

DIE ONDERNEMINGSDOELWIT EN DIE INVESTERINGSBESLUIT¹



Dr. I.J. Lambrechts
Dept. Bedryfseconomie
Universiteit van Stellenbosch

Many divergent notions exist in theory and in practice about the formulation of the primary objectives of the enterprise. In theory it often is concerned with maximisation of wealth of either the common shareholder or the enterprise. In practice, on the other hand, the primary objective is often to make a satisfactory profit per share. How can these obvious differences be reconciled and what is the relationship between primary financial selection criteria in practice and their primary objective?

1. INLEIDING

Oor die formulering van die primêre ondernemingsdoelwit is daar al baie geskryf en gedebatteer en nog steeds bestaan daar heelwat meningverskille hieroor. In hedendaagse finansiële geskifte word die mening dikwels gehuldig dat dit hoofsaaklik gaan om rykdom — of vermoënsmaksimalisasie, naamlik of dié van die gewone aandeelhouer of dié van die onderneming. By eersgenoemde is dit veral die omvang van die dividende en markpryse wat ter sprake is en by laasgenoemde die maksimalisasie van die netto teenswoordige waarde van 'n onderneming. By die investeringbesluit is laasgenoemde van toepassing met dié wysiging dat gestreef word na 'n bevredigende netto teenwoordige waarde teen 'n onderneming se kritiese rentabiliteit. Die strewe na 'n bevredigende markprys lewer sekere probleme op, onder andere omdat daar so baie bepalende faktore is wat 'n invloed op die markpryse uitoefen en omdat so baie ondernemings se gewone aandele nie genoteer is nie.

Ander ondernemingsdoelwitte wat dikwels onder die soeklik kom, is 'n bevredigende rentabiliteit en bevredigende wins per aandeel. By rentabiliteit onderskei ons hoofsaaklik tussen ondernemings- en beherende rentabiliteit. Die beherende rentabiliteit is 'n wyer begrip as ondernemingsrentabiliteit omdat die gevolge van die investerings- en die finansieringsbesluit hierdeur gemeet word terwyl die ondernemingsrentabiliteit slegs die resultaat van die investeringsbesluit weergee. Belangrike besware teen die gebruik van rentabiliteit in die een of ander vorm, is die subjektiwiteit van winsberekening en die oorberekening van wins en die onderberekening van

bates in tye van inflasie. Laasgenoemde besware (behalwe die onderberekening van bates) geld ook by wins per aandeel wat ook nog die verdere nadeel het dat die gebruik daarvan as primêre ondernemingsdoelwit 'n nadelige invloed op die omvang van dividende kan hê.

By 'n bespreking van die primêre ondernemingsdoelwit is dit belangrik om in gedagte te hou dat daar ook sekere sekondêre doelwitte is wat nie agterweë moet bly nie. Hieronder val die likiditeit en die solvabiliteit van 'n onderneming asook sosiaal-ekonomiese doelwitte wat sekere beperkings en verantwoordelikhede op 'n onderneming plaas.

Om onder andere 'n idee te verkry van die ondernemingsdoelwit soos geformuleer in die praktyk is 'n ondersoek deur middel van 'n vraeboog by 38 grootgenoteerde Suid-Afrikaanse vervaardigingsondernemings uitgevoer. Die resultate hiervan word vervolgens *kortliks* bespreek.

2. EMPIRIESE ONDERSOEK NA ONDERNEMINGSDOELWITTE

2.1 Primêre doelwit

Uit die ondersoek blyk dit dat 35 van die 38 vervaardigingsondernemings (92 persent) meer as een doelwit het. Die drie ondernemings wat te kenne gegee het dat hulle slegs een doelwit het, kom in die groepe met die minste bates voor (minder as R40 miljoen en tussen R41 miljoen en R70 miljoen). Die 35 ondernemings met meer as een doelwit beskou almal een van hierdie doelwitte as primêr en die ander as sekondêr.

Al 38 vervaardigingsondernemings het laat blyk dat hulle primêre of enigste doelwit winsgeoriënteerd is.

Teen hierdie bevinding kan moontlik die beswaar ingebring word dat die meeste funksionaris se met wie onderhoude gevoer is, finansiële funksionaris was. In die meeste gevalle is dit egter nie 'n persoonlike mening wat uitgespreek is nie, maar is dit afgelei of uit die inhoud van hul beplanningshandleidings of is dit die uitgangspunt van die bestuur van die onderneming.

Dit blyk dat ongeveer 36 persent van die vervaardigingsondernemings die een of ander vorm van wins per aandeel as primêre doelwit beskou, terwyl 40 persent die een of ander vorm van ondernemingsrentabiliteit en 10 persent die een of ander vorm van beherende rentabiliteit as die primêre doelwit beskou. Die res is versprei oor groei (drie persent), stygende omset (drie persent), maksimum markwaarde van gewone aandele (vyf persent) en handhawing van likiditeit (drie persent). Die oorheersende primêre doelwitte is dus wins per aandeel en ondernemingsrentabiliteit. In hierdie verband is dit interessant om te kyk na die bevindings van Robichek, Ogilvie en Roach wat daarop wys dat wins per aandeel al hoe meer die belangrikste doelwit van ondernemings in die Verenigde State van Amerika word.³ Van die doelwitte met wins per aandeel as uitgangspunt is dit veral stygende wins per aandeel wat verkies word (10 uit 14 van die ondernemings). Dit blyk dat maksimum en bevredigende wins per aandeel nie verkies word nie omdat maksimum 'n vae begrip is en 'n bevredigende wins per aandeel in elk geval stygend is.

