

HOOFSTUK 5

'N MAKRO-EKONOMIESE PERSPEKTIEF OP DIE KOSTE VAN KAPITAAL VIR ONDERNEMINGS IN SUID-AFRIKA

5.1 INLEIDING

Met hoofstuk 3 en 4 as agtergrond wil hoofstuk 5 die primêre doelwit soos omskryf in afdeling 1.2.2 bereik. Dit is naamlik om uit 'n oogpunt van koste van kapitaal 'n makro-ekonomiese perspektief te verskaf waarom dit vir ondernemings gedurende die negentigerjare gunstiger sou gewees het om grootliks van besparing as finansieringselement relatief tot ander finansieringselemente gebruik te maak.

5.2 'N BENADERING VAN DIE MAKRO-EKONOMIESE GEWEEGDE GEMIDDELDE KOSTE VAN KAPITAAL

Die teoretiese onderbou betreffende die aspekte aangaande die koste van kapitaal wat in hoofstuk 4 bespreek is, sal nou aangewend word om 'n praktiese resultaat te verkry ten opsigte van 'n verteenwoordigende geweegte gemiddelde koste van kapitaal vir ondernemings in Suid-Afrika. Om dit te bewerkstellig sal daar eers praktiese resultate vir die afsonderlike finansieringselemente verkry moet word.

5.2.1 'n Verteenwoordigende benadering van die koste van aandelekapitaal

In hoofstuk 4 (afdeling 4.4.2.2) is aangetoon hoe die resisprook van die prys-verdiens-te-verhouding (PE-verhouding), wat as die verdiens-te-opbrengs-verhouding (VO-verhouding) bekend staan, as aanduiding van die koste van aandelekapitaal vir ondernemings kan dien.

Tabel 19 toon die verdiens-te-opbrengskoerse van die verskillende klasse aandele, naamlik finansiële, nywerheids- en handelsaandele. Ten einde 'n nog meer verteenwoordigende benadering van die koste van aandelekapitaal te verkry, is 'n gemiddelde van die genoemde drie klasse aandele bereken.

Uit Tabel 19 is dit duidelik dat die koste van aandelekapitaal soos gemeet aan die gemiddelde van die verdiens-te-opbrengskoerse van die drie klasse aandele sedert die sewentigerjare tot aan die einde van die negentigerjare stelselmatig laer geword het.

Tabel 20 illustreer vanuit 'n praktiese oogpunt hoe 'n skielike daling in pryse van aandele gedurende September en Oktober 1998 'n verhoging in die koste van aandelekapitaal (soos verduidelik in afdeling 4.4.2.2) veroorsaak het.

Tabel 19. Die verdienste-opbrengskoerse van klasse aandele

Tydperk	Finansiële aandele	Nywerheids-aandele	Handelsaandele	Gemiddeld van genoemde klasse aandele
1970	5,9	5,4	5,2	5,5
1971	6,7	6,7	6,4	6,6
1972	5,0	5,8	5,0	5,3
1973	5,5	5,1	4,4	5,0
1974	10,0	9,1	9,5	9,5
1975	12,1	12,3	11,1	11,8
1976	13,5	14,4	14,2	14,0
1977	15,7	15,3	16,6	15,9
1978	13,2	11,5	12,4	12,4
1979	10,6	9,0	10,8	10,1
1980	8,8	7,1	8,7	8,2
1981	12,2	9,3	11,4	10,9
1982	14,1	11,8	12,6	12,8
1983	8,4	7,9	7,2	7,8
1984	9,6	7,3	8,1	8,3
1985	9,0	6,2	5,1	6,8
1986	7,4	5,0	2,9	5,1
1987	6,7	4,7	3,8	5,0
1988	10,1	8,3	7,8	8,7
1989	10,0	8,9	9,0	9,3
1990	10,6	11,3	9,0	10,3
1991	8,6	8,9	6,8	8,1
1992	7,8	7,7	6,1	7,2
1993	6,7	7,2	5,4	6,4
1994	5,1	5,8	4,4	5,1
1995	5,8	6,3	5,1	5,7
1996	5,9	6,7	5,6	6,0
1997	6,5	6,9	6,0	6,5
1998	7,5	7,6	7,4	7,5
1999	7,7	8,4	7,4	7,8
2000	7,5	7,4	8,4	7,7
2001	8,7	9,7	11,5	10,0
2002	9,2	10,4	16,1	11,9
Gemiddeldes				
1970-1979	9,8	9,5	9,6	9,6
1980-1989	9,6	7,7	7,7	8,3
1990-1999	7,2	7,7	6,3	7,1
2000-2002	8,5	9,2	12,0	9,9

Bron: Suid-Afrikaanse Reserwebank; verskeie Kwartaalblaai en ongepubliseerde inligting

Tabel 20. Die maandelikse verandering in aandelepryse gedurende 1998 van alle klasse aandeel gemeet oor 'n tydperk van 12 maande en die gemiddelde maandelikse verdienste-opbrengskoerse

Tydperk		Verandering in aandelepryse	Verdienste-opbrengskoerse
1998	Jan	-6,2	6,9
	Feb	-1,4	6,4
	Mrt	3,6	6,1
	Apr	14,5	5,5
	Mei	16,2	5,5
	Jun	1,9	6,4
	Jul	-1,3	6,8
	Aug	-17,1	8,1
	Sep	-30,3	10,2
	Okt	-22,1	9,6
	Nov	-9,3	8,7
	Des	-13,4	9,9
Gemiddeld vir 1998		-5,4	7,5

Bron: Suid-Afrikaanse Reserwebank

Die wesentliche daling in aandelepryse gedurende September en Oktober 1998 het gepaard gegaan met die Asiatiese krisis waartydens aandelebeurse wêreldwyd onstabieliteit vertoon het. Dit is insiggewend dat die koste van aandeelkapitaal soos weerspieël deur die verdienste-opbrengskoerse in September 1998 tot 10,2 persent gestyg het nadat die gemiddelde prys van aandeel in dieselfde maand met 30,3 persent gedaal het.

5.2.2 'n Verteenwoordigende benadering van die koste van behoue inkomste en skuldfinansiering

Indien die koste van behoue inkomste die geleentheidskoste verteenwoordig van 'n gepaste rentekoers waarteen hierdie fondse belê kan word (soos verduidelik in afdeling 4.4.3), kan die rentekoers op een-jaar vaste deposito's as verteenwoordigend van die geleentheidskoste van behoue inkomste vir hierdie doeleinde beskou word (kyk tabel 22). 'n Verteenwoordigende benadering van die koste van skuldfinansiering is reeds vir die doeleindes van Tabel 18 in hoofstuk 4 bereken waar dit as die koste van skuld ná belasting getoon is (kyk ook Tabel 22).

5.2.3 Die samevoeging van die benaderde koste van die afsonderlike finansieringselemente as die geweegde gemiddelde koste van kapitaal

Wanneer die geweegde gemiddelde koste van kapitaal ter sprake kom, is dit belangrik om te besef dat die groothede van die afsonderlike finansieringselemente relatief tot mekaar (soos verduidelik in afdeling 4.5.1 en 4.5.2) 'n baie belangrike rol speel in die resultaat van 'n benaderde geweegde gemiddelde koste van kapitaal. In hierdie verband is dit noodsaaklik dat 'n mening gevorm word oor twee aspekte, naamlik watter verhouding aandelekapitaal oor die algemeen van totale finansiering verteenwoordig, en oor 'n aanvaarbare maatstaf van wat die *debt to equity*-verhouding behoort te wees. Die *debt to equity*-verhouding is in afdeling 4.7.2.2 verduidelik.

Wat die eerste aspek aangaande aandelekapitaal betref, moet dit in gedagte gehou word dat maatskappye wat oor 'n groot uitgereikte aandelekapitaal beskik, normaalweg op die JSE Sekuriteitebeurs Suid-Afrika gekonsentreer sal wees. Die Buro vir Finansiële Analise (BFA) wat aan die Universiteit van Pretoria verbonde is gebruik gestandaardiseerde finansiële inligting van maatskappye wat op die JSE Sekuriteitebeurs Suid-Afrika genoteer is om sekere makro-ekonomiese finansiële verhoudingsgetalle te bereken. Van hierdie verhoudingsgetalle behels onder meer die verhouding van gewone aandelekapitaal tot totale finansiering en die *debt to equity*-verhouding. Die inligting in Tabel 21 toon 'n verbasend interressante resultaat, naamlik dat die gemiddelde verhouding van aandelekapitaal tot totale finansiering, 'n baie klein gedeelte verteenwoordig. Slegs vier van die sektore in Tabel 21 se gewone aandelekapitaal as persentasie van totale finansiering verteenwoordig meer as 10 persent. Hieruit volg dit dat skuldfinansiering, tesame met interne finansiering of besparing, vir die meerderheid finansiering verantwoordelik is.

Wat die tweede aspek, naamlik die *debt to equity*-verhouding betref, blyk dit duidelik vanuit Tabel 21 dat daar 'n redelik wye verspreiding bestaan wat wissel van baie lae verhoudings tot hoër verhoudings. Die geweegde gemiddelde vir alle Nywerheidsmaatskappye betreffende die *debt to equity*-verhouding beloop egter 62 persent wat bevestigend is van die feit dat skuldfinansiering en besparing die meerderheid finansiering verteenwoordig.

Tabel 21 Die gemiddelde verhouding van gewone aandeelkapitaal tot totale finansiering en die gemiddelde *debt to equity*-verhouding vir die tydperk 1993 tot 2002 van Nywerheidsmaatskappye op die JSE Sekuriteitebeurs Suid-Afrika uitgedruk as 'n persentasie

Sektor op Beurs	Gewone aandeelkapitaal tot totale finansiering	<i>Debt to Equity</i>
Chemikalieë	2,5	105
Konstruksie	2,9	121
Bosbou en papier	1,7	108
Staal en ander metale	16,3	51
Gediversifiseerde nywerhede	0,2	105
Elektronies	1,8	99
Ingenieurswese	14,5	101
Motorvoertuie	6,1	121
Drank	1,0	100
Voedselprodusente	2,9	91
Gesondheid	2,1	91
Farmaseutiese produkte	16,1	-323
Algemene kleinhandelaars . . .	4,9	125
Ontspanning en hotelle	1,2	50
Media	0,9	173
Telekommunikasie	0,3	86
Vervoer	0,5	116
Steundienste	1,1	96
Voedsel- en medisyne kleinhandelaars	11,6	312
Alle Nywerheidsmaatskappye	3,3	62,1

Bron: Buro vir Finansiële Analise; ongepubliseerde inligting.

Teen die agtergrond van die voorafgaande verteenwoordig die inligting in Tabel 22 'n samevoeging van die koste van die afsonderlike finansieringselemente ten einde 'n geweege gemiddelde koste van kapitaal te verkry. Die koste van skuld ná belasting in Tabel 22 verteenwoordig die resultaat wat verkry is met al die toepaslike veranderlikes soos in Tabel 18 uiteengesit (Hoofstuk 4, afdeling 4.7.4). Die koste van aandelekapitaal in Tabel 22 verteenwoordig die gemiddelde verdienste-opbrengskoerse van aandele soos uiteengesit en verduidelik in Tabel 19, terwyl die koste van behoue inkomste die rentekoers wat op een-jaar vaste deposito's van toepassing is, verteenwoordig (soos verduidelik in afdeling 5.2.2).

