-2015-EU-Working-Capital-Survey.pdf?elqTrack=true](http://images.insights.thehackettgroup.com/Web/TheHackettGroupplnc/%7Bf7631330-8e75-48e2-9dad-c7c510c96afb%7D_REL-2015-EU-Working-Capital-Survey.pdf?elqTrack=true).
  - Sagner, J.S. (2014). *Working capital management: Applications and cases*. Hoboken NJ: Wiley.
  - Schalk, R., Gelderblom, O., & Jonker, J. (2012). Schipperen op de Aziatische vaart. De financiering van de VOC kamer Enkhuizen, 1602-1622. *Low Countries Historical Review*, 12(74): 3-27.
  - Viskari, S., Lukkari, E., & Kärrä, T. (2011). State of working capital management research. *Middle Eastern Finance and Economics*, 14: 99-108.
  - Westerman, W. (2010). The value of working capital programs in the credit crunch. *Journal of Corporate Treasury Management*, 3(3): 249-254.

#### Appendix A De boekwaarde en de marktwaarde van de in de AEX opgenomen fondsen per ultimo 2014

Fonds	Boekwaarde per aandeel (BW)	Marktwaarde per aandeel (MW)	BW/MW
Aalberts	10,34	24,54	0,41
Aegon	13,43	6,26	2,15
Ahold	5,24	14,76	0,36
AkzoNobel	23,53	57,65	0,41
Altice	8,87	65,26	0,14
Arcelor Mittal	19,35	9,09	2,13
ASML	17,20	89,50	0,19
Bos Kalis	25,92	45,45	0,57
DeltaLloyd	16,48	18,18	0,91
DSM	33,00	50,64	0,65
Gemalto	26,95	67,93	0,40
Heineken	21,54	58,95	0,37
ING Groep	13,08	10,83	1,21
KPN	1,07	2,63	0,41
NN	57,89	24,84	2,33
OCI	21,89	28,89	0,76
Philips	11,89	24,15	0,49
Randstad	18,28	40,16	0,46
RD Shell A	22,44	27,66	0,81
RELX	1,92	19,84	0,10
TNT Express	3,99	5,54	0,72
Unibail	139,78	212,85	0,66
Unilever	4,74	32,64	0,15
Vopak	13,79	43,09	0,32
Wolters Kluwer	7,02	25,35	0,28