Daar is geen besondere voorkeur vir 'n spesifieke variasie van die ondernemingsrentabiliteit as doelwit nie. Van die 15 ondernemings wat ondernemingsrentabiliteit as primêre doelwit beskou, verkies sewe ondernemingsrentabiliteit sonder om spesifiek 'n aanduiding te gee van die termyn terwyl agt spesifiek na die lang termyn kyk. In eersgenoemde geval is die strewe na die ondernemingsrentabiliteit oor die kort sowel as die lang termyn. Alhoewel sommige ondernemings maksimum ondernemingsrentabiliteit nastreef, het dit uit die onderhoude geblyk dat in baie gevalle "maksimum" as 'n sinoniem vir "bevredigend" beskou word. Dit is dus nie die absolute maksimum nie, maar die maksimum wat moontlik is vir 'n spesifieke onderneming onderworpe aan die beperkings van sy mark, tegnologie, fase van die konjunktuur, kapitaalbronne, gemeenskap, ensovoorts.

Dit is opvallend dat die ondernemings wat uit die buiteland beheer word, voorkeur gee aan wins per aandeel teenoor ondernemingsrentabiliteit as primêre doelwit. Ongeveer 30 persent van hulle beskou ondernemingsrentabiliteit as primêr en 50 persent wins per aandeel as primêr. By binnelands-beheerde ondernemings is dit net weer die omgekeerde; ongeveer 50 persent beskou ondernemingsrentabiliteit as primêr en ongeveer 30 persent wins per aandeel as primêr.

Ondernemingsrentabiliteit kom as primêre doelwit veral by die relatief kleiner ondernemings voor (10 uit 15 ondernemings (67 persent) het bates van minder as R70 miljoen in vergelyking met vyf uit 23 (22 persent) wat meer as R70 miljoen se bates het). Wat wins per aandeel betref, is dit net die teenoorgestelde (drie uit 15 ondernemings (20 persent) het bates van minder as R70 miljoen en 11 uit 23 (48 persent) se bates is meer as R70 miljoen). Dieselfde verskynsel kom by die bepaling van ondernemingsgrootte volgens aantal werknemers in diens voor.

Dit is opvallend dat die doelwitte wat soveel aandag in die moderne literatuur geniet, te wete die maksimalisasie van die markwaarde van gewone aandele en die maksimalisasie van netto teenswoordige waardes teen die rentabiliteit so weinig as primêre doelwitte beskou word. Eersgenoemde word slegs deur twee ondernemings as primêre doelwit beskou en laasgenoemde deur geen onderneming nie.

2.2 Sekondêre doelwitte

Die belangrikste sekondêre doelwitte van die meewerkende onderneming is die volgende: beter werksomstandighede en voordele vir werknemers (77 persent van die ondernemings), hoër omset (63 persent van die ondernemings), verbeterde gehalte produk (37 persent van die ondernemings), diversifikasie (26 persent van die ondernemings) en bevordering van die gemeenskap se belange (23 persent van die ondernemings).

Die verskynsel dat sekondêre finansiële doelwitte so weinig voorkom, is verstaanbaar in die lig van die bevinding dat die primêre doelwit van al 35 ondernemings winsgeoriënteerd is. Dit het geblyk dat 'n hele aantal van hierdie sekondêre finansiële doelwitte aktueel was ten tye van die onderhoud, byvoorbeeld rendabele produkte, staking van nie-rendabele projekte, redelike dividende, verbeterde finansiële hefboom, rasionalisasie en likiditeit. Om hierdie rede is hulle dan ook as sekondêre doelwitte genoem.

Verdere aspekte van die sekondêre doelwitte waarop gelet kan word, is dat die uitdruklike sekondêre doelwitte om die belange van die gemeenskap te bevorder en om te diversifiseer meer by die groter ondernemings (geoordeel volgens totale bates) voorkom. Ongeveer 65 persent van hierdie ondernemings het totale bates van meer as R100 miljoen.

2.3 Algemeen

Die redes wat vir die spesifieke primêre doelwitte bestaan, is ook nagevolg. Dit is opvallend dat die belangrikste rede by die meeste primêre doelwitte die feit is dat die onderneming aandeelhouersfondse aanwend. By die wins per aandeel is dit 12 uit 14 ondernemings (86 persent), by ondernemingsrentabiliteit sewe uit 12 ondernemings (58 persent), by beherende rentabiliteit twee uit vier ondernemings (50 persent), en by markwaarde en verkoopsvolume

twee uit twee en een uit een respektiewelik (100 persent); in totaal 24 uit 35 ondernemings (69 persent).