Die samevoeging van hierdie afsonderlike finansieringselemente in 'n sekere verhouding het 'n geweege gemiddelde koste van kapitaal tot gevolg soos wat deur geval 1 in Tabel 22 aangetoon word. Die verhouding waarin die afsonderlike finansieringselemente saamgevoeg is, is van sodanige aard dat onderlinge verhoudings ook nog steeds realisties uitgebeeld word. In hierdie verband is 'n *debt to equity*-verhouding van 50 persent gebruik, terwyl die aandelekapitaal tot totale finansiering 8,3 persent verteenwoordig.

5.2.4 Die kwantifisering versus die neiging van die geweege gemiddelde koste van kapitaal

Alvorens voortgegaan word met die bespreking van die geweege gemiddelde koste van kapitaal soos uitgebeeld in geval 1 van Tabel 22 is dit uiters belangrik dat die leser sal besef en verstaan dat die kwantifisering van hierdie geweege koste as sodanig

minder prominensie moet geniet en dat die algemene neiging en rigting daarvan vir doeleindes van hierdie studie eerder as die fokuspunt moet dien. Heelwat empiriese werk is gedoen wat daarop gerig is om benaderings van die koste van kapitaal vir byvoorbeeld Australië te verkry. 'n Deel hiervan sluit onder andere die volgende in: Whitelaw, Hehir & Taplin (1987), Kholi en Ryan (1985) en Carmichael en Dews (1987). Soortgelyke studies is ook in die VSA gedoen, onder meer deur Tobin en Brainard (1977) en Corcoran en Sahling (1982). Volgens Dews (1988) verskil al die voorafgaande resultate tussen die alternatiewe metings. Daar is dus nie noodwendig 'n enkele meting van die koste van kapitaal wat as homogeen beskou kan word nie. Dews bewoord hierdie situasie soos volg:

The cost of capital to firms of varying size and risk characteristics may be substantially different. For example, raising capital by selling equity is probably only a feasible proposition for the largest of small businesses or for those with obvious growth prospects. Also, while uncertainty exists, expectations tend to differ between firms so that the perceived cost of capital may also differ. No allowance is made for institutions with different tax treatments, and all firms are assumed to be profitable. (Dews 1988:19)

Indien die voorafgaande in aanmerking geneem word, is dit duidelik waarom die geweegde gemiddelde koste van kapitaal in Tabel 22 (geval 1) as verteenwoordigend van 'n groot aantal ondernemings beskou kan word en daarom ook 'n makro-ekonomiese perspektief verleen.

Soos uit die gemiddeldes in Tabel 22 (geval 1) duidelik is, het die geweegde gemiddelde koste van kapitaal van 'n gemiddelde van 7,7 persent gedurende die sewentigerjare na 'n gemiddelde van 11,2 persent gedurende die tagtigerjare toegeneem. Dit het verder na 'n gemiddelde van 11,9 persent gedurende die negentigerjare (insluitende 2000-2002) toegeneem. Hierdie langtermyn-styging van die geweegde gemiddelde koste van kapitaal het natuurlik sekere gevolge vir vaste kapitaalvorming in dié sin dat die *hurdle rate* waarna in afdeling 4.5 verwys is, al hoër en hoër geword het. Hierdie aspek sal verdere aandag geniet in hoofstuk 6.

5.2.5 Die belading van die finansieringsstruktuur met skuldfinansiering

Indien die *debt to equity*-verhouding van 50 persent na byvoorbeeld 75 persent verhoog sou word deur relatief van meer skuldfinansiering gebruik te maak, sal die geweegde gemiddelde koste van kapitaal uiteraard verander. Hierdie veranderde geweegde gemiddelde koste van kapitaal word weerspieël in geval 2 van Tabel 22. 'n Besonder interressante resultaat kom na vore in geval 2 - die geweegde gemiddelde koste van kapitaal soos weerspieël in geval 2 is, behalwe vir die tydperk 1998-2001, deurgaans laer as in geval 1. Die verskil tussen geval 1 en geval 2 word ook in Tabel 22 aangetoon. Die implikasie van hierdie resultaat is dat ondernemings hulle geweegde gemiddelde koste van kapitaal tot en met 1998 sou kon verlaag het deur meer van skuldfinansiering gebruik te maak en dus per definisie ook minder besparing as finansieringselement gehad het.

Tabel 22 Die koste van skuld ná belasting, die koste van aandelekapitaal, die koste van behoue inkomste en die geweege gemiddelde koste van kapitaal (geval 1 en 2) uitgedruk as 'n persentasie

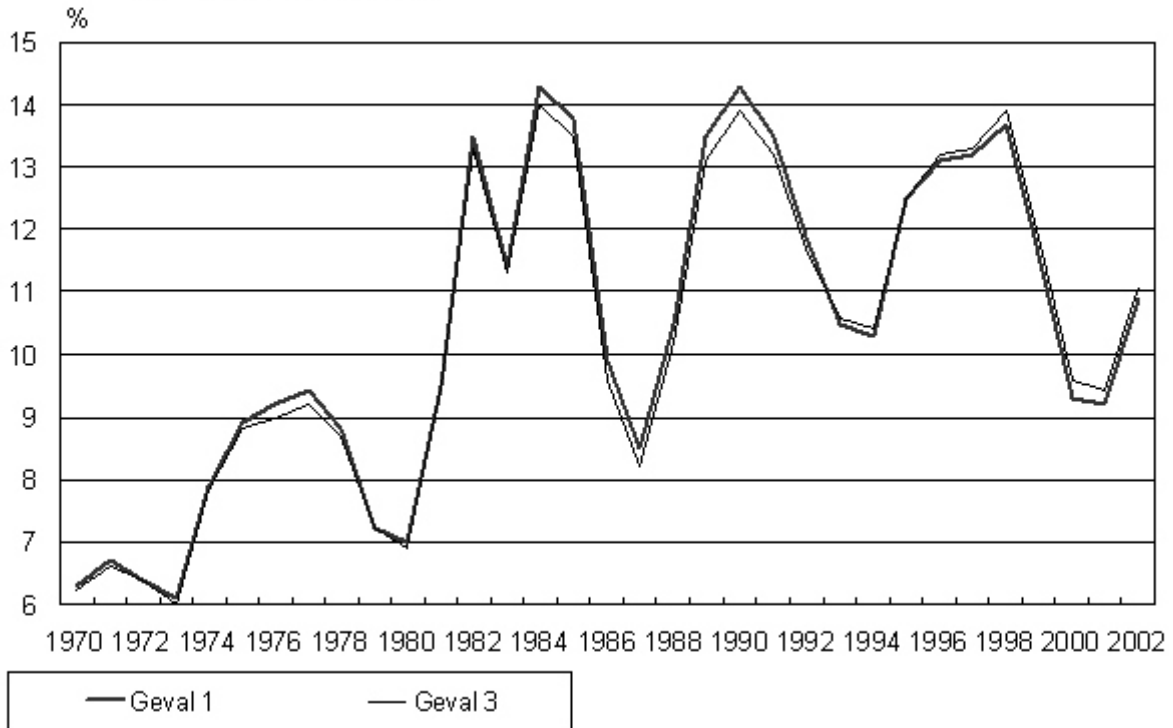
Tydperk	Koste van skuld ná belasting	Koste van Aandelekapitaal	Koste van behoue inkomste	Geweege gemiddelde koste van kapitaal		Verskil tussen Geval 1 en Geval 2
				Geval 1	Geval 2	
1970	4,9	5,5	7,2	6,3	6,1	0,2
1971	5,3	6,6	7,5	6,7	6,5	0,2
1972	5,3	5,3	7,2	6,4	6,2	0,2
1973	4,8	5,0	7,0	6,1	5,9	0,2
1974	6,1	9,5	8,7	7,9	7,7	0,2
1975	7,1	11,8	9,5	8,9	8,6	0,3
1976	7,4	14,0	9,5	9,2	8,9	0,3
1977	7,5	15,9	9,5	9,4	9,1	0,3
1978	7,3	12,4	9,2	8,8	8,6	0,2
1979	6,0	10,1	7,5	7,2	7,0	0,2
1980	5,7	8,2	7,5	7,0	6,8	0,2
1981	8,4	10,9	9,9	9,5	9,3	0,2
1982	11,2	12,8	14,9	13,5	13,2	0,3
1983	9,7	7,8	12,9	11,4	11,2	0,2
1984	11,2	8,3	17,0	14,3	13,9	0,4
1985	10,8	6,8	16,5	13,8	13,3	0,5
1986	7,2	5,1	12,1	9,9	9,5	0,4
1987	6,3	5,0	10,2	8,5	8,1	0,4
1988	7,7	8,7	12,3	10,5	10,1	0,4
1989	9,9	9,3	16,2	13,5	13,0	0,5
1990	10,5	10,3	17,1	14,3	13,8	0,5
1991	10,6	8,1	16,0	13,5	13,1	0,4
1992	9,8	7,2	13,8	11,9	11,6	0,3
1993	9,7	6,4	11,6	10,5	10,4	0,1
1994	10,1	5,1	11,1	10,3	10,3	0,0
1995	11,6	5,7	13,9	12,5	12,3	0,2
1996	12,7	6,0	14,3	13,1	13,0	0,1
1997	13,0	6,5	14,3	13,2	13,2	0,0
1998	14,2	7,5	14,3	13,7	13,8	-0,1
1999	12,6	7,8	11,5	11,6	11,7	-0,1
2000	10,2	7,7	9,0	9,3	9,4	-0,1
2001	9,7	10,0	8,8	9,2	9,3	-0,1
2002	11,1	11,9	10,7	10,9	10,9	0,0
Gemiddeldes						
1970-1979	6,2	9,6	8,3	7,7	7,5	
1980-1989	8,8	8,3	13,0	11,2	10,8	
1990-1999	11,5	7,1	13,8	12,5	12,3	
2000-2002	10,3	9,9	9,5	9,8	9,9	

Bron: Verduidelikings verskaf in hoofstuk 4 en 5; eie berekenings

Die resultaat van 'n verhoogde *debt to equity*-verhouding as gevolg van 'n groter belading met skuldfinansiering, behoort, om meer realisties te wees, aangepas te word met 'n verhoogde rentekoers om voorsiening te maak vir groter risiko's soos in afdeling 4.7.2.3 verduidelik is. Indien die rentekoers byvoorbeeld deurgaans met ½ persent opwaarts aangepas word, sal die koste van skuld ná belasting effens hoër word. Dit het tot gevolg dat die geweegde gemiddelde koste van kapitaal ook effens hoër sal word en die resultaat hiervan word in geval 3 in Tabel 23 aangetoon. Indien die gegewens van geval 1 en geval 3 met mekaar vergelyk word (kyk Tabel 23), is dit duidelik dat ondernemings selfs met 'n hoër rentekoers nog steeds tot en met 1993 hulle geweegde gemiddelde koste van kapitaal kon verlaag deur van meer skuldfinansiering gebruik te maak. Die verskil tussen geval 2 en 3 teenoor geval 1 is egter dat dit volgens geval 3 alreeds sedert 1993 nadelig geraak het om 'n verhoogde *debt to equity*-verhouding te handhaaf as gevolg van meer skuldfinansiering en relatief minder besparing.

Grafiek 2 toon aan hoe die geweegde gemiddelde koste van kapitaal wat van toepassing is op geval 1 sedert 1993 laer is as die geweegde gemiddelde koste van kapitaal wat op geval 3 van toepassing is. Hieruit is dit duidelik dat ondernemings gedurende die negentigerjare (in teenstelling met die tagtigerjare) 'n besliste voorkeur of neiging sou openbaar om ter wille van 'n laer koste van kapitaal eerder van besparing as van skuldfinansiering gebruik sou maak. Die invloed van 'n verhoogde rentekoers wat gewoonlik met 'n verhoogde *debt to equity*-verhouding gepaard gaan, kan dus gouer daartoe bydra dat die geweegde gemiddelde koste van kapitaal hoër word as wanneer 'n laer *debt to equity*-verhouding gehandhaaf word.

Grafiek 2: Die geweege gemiddelde koste van kapitaal; geval 1 en geval 3: 1970-2002



Bron: Verduidelikings verskaf in hoofstuk 4 en 5

Tabel 23 Die koste van skuld ná belasting en die geweege gemiddelde koste van kapitaal (geval 1 en 3) uitgedruk as 'n persentasie

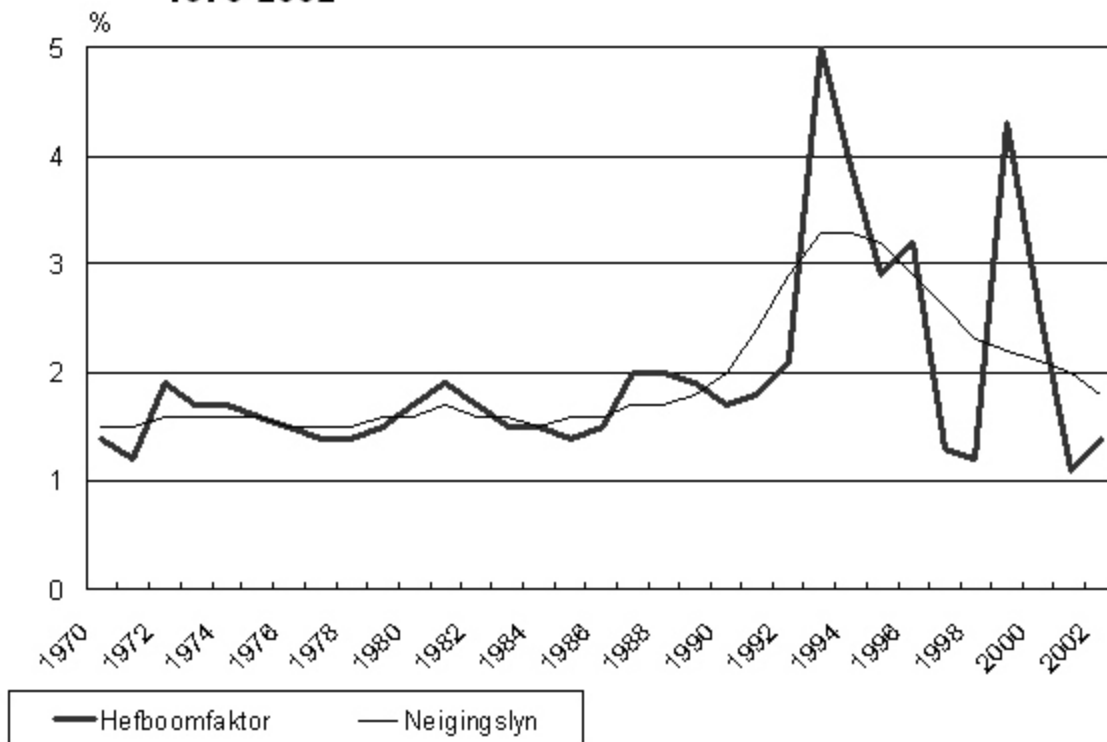
Tydperk	Koste van skuld ná belasting	Geweege gemiddelde koste van kapitaal		Verskil tussen Geval 1 en Geval 3
		Geval 1	Geval 3	
1970	5,2	6,3	6,2	0,1
1971	5,6	6,7	6,6	0,1
1972	5,6	6,4	6,4	0,0
1973	5,1	6,1	6,0	0,1
1974	6,4	7,9	7,8	0,1
1975	7,4	8,9	8,8	0,1
1976	7,7	9,2	9,0	0,2
1977	7,8	9,4	9,2	0,2
1978	7,6	8,8	8,7	0,1
1979	6,3	7,2	7,2	0,0
1980	6,0	7,0	6,9	0,1
1981	8,7	9,5	9,5	0,0
1982	11,5	13,5	13,3	0,2
1983	10,0	11,4	11,3	0,1
1984	11,4	14,3	14,0	0,3
1985	11,0	13,8	13,5	0,3
1986	7,4	9,9	9,6	0,3
1987	6,5	8,5	8,2	0,3
1988	7,9	10,5	10,2	0,3
1989	10,2	13,3	13,1	0,4
1990	10,8	14,3	13,9	0,4
1991	10,8	13,5	13,2	0,3
1992	10,0	11,9	11,7	0,2
1993	10,0	10,5	10,6	-0,1
1994	10,5	10,3	10,4	-0,1
1995	12,0	12,5	12,5	0,0
1996	13,0	13,1	13,2	-0,1
1997	13,3	13,2	13,3	-0,1
1998	14,5	13,7	13,9	-0,2
1999	13,0	11,6	11,9	-0,3
2000	10,5	9,3	9,6	-0,3
2001	10,0	9,2	9,4	-0,2
2002	11,4	10,9	11,1	-0,2
Gemiddeldes				
1970-1979	6,5	7,7	7,6	
1980-1989	9,1	11,2	10,9	
1990-1999	11,8	12,5	12,5	
2000-2002	10,6	9,8	10,0	

Bron: Eie berekenings

5.2.6 Die hefboomfaktor as bykomende ondersteuning vir die voorkeur van die benutting van besparing as finansieringselement

Soos in afdeling 5.2.3 aangedui, bereken die BFA sekere makro-ekonomiese finansiële verhoudingsgetalle. Een van hierdie verhoudingsgetalle wat op alle Nywerheidsmaatskappye van toepassing is, is die hefboomfaktor wat in grafiek 3 aangetoon word. In afdeling 4.7.3.1 is 'n teoretiese uiteensetting van die finansiële hefboom (hefboomfaktor) verskaf.

Grafiek 3: Die hefboomfaktor en neigingslyn van die hefboomfaktor: 1970-2002



Bron: Buro vir Finansiële Analise

Uit die neigingslyn in grafiek 3 is dit duidelik dat die doeltreffendheid waarmee skuldfinansiering gedurende die tydperk 1986 tot ongeveer 1994 aangewend is, toenemend verbeter het. Sedert die tweede helfte van die negentigerjare het hierdie neiging egter merkbaar verswak, wat beteken dat die doeltreffendheid waarmee skuldfinansiering aangewend is, afgeneem het. Só 'n situasie behoort dus positief by te dra tot die benutting van besparing as finansieringselement eerder as skuldfinansiering en op hierdie wyse mee te werk om 'n besparingsklimaat tot stand te bring binne die maatskappysektor as 'n geheel.

Hierdie situasie bevestig dus die bevinding dat ondernemings gedurende die negentigerjare 'n sterk voorkeur vir besparing as finansieringselement vanuit 'n oogpunt van koste van kapitaal gehad het.

5.3 DIE PRIMÊRE DOELWIT VAN HIERDIE STUDIE EN DIE RESULTAAT VOLGENS AFDELING 5.2.5

Die resultaat wat volgens geval 3 relatief tot geval 1 in afdeling 5.2.5 bereik is, dui sterk daarop dat ondernemings vanuit 'n makro-ekonomiese oogpunt sedert die vroeë negentigerjare 'n voorkeur getoon het om meer van besparing relatief tot skuldfinansiering as finansieringselement gebruik te maak.

Die primêre doelwit soos beskryf in afdeling 1.2.2, dit wil sê om uit 'n oogpunt van koste van kapitaal 'n makro-ekonomiese perspektief te verskaf waarom dit vir ondernemings gedurende die negentigerjare gunstiger sou wees om grootliks van besparing in stede

van ander finansieringselemente spesifiek skuldfinansiering, gebruik te maak, is nou bereik. Die implikasie hiervan, veral indien dit in samehang met winsgewendheid en kapitaalvorming gesien word, sal in hoofstuk 6 aandag geniet.

5.4 SAMEVATTING

'n Makro-ekonomiese benadering of raming van die geweege gemiddelde koste van kapitaal met behulp van die model wat in hierdie hoofstuk gebruik is, het aangetoon dat die geweege gemiddelde koste van kapitaal gedurende die tagtigerjare hoër was as in die sewentigerjare en dat dit gedurende die negentigerjare weer hoër was as gedurende die tagtigerjare. Daar is ook aangetoon dat besparing uit 'n oogpunt van koste van kapitaal bo ander finansieringsvorme veral sedert 1993 deur ondernemings verkies sou word, wat die primêre doelwit van hierdie studie verteenwoordig.

HOOFSTUK 6

DIE PERSPEKTIEF RONDOM DIE SURPLUSBESPARING VAN DIE NEGENTIGERJARE AAN DIE HAND VAN DIE GEWEEGDE GEMIDDELDE KOSTE VAN KAPITAAL EN WINSGEWENDHEID

6.1 INLEIDING

Hierdie hoofstuk skenk aandag aan die sekondêre doelwit. Dit is om aan te toon dat makro-ekonomiese winsgewendheid veral sedert 1990 onder druk was en dat die marge tussen die koste van kapitaal en winsgewendheid gedurende die negentigerjare kleiner geword het. Die surplusbesparing bo kapitaalvorming gedurende die negentigerjare word in perspektief geplaas deur gebruik te maak van die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid.

6.2 DIE SINVOLHEID VAN DIE SURPLUSBESPARING BO KAPITAALVORMING GEDURENDE DIE TYDPERK 1985-2000

Die primêre doelwit (sien afdeling 1.2.2), naamlik om uit 'n oogpunt van koste van kapitaal 'n makro-ekonomiese perspektief te verskaf waarom dit vir ondernemings gedurende die negentigerjare gunstiger sou gewees het om grootliks van besparing as finansieringselement gebruik te maak, is in hoofstuk 5 aangetoon. Teen hierdie agtergrond en met verwysing na grafiek 1 in afdeling 2.4.2.2, sal nou ondersoek word of die surplusbesparing bo kapitaalvorming wel tot verhoogde kapitaalvorming in

verhouding tot die bruto binnelandse produk aanleiding gegee het. Dit is egter baie belangrik dat in gedagte gehou moet word dat die maatskappysektor (soos in hoofstuk 2 aangetoon) verreweg vir die grootste gedeelte van totale besparing sowel as totale kapitaalvorming in Suid-Afrika verantwoordelik is. Die doel van makro-ekonomiese besparing, naamlik om kapitaalvorming te finansier, en die samehang hiervan met ander makro-ekonomiese groothede binne die Nasionale Rekening, is in hoofstuk 2 bespreek. Gegewe die feit dat die grootste gedeelte van hierdie makro-ekonomiese besparing en kapitaalvorming deur die maatskappysektor gegenerer word, behoort krities besin te word of die surplusbesparing wat veral gedurende die negentigerjare in die maatskappysektor aanwesig was, tot voordeel van kapitaalvorming in hierdie sektor gestrek het.