Van die drie ondernemings wat aangedui het dat hulle slegs een doelwit het, het twee aangedui dat hulle ook beperkings en gedragkodes het wat beslissings beïnvloed. Voorbeelde wat genoem is, is beperkings en gedragkodes ten opsigte van die gemeenskap en personeel. Die ander onderneming met slegs een doelwit het as rede aangevoer dat alle sekondêre doelwitte in dié spesifieke doelwit (ondernemings-rentabiliteit) ingesluit is.

2.4 Primêre ondernemingsdoelwit en primêre finansiële seleksiemaatstawwe

Uit 'n vergelyking van die primêre ondernemingsdoelwit van ondernemings met hulle primêre finansiële seleksiemaatstaf by die investeringsbesluit blyk dit dat van die 14 ondernemings wat wins per aandeel as primêre doelwit het, verkies agt die interne — rentabiliteitsmetode as een van hul primêre finansiële seleksiemaatstawwe. Voorts verkies agt van die 15 ondernemings wat ondernemingsrentabiliteit as primêre doelwit het die metode van die gemiddelde rentabiliteit en sewe die interne — rentabiliteitsmetode as een van hul primêre finansiële seleksiemaatstawwe. Die vier ondernemings wat beherende rentabiliteit as primêre doelwit het, verkies almal die interne — rentabiliteitsmetode as een van hul primêre finansiële seleksiemaatstawwe.

3. BESPREKING VAN DIE BELANGRIKSTE BEVINDINGS

Die meeste van die meewerkende ondernemings het meer as een doelwit waarvan die een primêr en die ander sekondêr is. Die sekondêre doelwitte hou beperkings en verantwoordelikhede vir die ondernemings in en die primêre doelwit is winsgeoriënteerd. In teenstelling met die menings in hedendaagse finansiële geskrifte waar veral rykdom- of vermoënsmaksimalisasie as primêre doelwit na vore kom, verkies die meewerkende ondernemings hoofsaaklik òf wins per aandeel òf ondernemingsrentabiliteit as primêre doelwit ten spyte van die beperkinge daarvan. Voorts is ondernemingsrentabiliteit ook nie so omvattend soos beherende rentabiliteit nie omdat dit nie die resultaat van die finansieringsbesluit weerspieël nie.

'n Belangrike voordeel van die rykdom- of vermoënsmaksimalisasie is dat dit die tydwaarde van geld in aanmerking neem. Mao het bevind dat alhoewel beampptes dit nie dikwels noem dat die

maksimalisasie van die waarde van 'n onderneming die primêre doelwit is nie, dit tog stilswyend die geval is.² Omdat die bedryfsleiding operasioneel ingestel is, word dié doelwit gewysig na operasionele mikpunte van groei en stabiliteit in die winspatroon.

Daar bestaan sekere teenstrydighede tussen primêre doelwitte en primêre finansiële seleksiemaatstawwe. So het dit geblyk dat by 'n groot gedeelte van die meewerkende ondernemings die primêre doelwit nie voorsiening maak vir die tydwaarde van geld nie (byvoorbeeld rentabiliteit en wins per aandeel), terwyl die primêre seleksiemaatstaf dit wel doen (byvoorbeeld die interne — rentabiliteitsmetode). Dit volg daaruit dat beide wins per aandeel en ondernemings- of beherende rentabiliteit belangrike beleggingsmaatstawwe is om die finansiële resultaat van 'n onderneming te beoordeel. Die gebruik van die metode van die netto teenswoordige waarde sal byvoorbeeld nie noodwendig tot 'n bevredigende wins per aandeel (stygend teen 'n sekere persentasie per jaar) lei nie as gevolg van die gebruik van kontantstroom in plaas van wins by die beoordeling van projekte en moontlike fluktuasies in wins van jaar tot jaar. Deur by die keuse tussen 'n aantal projekte heeltallige ("integer") programmering toe te pas, kan hierdie probleem uitgekakel word. As objektiewe funksie (doelwit) word gestel dat dié projekte verkies word wat sal lei tot die maksimum netto teenswoordige waarde oor 'n sekere periode onderhewig daaraan dat wins per jaar toeneem. Op dieselfde wyse kan die rentabiliteit (gebaseer op rekenkundige syfers) by die beperkings in aanmerking geneem word.³

VERWYSINGS

- ¹ Gebaseer op Lambrechts, I.J.: "Kapitaal-investeringsmetodes: Teorie en Praktyk soos toegepas deur 'n aantal vooraanstaande Suid-Afrikaanse ondernemings," Ongepubliseerde proefskrif, Universiteit van Stellenbosch, Stellenbosch, Desember 1974. Volledige toeligtig op hierdie artikel verskyn in hoofteblle 1-6 van hierdie proefskrif.
- ² Mao, J.C.T.: "Survey of capital budgeting: Theory and practice", *The Journal of Finance*, Mei 1970, bl. 352.
- ³ Robichek, A.A.; Ogilvie, D.G. en Roach, J.D.C.: "Capital budgeting: a pragmatic approach", *Financial Executive*. April 1969, bl. 32.