Grafiek 1 dui aan dat die vlak van besparing van 1985 tot en met 2000 deurgaans groter as kapitaalvorming was (surplusbesparing). Desnieteenstaande het besparing in verhouding tot die bruto binnelandse produk gedurende hierdie hele tydperk (1985-2000) stelselmatig afgeneem. Kapitaalvorming het 'n soortgelyke neiging geopenbaar.

Die surplusbesparing wat gedurende die tydperk 1985-2000 aanwesig was, beteken dat daar nie 'n tekort aan die aanbod van besparing was waarmee kapitaalvorming gefinansier kon word nie. Hoewel makro-ekonomiese besparing dus beskikbaar was vir die finansiering van makro-ekonomiese kapitaalvorming, het beide groothede gedurende hierdie surplustydperk 'n dalende neiging getoon. Hierdie neiging het sodanig ontwikkel dat totale besparingsvlakke sowel as maatskappybesparingsvlakke tans (gedurende 2000 en 2001) op 'n historiese laagtepunt is. Twee vrae ontstaan

hieruit. Eerstens, waarom het die surplusbesparing nie oor hierdie tydperk tot meer kapitaalvorming aanleiding gegee nie, en tweedens, waarom het beide groothede 'n dalende neiging geopenbaar. 'n Derde vraag wat hieruit voortvloei, is of daar in só 'n situasie beroepe op die maatskappysektor gedoen kan word om die histories lae besparingskoerse van Suid-Afrika te verbeter.

Soos voorheen genoem, kan daar verskeie redes en verklarings vir hierdie surplusbesparing wees. Teen die agtergrond van die meganisme waarvolgens ondernemings egter besparing aanwend, kan 'n verklaring vir hierdie verskynsel vanuit 'n oogpunt van koste van kapitaal en winsgewendheid verskaf word. Die teoretiese redes waarom ondernemings hul koste van kapitaal so laag as moontlik en hul winsgewendheid so hoog as moontlik wil maak, is in hoofstuk 4 verduidelik. Die volgende gedeeltes het ten doel om die makro-ekonomiese maatstaf van die koste van kapitaal wat in hoofstuk 5 ontwikkel is, tesame met 'n makro-ekonomiese maatstaf van winsgewendheid wat in afdeling 6.3.2 ontwikkel sal word, aan te wend ten einde 'n antwoord op bogenoemde vrae te verkry.

6.3 DIE GEWEEGDE GEMIDDELDE KOSTE VAN KAPITAAL EN WINSGEWENDHEID

6.3.1 Die geweege gemiddelde koste van kapitaal

Dit is belangrik om die volgende twee aspeke betreffende die geweege gemiddelde koste van kapitaal in gedagte te hou. Eerstens, ten einde hul geweege gemiddelde

kosse van kapitaal te verlaag, sou ondernemings gedurende die negentigerjare verkies het om eerder van besparing as van skuldfinansiering gebruik te maak, wat op sigself 'n besparingsklimaat sou bevorder. Tweedens, geen evaluasie is gemaak om te bepaal of die geweege gemiddelde kosse van kapitaal te hoog of te laag is nie. Dit is ook nie die doel van hierdie studie nie. Wat egter wel van belang is, is om te bepaal hoe hoog of hoe laag winsgewendheid relatief tot die geweege gemiddelde kosse van kapitaal is en om dan op grond daarvan sekere afleidings en gevolgtrekkings te maak. Soos vermeld in die bespreking van die geweege gemiddelde kosse van kapitaal, is dit nie die doel om 'n spesifieke kwantifisering op enige van hierdie twee groothede (of aanwysers) te plaas nie, maar om eerder 'n verteenwoordigende makro-ekonomiese maatstaf daar te stel wat sekere neigings en rigtings relatief tot mekaar vaslê. 'n Makro-ekonomiese maatstaf sal nou vir winsgewendheid gestel word.

6.3.2 Makro-ekonomiese winsgewendheid

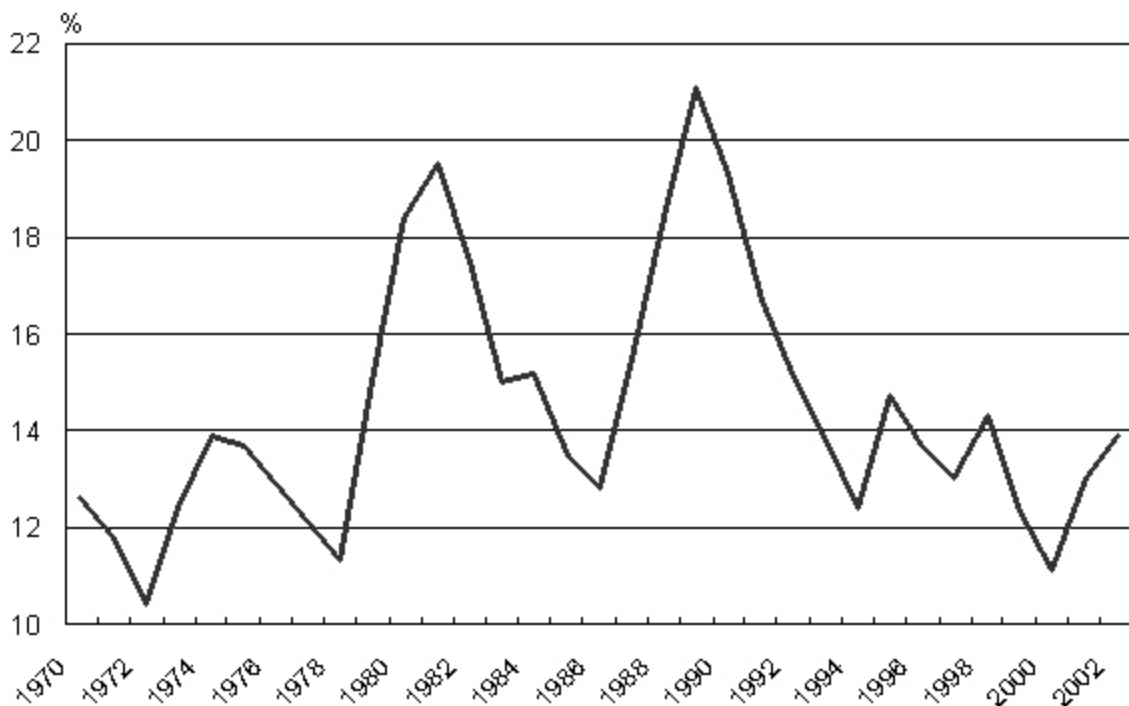
6.3.2.1 'n Maatstaf vir makro-ekonomiese winsgewendheid

Afdeling 4.7.3.1 het van twee winsgewendheidsbegrippe melding gemaak. Soos verduidelik, meet een van hierdie begrippe, naamlik die opbrengs op bates, die totale winsgewendheid van 'n onderneming. Soos in hoofstuk 5 gemeld, bereken die BFA sekere gestandaardiseerde verhoudingsgetalle vir alle Nywerheidsmaatskappye waarvan die opbrengs op bates deel vorm en wat verteenwoordigend is van winsgewendheidsneigings op 'n makro-ekonomiese grondslag.

6.3.2.2 Die verloop van makro-ekonomiese winsgewendheid

Grafiek 4 en Tabel 25 toon die opbrengs op bates of winsgewendheid vir die tydperk 1970-2002. Winsgewendheid het gedurende 1989 'n hoogtepunt bereik, waarna dit gedurende die negentigerjare (1990-1999) 'n skerp aaneenlopende afwaartse neiging getoon het. Die lang, aaneenlopende dalende neiging gedurende die negentigerjare waartydens relatief lae vlakke van winsgewendheid bereik is, vorm 'n skerp teenstelling met die sewentiger- en tagtigerjare en dui op 'n struktuurverandering (kyk afdeling 6.3.2.3).

**Grafiek 4: Winsgewendheid van Nywerheidsmaatskappye:
1970-2002**



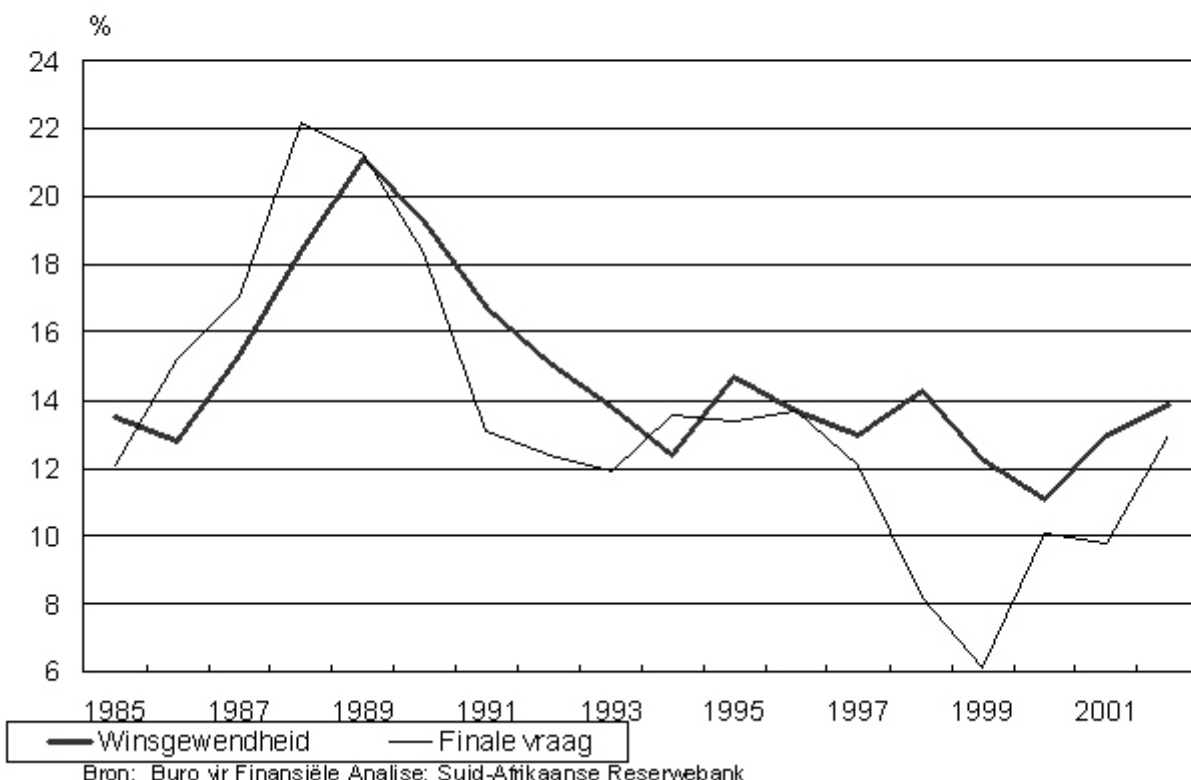
Bron: Buro vir Finansiële Analise

6.3.2.3 Die verklaring van die dalende winsgewendheidsneiging gedurende die negentigerjare aan die hand van finale vraag en inflasie.

Finale vraag is 'n makro-ekonomiese grootheid afkomstig uit die Nasionale Rekening wat die somtotaal van makro-ekonomiese groothede soos private verbruiksbesteding (C), owerheidsverbruiksbesteding (G) en vaste kapitaalvorming (I_1) verteenwoordig. Die afsonderlike grootheid is in hoofstuk 2 (afdeling 2.3.1) bespreek.

Grafiek 5 is 'n kombinasie van winsgewendheid (grafiek 4) en die nominale groeikoers van finale vraag. Dit is duidelik dat daar 'n merkbare ooreenkoms tussen die nominale groeikoers van finale vraag en winsgewendheid bestaan. Die vraag is of hierdie groeikoers ooreenkoms aan die hand van finale vraag en inflasie verklaar kan word.

Grafiek 5: Winsgewendheid van Nywerheidsmaatskappye en die groeikoers van finale vraag volgens die Nasionale Rekening: 1985-2002



Die begrip *output* is in afdeling 2.3.2.2 bespreek. Daar is verduidelik dat hierdie begrip in wese op 'n verkope-begrip neerkom. Die waarde van enige onderneming se nominale verkope het met 'n prys- en 'n volumekomponent te make. Indien finale vraag as verteenwoordigend van totale makro-ekonomiese verkope in die ekonomie gesien sou word, kan ondersoek ingestel word waarom daar 'n verwantskap is tussen winsgewendheid en die nominale groeikoers van finale vraag en spesifiek ook na die redes vir die dalende winsgewendheid gedurende die negentigerjare.

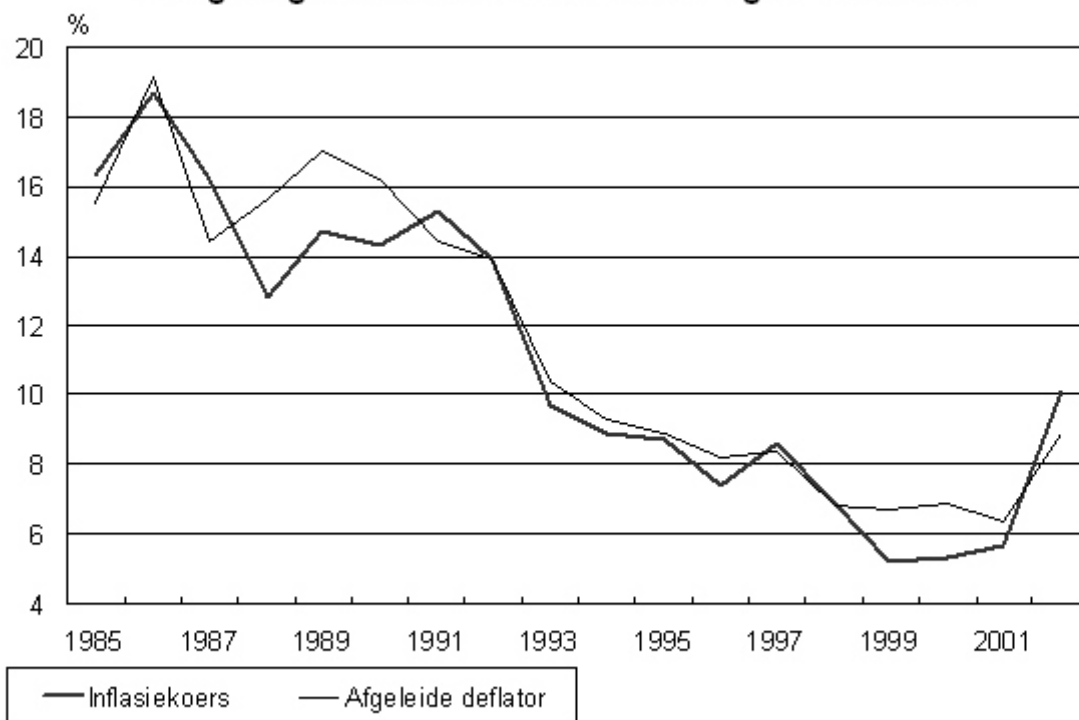
Tabel 24. Die nominale groeikoers, afgeleide deflator groeikoers en reële groeikoers van finale vraag asook die inflasiekoers

Tydperk	Nominale groeikoers	Afgeleide deflator	Reële groeikoers	Inflasiekoers
1985	12,1	15,5	-3,0	16,3
1986	15,2	19,1	-3,3	18,7
1987	17,0	14,4	2,3	16,2
1988	22,2	15,6	5,7	12,8
1989	21,2	17,0	3,6	14,7
1990	18,3	16,2	1,8	14,3
1991	13,1	14,4	-1,1	15,3
1992	12,4	13,9	-1,3	13,9
1993	11,9	10,4	1,4	9,7
1994	13,6	9,3	3,9	8,9
1995	13,4	8,9	4,2	8,7
1996	13,7	8,2	5,1	7,4
1997	12,1	8,4	3,5	8,6
1998	8,2	6,8	1,3	6,9
1999	6,1	6,7	-0,5	5,2
2000	10,1	6,9	3,0	5,3
2001	9,8	6,4	3,2	5,7
2002	13,0	8,9	3,8	10,1
Gemiddeldes				
1985-1989	17,5	16,3	1,1	15,7
1990-1999	12,3	10,3	1,8	9,9

Bron: Suid-Afrikaanse Reserwebank

Die inligting in Tabel 24 dui aan dat die nominale groeikoers van finale vraag (wat op die prys- en volume Komponent van toepassing is) gedurende die tydperk 1985-1989 besonder sterk was. Dit was veral gedurende die 3 jaar 1987-1989 besonder hoog, waarna dit gedurende die negentigerjare aansienlik verlangsaam het. Ten einde 'n begrip van die prys-effek te vorm wat op finale vraag van toepassing is, is 'n groeikoers van die afgeleide deflator van finale vraag bereken. Uit die gemiddeldes in Tabel 24 blyk enersyds dat die pryselement gedurende 1985-1989 wat op finale vraag van toepassing is, baie hoër was as wat die geval gedurende die negentigerjare was en andersyds dat pryse sedert die vroeë negentigerjare 'n afwaartse neiging gevolg het. Indien die groeikoerse wat op die afgeleide deflator van toepassing is (prys-effek), vergelyk word met die amptelike inflasiekoers, blyk dit dat dieselfde neiging ook in die inflasiekoers aanwesig was. Grafiek 6 toon hierdie situasie.

Grafiek 6: Inflasiekoers en groeikoers van die afgeleide deflator van finale vraag volgens die Nasionale Rekening: 1985-2002



Bron: Suid-Afrikaanse Reserwebank

Die ander komponent van finale vraag is die volumekomponent en dit word in Tabel 24 deur die reële groeikoers van finale vraag weerspieël. Hoewel die gemiddelde van die reële groeikoerse gedurende die negentigerjare effens hoër was as dié gedurende die tydperk 1985-1989, was dit nie genoegsaam om vir die stadiger stygende pryse gedurende die negentigerjare te vergoed nie. Die gevolg hiervan was dat die totale nominale groeikoers van finale vraag nie vergelykbaar was met groeikoerse wat gedurende 1985-1989 geheers het nie.

Indien finale vraag ten opsigte van pryse en hoeveelhede dus in die twee tydperke naamlik 1985-1989 en die negentigerjare met mekaar vergelyk word, sou die gevolgtrekking kon wees dat daar ietwat beter reële groei gedurende die negentigerjare plaasgevind het binne 'n omgewing van stadiger stygende pryse. Die netto effek hiervan was dat die nominale groeikoers van finale vraag egter ook baie stadiger toegeneem het.

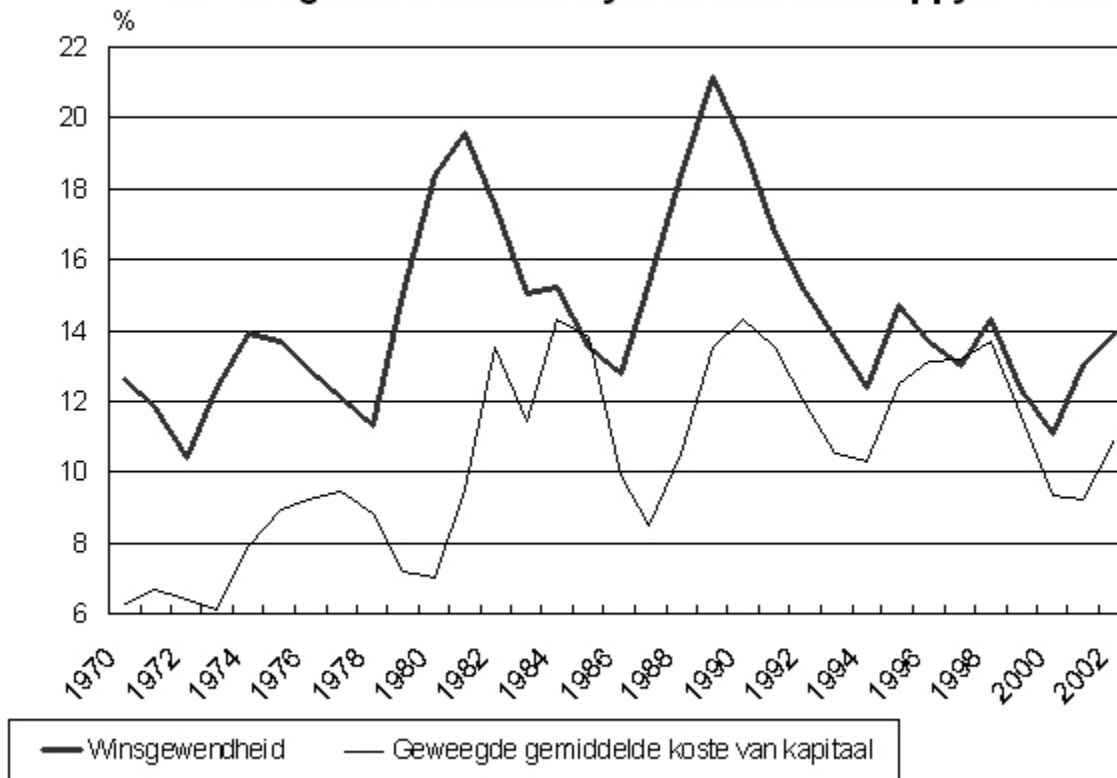
Die langamer toename in die nominale groeikoers van finale vraag sal uiteraard ook 'n beperkende invloed op winsgewendheid van ondernemings hê. Hierdie neiging sal beklemtoon word indien hoeveelhede of volumes nie in sulke omstandighede wesenlik verhoog kan word nie. Sulke omstandighede was gedurende die negentigerjare aanwesig. 'n Situatie soos wat byvoorbeeld sedert 1987-1989 geheers het ten opsigte van beide die prys- en volumekomponent (beide pryse soos gemeet aan die afgeleide deflator en hoeveelhede het toegeneem), het tot gevolg gehad dat die nominale groeikoers van finale vraag nie slegs toegeneem het nie, maar ook versnel het. Dit het 'n baie gunstige uitwerking op winsgewendheid gehad.

Die dalende neiging in winsgewendheid gedurende die negentigerjare kan dus direk in verband gebring word met die dalende neiging in die nominale groeikoers van finale vraag, wat onderskeidelik beïnvloed is deur prys- en volumekomponente. Vergeleke met die sewentiger- en tagtigerjare dui hierdie lang aaneenlopende dalende neiging in winsgewendheid gedurende die negentigerjare beslis op 'n struktuurverandering wat in besonder deur 'n pryseffek veroorsaak is.

6.3.3 Die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid relatief tot mekaar

Teen die gegewe agtergrond kan daar nou na die bewegings van die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid in verhouding tot mekaar gekyk word. Grafiek 7 toon hierdie situasie (die geweegde gemiddelde koste van kapitaal is van hoofstuk 5 afkomstig). Geoordeel aan die gaping tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal soos in Tabel 25 en in Grafiek 7 aangetoon, het daar sedert 1990 stelselmatig 'n situasie ontwikkel wat tot 'n knyptang-effek gedurende die negentigerjare gelei het. Tabel 25 toon dat hierdie gaping of marge tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal gedurende die negentigerjare in vergelyking met die sewentiger- en tagtigerjare besonder klein was. Veral gedurende die tweede helfte van die negentigerjare was hierdie knyptang-effek besonder intensief; die gemiddelde marge volgens Tabel 25 gedurende 1995-1999 was maar slegs 0,8 persent. Op 'n gemiddelde basis het hierdie marge weer gedurende die tydperk 2000-2002 merkbaar verbeter. Vlakke wat onderskeidelik gedurende 2001 en 2002 bereik is, was weer vergelykbaar met vlakke wat gedurende die vroeë negentigerjare geheers het.

Grafiek 7: Die geweege gemiddelde koste van kapitaal volgens geval 1 en winsgewendheid van Nywerheidsmaatskappye: 1970-2002



Bron: Verduidelikings verskaf in hoofstuk 4 en 5; Buro vir Finansiële Analise

Toestande betreffende die geweege gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid in verhouding tot mekaar, soos wat gedurende die negentigerjare in vergelyking met die sewentiger- en tagtigerjare geheers het, het beslis nie 'n gunstige klimaat vir besparing en kapitaalvorming geskep nie (soos in afdeling 6.5 bespreek sal word). Wat finansiering van kapitaalvorming betref, is in hoofstuk 5 aangedui dat daar gedurende die negentigerjare 'n neiging by ondernemings bestaan het om voorkeur aan besparing as finansieringselement relatief tot skuldfinansiering te verleen. Hierdie voorkeur is verder aangemoedig in 'n omgewing waar inflasie gedurende die negentigerjare 'n dalende neiging getoon het. Afdeling 6.4 bespreek hierdie aspek kortliks verder.

Tabel 25 Die opbrengs op bates van Nywerheidsmaatskappye op die JSE Sekuriteitebeurs Suid-Afrika en die geweege gemiddelde koste van kapitaal soos weerspieël in geval 1 van Tabel 23, uitgedruk as 'n persentasie

Tydperk	Opbrengs op bates	Geweege gemiddelde koste van kapitaal (Geval 1 in Tabel 23)	Verskil tussen opbrengs op bates en geweege gemiddelde koste van kapitaal
1970	12,6	6,3	6,3
1971	11,8	6,7	5,1
1972	10,4	6,4	4,0
1973	12,4	6,1	6,3
1974	13,9	7,9	6,0
1975	13,7	8,9	4,8
1976	12,9	9,2	3,7
1977	12,1	9,4	2,7
1978	11,3	8,8	2,5
1979	15,0	7,2	7,8
1980	18,4	7,0	11,4
1981	19,5	9,5	10,0
1982	17,5	13,5	4,0
1983	15,0	11,4	3,6
1984	15,2	14,3	0,9
1985	13,5	13,8	-0,3
1986	12,8	9,9	2,9
1987	15,3	8,5	6,8
1988	18,4	10,5	7,9
1989	21,1	13,3	7,8
1990	19,3	14,3	5,0
1991	16,7	13,5	3,2
1992	15,1	11,9	3,2
1993	13,8	10,5	3,3
1994	12,4	10,3	2,1
1995	14,7	12,5	2,2
1996	13,7	13,1	0,6
1997	13,0	13,2	-0,2
1998	14,3	13,7	0,6
1999	12,3	11,6	0,7
2000	11,1	9,3	1,8
2001	13,0	9,2	3,8
2002	13,9	10,9	3,0
Gemiddeldes			
1970-79	12,6	7,7	4,9
1980-89	16,7	11,2	5,5
1990-99	14,5	12,5	2,1
1980-84	21,4	11,1	10,3
1985-89	16,2	11,2	5,0
1990-94	15,5	12,1	3,4
1995-99	13,6	12,8	0,8
2000-2002	12,7	9,8	2,9

Bron: Buro vir Finansiële Analise en Tabel 23

Die sekondêre doelwit soos in afdeling 1.2.2 uiteengesit, naamlik om aan te toon dat makro-ekonomiese winsgewendheid veral sedert 1990 onder druk was en dat die marge tussen die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid gedurende die negentigerjare kleiner geword het, is nou bereik.

6.4 DIE BEVORDERING VAN BESPARING TYDENS 'N TYDPERK VAN LAER INFLASIE GEDURENDE DIE NEGENTIGERJARE

Die neiging van ondernemings gedurende die negentigerjare om meer van besparing as finansieringselement gebruik te maak uit 'n oogpunt van koste van kapitaal, het stukrag verkry in 'n omgewing waar inflasie 'n dalende neiging getoon het. Die redes waarom en meganisme waardeur ondernemings geneig sal wees om in tye van laer inflasie minder van skuldfinansiering gebruik sal maak as in tye van hoër inflasie, is in afdeling 4.7.4 verduidelik. Die negentigerjare as 'n geheel teenoor die tagtigerjare was 'n tydperk van laer inflasie. Indien daar dus, vanuit 'n finansieringsoogpunt, relatief minder van skuldfinansiering gebruik gemaak is, sou die voorkeur om meer van besparing (wat intern gegeneer word) gebruik te maak meer prominent wees.

Opsommend kan gesê word dat besparing se relatiewe belangrikheid as finansieringselement gedurende die negentigerjare ondersteun is deur die geweegde gemiddelde koste van kapitaal (soos in hoofstuk 5 aangetoon), asook deur 'n besonder hoë inflasie-aangesuiwerde koste van skuld na belasting, sowel as 'n dalende neiging in die inflasiekoers. Al drie hierdie elemente het daartoe bygedra dat 'n besparingsklimaat bevorder is. Die dalende neiging in die inflasiekoers het egter

gepaard gegaan met hoë nominale rentekoerse, wat besonder hoë inflasie-aangesuiwerde rentekoerse (hoë positiewe reële rentekoerse) tot gevolg gehad het. Volgens Tabel 18 (verwys na afdeling 4.7.4) het die gemiddelde inflasie-aangesuiwerde rentekoers vir die tydperk 1990-1999 9,0 persent beloop, terwyl dit gedurende die tydperk 1980-1989 gemiddeld 1,9 persent beloop het. Hoë reële rentekoerse, gepaard met 'n dalende inflasiekoers wat die inflasie-aangesuiwerde koste van skuld ná belasting laat styg en daartoe meewerk dat besparing die goedkoper finansieringselement verteenwoordig, sal in insolensie gesien, ten gunste van maatskappybesparing werk. Die volgende aanhaling ondersteun hierdie situasie:

Since corporate saving takes place largely to finance investment, when outside funds are expensive because real interest rates are high, or are difficult to obtain because access to foreign finance is denied, corporate saving should be higher (Aron & Muelbauer 2000:529).

Nieteenstaande baie gunstige omstandighede waarvolgens besparing gedurende die negentigerjare aangemoedig is nie, het dit nogtans sedert die middel tagtigerjare 'n dalende neiging getoon. Dit het plaasgevind te midde van 'n deurlopende surplusbesparing bo kapitaalvorming van 1985 tot en met 2000. Afdeling 6.5 behandel hierdie aangeleentheid verder.

6.5 DIE UITWERKING VAN DIE KNYPTANG-EFFEK GEDURENDE DIE NEGENTIGERJARE OP BESPARING EN KAPITAALVORMING

Die uitwerking van die knyptang-effek is belangrik. Dit is noodsaaklik dat daar teen die agtergrond van die groter geheel, naamlik die surplusbesparing bo kapitaalvorming wat in 1985 begin het en tot 2000 voortgeduur het, perspektief verskaf word. Dit vind dan ook aansluiting by die probleemstelling soos in afdeling 1.1.2 uiteengesit is.

Omstandighede was uit 'n oogpunt van koste van kapitaal (soos aangetoon) gedurende die negentigerjare baie gunstig om tot die benutting van besparing as finansieringselement teenoor skuldfinansiering by te dra. Dit was deur toenemende lae inflasie gedurende die negentigerjare ondersteun. In insolasie gesien, was daar dus uiteraard 'n klimaat aanwesig waarbinne besparing kon ontwikkel en verbeter. Indien die volledige tydperk (1985-2000) waartydens die surplusbesparing aanwesig was, egter in oënskou geneem word, word 'n dalende langtermyn-neiging in besparing waargeneem (kyk Grafiek 1). Indien hierdie tydperk egter in meer besonderhede ontleed word, kan waargeneem word dat besparing van 1990 tot en met 1994 'n redelike sterk opwaartse neiging getoon het. Dit het plaasgevind nadat besparing sedert 1985 (toe die surplus-tydperk begin het) afwaarts geneig het. Die opwaartse neiging in besparing gedurende die eerste helfte van die negentigerjare het plaasgevind teen die agtergrond van 'n gunstiger klimaat waarin besparing as finansieringselement aangewend kon word (soos in hoofstuk 5 aangetoon). Dit moet in gedagte gehou word dat die vroeë negentigerjare die eerste tydperk was waartydens ondernemings besparing as finansieringselement bo skuldfinansiering verkies het. Dit

dui op 'n struktuurverandering. Hiérdie onderliggende kenmerk het nie die surplusbesparing gedurende 1985-1990, waartydens dit 'n dalende neiging getoon het, vergesel nie.

Die surplusbesparing wat gedurende die eerste helfte van die negentigerjare 'n opwaartse neiging getoon het, het in teenstelling met die tydperk 1985-1990 plaasgevind teen 'n agtergrond waar winsgewendheid 'n aaneenlopende dalende neiging van histories hoë vlakke af gevolg het (soos in afdeling 6.3 aangetoon). Dit was op sigself, vergeleke met die tagtigerjare, 'n struktuurverandering wat ondernemings nie noodwendig te wagte was nie (sien afdeling 6.3.2.3).

Ondernemings het hulle dus gedurende die eerste helfte van die negentigerjare, in teenstelling met vorige tydperke, in 'n omgewing bevind waar besparing as finansieringselement voordeliger geword het, terwyl winsgewendheid verswak het. Besparing, sowel as kapitaalvorming, het gedurende die eerste helfte van die negentigerjare 'n opwaartse neiging getoon wat opsigself baie bemoedigend was. Die surplusbesparing bo kapitaalvorming, uitgedruk in verhouding tot bruto binnelandse produk, het gedurende die eerste helfte van die negentigerjare 'n stygende neiging getoon soos in Grafiek 8 aangetoon word. Dit beteken dat besparing teenoor kapitaalvorming vinniger toegeneem het, wat tekenend is van 'n situasie waar besparing as finansieringselement voordeliger as in enige vorige tydperk aangewend kon word. Die feit dat besparing vinniger as kapitaalvorming toegeneem het, kan egter ook daarop dui dat kapitaalvorming nie na behore op besparing reageer het nie en dit kan aan dalende winsgewendheid toegeskryf word.

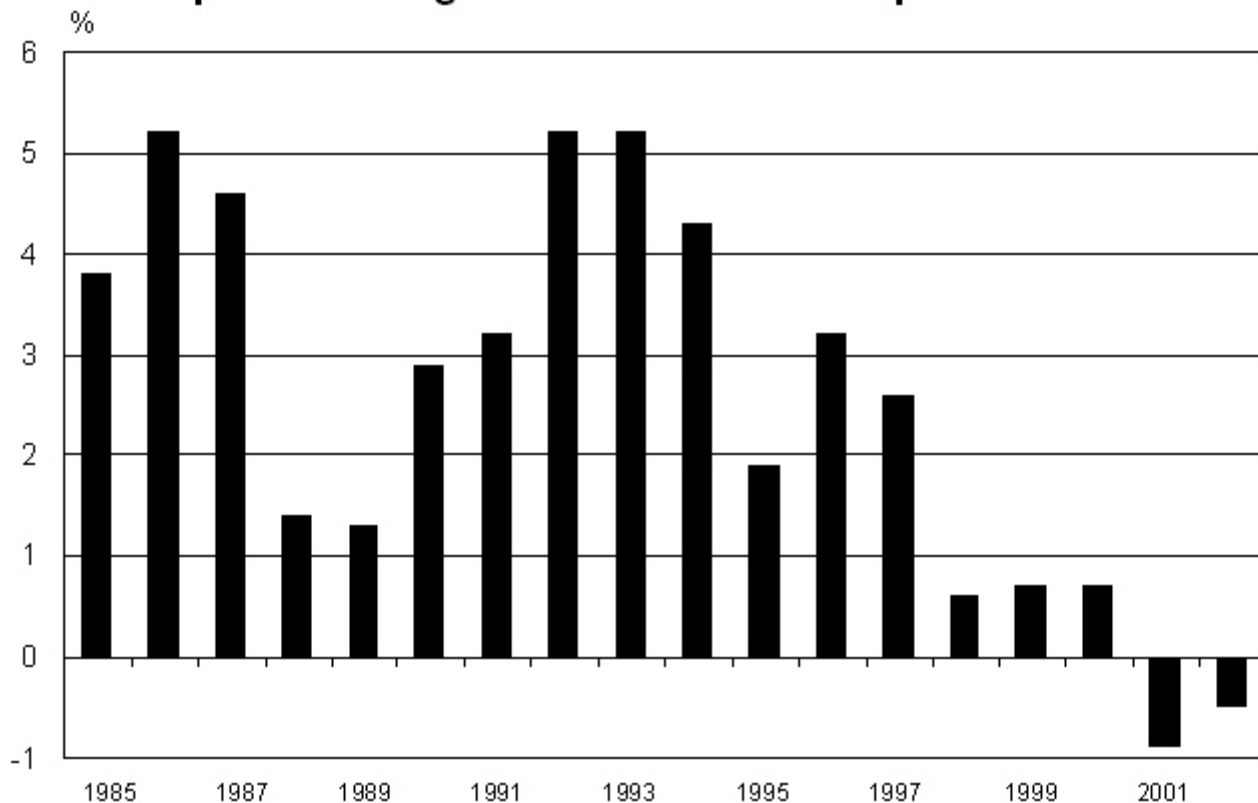
Die knyptang-effek het egter (soos in afeling 6.3.3 aangedui) stelselmatig gedurende die negentigerjare toegeneem en het in die tweede helfte van die negentigerjare 'n hoogtepunt bereik. Grafiek 7 en Tabel 25 toon aan dat hierdie effek gedurende die jare rondom 1994 en 1995 momentum gekry het. Dit is ook rondom hierdie tydperk dat besparing en kapitaalvorming 'n skerp dalende neiging begin toon het, terwyl daar nog tot en met 2000 steeds 'n surplusbesparing aanwesig was. Die surplusbesparing as verhouding tot die bruto binnelandse produk het egter 'n dalende neiging getoon, wat beteken dat besparing teen 'n vinniger pas as kapitaalvorming afgeneem het en uiteindelik gedurende 2001 laer as die vlak van kapitaalvorming beweeg het (kyk Grafiek 8). Die netto-resultaat van hierdie gebeure vir besparing was dat besparing gedurende 2000 en 2001 op 'n histories lae vlak te staan gekom het.

'n Vergelyking tussen die tweede helfte van die negentigerjare en die eerste helfte toon duidelik dat 'n situasie van toenemende besparing en kapitaalvorming te midde van 'n groter wordende surplusbesparing (soos wat in die eerste helfte van die negentigerjare plaasgevind het) nie in die teenwoordigheid van 'n feller knyptang-effek volhoubaar is nie. Besparing sowel as kapitaalvorming het teen die agtergrond van 'n feller knyptang-effek sedert die middel-negentigerjare afgeneem.

'n Uiteers belangrike perspektief wat verband hou met die finansiering van ondernemings (soos in hoofstuk 3 en 4 aangetoon) kom egter nou na vore - besparing as finansieringselement vir kapitaalvorming sal slegs optimaal benut word indien die opbrengs wat daaruit verkry word, aanvaarbare vlakke handhaaf. Die vraag is dus waarom enige finansieringselement, hetsy besparing of skuldfinansiering, aangewend

sal word vir kapitaalvorming indien die opbrengs (wingsgewendheid) nie tred hou met die gesamentlike koste (geweegde gemiddelde koste van kapitaal) nie. Die dalende besparingsneiging wat sedert 1995 aanwesig was, kan daarom, binne die raamwerk van hierdie studie, aan die volgende redes toegeskryf word: Eerstens, gegewe die feit dat besparing 'n finansieringselement vir kapitaalvorming verteenwoordig, sal besparing uiteraard ook oor tyd verswak indien kapitaalvorming verswak. Tweedens, en meer belangrik, kan slegs verwag word dat besparing deurlopend sal toeneem indien die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en wingsgewendheid mekaar aanvul. Dit was egter nie die geval gedurende die tweede helfte van die negentigerjare nie.

Grafiek 8: Die surplus maatskappybesparing bo maatskappykapitaalvorming tot bruto binnelandse produk: 1985-2002



Bron: Suid-Afrikaanse Reserwebank

6.6 DIE AANWENDING VAN BESPARING VIR FINANSIËLE BATES

Die gegewens in afdeling 6.5 maak sterk daarop aanspraak dat 'n situasie gedurende die tweede helfte van die negentigerjare aanwesig was waar besparing, ondanks die relatief goedkoop finansieringselement, nie in 'n toenemende mate in kapitaalvorming kon neerslag vind nie. Hierdie onvermoë om na behore na kapitaalvorming herlei te word, is aangemoedig deur laer winsgewendheidsvlakke wat 'n klein marge tot gevolg gehad het (soos verduidelik in afdeling 6.3.3).

Teen só 'n agtergrond kan die vraag gevra word of die verskynsel wat in die volgende aanhaling beskryf word, nie inderdaad gedurende die tweede helfte van die negentigerjare aanwesig was nie:

As corporate saving is to a large extent residual in nature it may be presumed to vary with business profits, but not to be highly sensitive to interest rate changes. There are exceptions, as when an unusually high cost of funds induces a firm to retain more and distribute less of its net profit (Goedhuys 1982:94).

Indien 'n situasie soos dié waarna die bogenoemde stelling verwys, gedurende die tweede helfte van die negentigerjare aanwesig sou gewees het (of elemente daarvan) sou dit beteken het dat besparing sou plaasvind waarvoor die onmiddellike motief nie uitsluitlik die finansiering van kapitaalvorming is nie, maar in 'n toenemende mate ook vir die verkryging van finansiële bates. Kontant of deposito's vorm deel van hierdie

finansiële bates (soos in hoofstuk 4 aangetoon). Tabel 26 toon dat deposito's van ondernemings by banke as verhouding tot die bruto binnelandse produk sedert 1995 skerp opwaarts geneig het. Dit kan enersyds dui op die feit dat, hoewel daar in hierdie tydperk 'n sterk kontantvloei was, dit nie tot kapitaalvorming gelei het nie, en andersyds daarop dui dat daar in die algemeen 'n sterker neiging was om eerder in finansiële bates te belê as om kapitaal te vorm (sien ook hoofstuk 4, afdeling 4.2).

Tabel 26. Deposito's in die banksektor van maatskappye en beslote korporasies in verhouding tot bruto binnelandse produk; persent

Tydperk	Verhouding
1992	14,1
1993	12,3
1994	13,0
1995	13,9
1996	14,6
1997	16,8
1998	20,9
1999	21,2
2000	21,7
2001	24,6
2002	28,2

Bron: Suid-Afrikaanse Reserwebank; verskeie Kwartaalblaaië en ongepubliseerde inligting.

Hierdie toenemende neiging om eerder in finansiële bates as in kapitaalvorming te belê, kan direk toegeskryf word aan die feit dat ondernemings 'n goeie opbrengs op die bates kan verdien as gevolg van die hoë rentekoerse. Die volgende aanhaling uit die pers is tekenend van hierdie situasie.

At the recent World Economic Forum meeting in Durban, finance minister Trevor Manuel highlighted the fact that local companies were reluctant to invest, preferring instead to sit on huge piles of cash For instance, there is little point in a South African Company exposing itself to the operational risk involved in chasing sales growth when it can sit back on a pile of cash that will automatically boost bottom-line performance, thanks to a high interest rate environment. (Star, 2001)

Daar is in beginsel niks verkeerd as ondernemings 'n sekere gedeelte van hulle besparing sou aanwend om kontantbates op te bou nie. Dit sou beteken dat ondernemings se likiditeit verbeter. Keynes (1936) het reeds daarop gewys dat 'n groot voordeel van 'n likiede balansstaat is dat dit ondernemings in staat stel om waarde-toevoegende investering te doen wanneer sulke geleentheid hulle voordoen. Die probleem is egter dat die omgewing sedert ongeveer 1995 tot ongeveer 1999 en 2000, gemeet aan die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid relatief tot mekaar, nie bygedra het tot 'n situasie soos wat Keynes in die vooruitsig stel nie.

Uit 'n holistiese oogpunt beskou, sou daar gesê kon word dat ondernemings beslis gedurende die tweede helfte van die negentigerjare verkies het om 'n gedeelte van hulle besparing op finansiële bates eerder as op kapitaalvorming aan te wend.

6.7 DIE SINVOLHEID VAN VERSOEKE TOT DIE MAATSKAPPYSEKTOR VIR MEER BESPARING

In die lig van afdeling 6.6 sou aangevoer kon word dat besparing van ondernemings wat hulle op finansiële bates soos byvoorbeeld kontant aanwend, daarna by wyse van die intermediasie-proses van banke aan ander sektore beskikbaar gestel kan word. In beginsel is hiermee niks verkeerd nie. Die probleem is egter net dat hierdie fondse ook nie uitsluitlik deur die ander sektore vir kapitaalvorming aangewend sal word nie. Inteendeel, die vraag kan gevra word waarom daar van ander sektore (soos huishoudings en die owerheid) verwag kan word om die surplusbesparing van ondernemings vir kapitaalvorming aan te wend teen 'n hoër koste (op grond van banke se uitleenkoerse) as wat ondernemings dit self kan of wil doen. Hiermee word nie beweer dat 'n sektor soos byvoorbeeld huishoudings nie kapitaalvorming doen nie. Die punt is eerder dat dit in sulke omstandighede nie sinvol is om ondernemings te versoek om meer te bespaar indien besparing alreeds nie in hul eie kapitaalvorming neerslag vind nie. Die uiteindelige doel van besparing uit 'n ekonomiese oogpunt is tog om kapitaalvorming te finansier (kyk hoofstuk 2) en nie om besparing makro-ekonomies beskikbaar te stel om teen 'n hoër koste uitgeleen te word om gedeeltelik finale besteding van huishoudings of die owerheid mee te finansier nie. Dit bring ons terug by die feit dat die maatskappysektor dié sektor gedurende die tagtiger- en negentigerjare was wat in 'n toenemende mate vir beide totale besparing en kapitaalvorming verantwoordelik was. Die dalende neiging in besparing sowel as in kapitaalvorming het op 'n situasie uitgeloop waar beide groothede (gedurende 2000 en 2001) op histories lae vlakke te staan gekom het.

Die sin van versoeke tot die maatskappysektor om groter besparing te midde van omstandighede wat sedert ongeveer 1995 geheers het, behoort krities bevraagteken te word. Versoeke om groter besparing kan teen die agtergrond van die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid slegs gedoen word indien die omstandighede waarin kapitaalvorming moet plaasvind, gunstiger word. Besparing moet eerder daarop gerig wees om kapitaalvorming te finansier en die voorkeur om in finansiële bates te belê, moet minder prominent word. Die surplusbesparing bo kapitaalvorming sedert 1985 tot 2000 het nie tot beter besparing en kapitaalvorming gedurende hierdie tydperk gelei nie.

6.8 DIE SITUASIE RONDOM 2001 EN 2002 BETREFFENDE BESPARING EN KAPITAALVORMING

Grafiek 7 toon dat die knyptang-effek sedert 2000 aansienlik afgeneem het. Omstandighede, gemeet aan winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal wat meer komplementêrend van aard geword het, het baie gunstiger omstandighede meegebring waarbinne besparing meer sinvol op kapitaalvorming aangewend kan word.

Gedurende 2001 het besparing vir die eerste keer sedert 1984 weer kleiner as die vlak van kapitaalvorming geword (kyk grafiek 1). Gegewe die feit dat surplusbesparing sedert 1985-2000 (soos in vorige afdelings verduidelik) nie 'n waarborg vir beter besparing en kapitaalvorming was nie, behoort hierdie verwikkeling in beginsel nie as negatief gesien te word nie. In 'n omgewing waar winsgewendheid en die geweegde

gemiddelde koste van kapitaal mekaar komplementeer, terwyl besparing kleiner as kapitaalvorming is, sou dit nie onrealisties of vergesog wees om groter besparing asook meer kapitaalvorming van ondernemings in die nabye toekoms te verwag nie. Gedurende 2002 het só 'n situasie inderdaad gerealiseer: hoewel die vlak van besparing kleiner as die vlak van kapitaalvorming was, het beide groothede vir die eerste keer sedert die middel negentigerjare weer 'n opwaartse neiging getoon.

Een van die redes wat tot die verdere verswakking in besparing gedurende 2001 bygedra het, is die besonder groot dividendbetalings wat plaasgevind het. Dividendbetalings het gedurende 2001 7 persent van bruto binnelandse produk bedra, vergeleke met 'n gemiddelde van minder as 5 persent gedurende die tydperk 1990-2000. Hierdie tendens, wat ook moontlik op 'n struktuurverandering dui, kan moontlik soos volg verklaar word: Die feit dat besparing as gevolg van só 'n groot dividendbetaling aansienlik verswak het, impliseer dat 'n groter deel van die besparing (indien die dividendbetalings nie so groot sou wees nie) in 2001 nie werklik vir kapitaalvorming benodig is nie. Dit sou beteken dat ondernemings dit meer sinvol sou ag om eerder minder te bespaar en inkomeverdeling by wyse van dividendbetalings aan aandeelhouers te verhoog om langs hierdie weg 'n opbrengs aan aandeelhouers te besorg.

'n Aspek wat moontlik verdere stukrag aan die groter dividendbetalings gedurende 2001 kon verleen, is die verswakking van die wisselkoers van die rand teenoor die meeste geldeenhede. Die implikasie hiervan is dat buitelandse beleggers hoër dividende sou verwag om daarvoor te vergoed. Dividende na die buiteland het sedert

1999 skerp toegeneem. In verhouding tot die bruto binnelandse produk het dit van 1 persent tot 3 persent in 2001 toegeneem, wat nagenoeg R31 miljard verteenwoordig, vergeleke met R8 miljard gedurende 1999.

Soos in afdeling 6.3.3. gemeld, het die omstandighede sedert 2000, soos gemeet aan die marge tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal, aansienlik gunstiger vir besparing en kapitaalvorming geword. Dit moet egter nie uit die oog verloor word nie dat die finansiële bates wat gedurende die laaste paar jaar opgebou is (kyk afdeling 6.6), gerealiseer kan word en vir kapitaalvorming aangewend kan word. Getuienis van só 'n situasie het in die Verenigde State van Amerika voorgekom, waar ondernemings eers finansiële bates opgebou het en daarna op groot skaal kapitaalvorming gedoen het (Whited 1991; Eckstein & Sinai 1986). Gunstige omstandighede moet egter vir kapitaalvorming aanwesig wees alvorens so iets op groot skaal sal gebeur. Alternatiewelik kan sulke fondse ook in die toekoms aan aandeelhouers as spesiale dividende uitbetaal word.

Die oorhoofse beginsel vir besparing om in die toekoms van 'n histories lae vlak te verbeter en dit ook meer sinvol te maak om oproepe om groter besparing tot die maatskappysektor te rig, sal wees om die marge tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal volhoubaar te hou.

Teen hierdie agtergrond is dit baie belangrik om te besef dat besparing, soos skuldfinansiering, slegs 'n finansieringsmeganisme vir ondernemings is. Die feit dat besparingsvlakke (kyk grafiek 1) in 2001 en 2002 laer as kapitaalvormingsvlakke

beweeg het, is dus nie noodwendig 'n negatiewe verwickeling nie - veral nie as die marge tussen die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid op vlakke te staan kom wat weer met langtermynvlakke vergelyk kan word nie. Vlakke wat gedurende 2001 en 2002 bereik is, was weer vergelykbaar met vlakke wat gedurende die vroeë negentigerjare geheers het. Hoewel besparings- en kapitaalvormingsvlakke nog baie laag is, is dit verblydend om te sien dat beide groothede gedurende 2002 opwaarts beweeg het.

6.9 SAMEVATTING

Surplusbesparing bo kapitaalvorming was gedurende 1985-2000 aan die orde van die dag, maar dit het gedurende hierdie hele tydperk 'n dalende neiging getoon. Besparing en kapitaalvorming in verhouding tot die bruto binnelandse produk het gedurende die eerste helfte van die negentigerjare opwaarts geneig terwyl dit gedurende die tweede helfte van die negentigerjare 'n afwaartse neiging getoon het. Verskillende omstandighede betreffende die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid relatief tot mekaar het gedurende hierdie tydperke gegeld. Gedurende die eerste helfte het die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid mekaar gekomplementeer, terwyl dit nie die geval was gedurende die tweede helfte nie. Dit het tot gevolg gehad dat die marge tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal onder druk gekom het, wat die knyptang-effek tot gevolg gehad het. Hierdie verwickelings het plaasgevind teen die agtergrond dat besparing gedurende die negentigerjare 'n baie gunstige finansieringselement was wat op sigself as 'n struktuurverandering beskou kan word.

Die negentigerjare was ook 'n tydperk van laer inflasie, wat bevorderlik was vir besparing as finansieringselement. Winsgewendheid het egter gedurende die negentigerjare 'n aaneenlopende dalende neiging getoon, wat ook 'n struktuurverandering teweeg gebring het. Gedurende 2001 het die vlak van besparing egter kleiner as die vlak van kapitaalvorming geword, wat nie noodwendig in beginsel as 'n negatiewe verwikkeling gesien moet word nie. Hierdie verskynsel het gedurende 2002 voortgeduur, terwyl beide groothede vir die eerste keer sedert die middel negentigerjare weer 'n opwaartse neiging getoon het. Dit het plaasgevind te midde van groter marges tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal tydens 2001 en 2002. Surplusbesparing as sodanig is dus nie 'n waarborg dat besparing en kapitaalvorming sal verbeter nie. Die sinvolheid van versoeke tot die maatskappysektor om groter besparing ten einde ons lae besparingskoers in Suid-Afrika te verlig, behoort krities bevraagteken te word te midde van omstandighede wat sedert 1995 geheers het. Omstandighede waarbinne besparing en kapitaalvorming van histories lae vlakke af kan verbeter, is uit 'n finansieringsoogpunt uiters afhanklik van beide die geweegde gemiddelde koste van kapitaal en winsgewendheid, wat volhoubare marges in die toekoms moet handhaaf.

HOOFSTUK 7

SAMEVATTING, GEVOLGTREKKING EN AANBEVELING

7.1 SAMEVATTING

Suid-Afrika se totale besparingskoers het gedurende die negentigerjare verder verswak. Die totale kapitaalvormingskoers het dieselfde neiging getoon. Omdat die maatskappysektor verantwoordelik is vir die grootste gedeelte van totale besparing, sowel as totale kapitaalvorming, het sy besparings- en kapitaalvormingskoers uiteraard ook 'n dalende neiging getoon. Dit het plaasgevind te midde van die aanwesigheid van surplusbesparing bo kapitaalvorming.

Die koste van kapitaal is inbegrepe in die *user cost*-begrip. Besparing is een van die finansieringsbronne (die ander twee is skuldfinansiering en aandelekapitaal) vir die maatskappysektor en is dus ook onderliggend aan die koste van kapitaal onderhewig. Maatskappye finansier egter met 'n kombinasie van hierdie finansieringselemente wat aan weging onderwerp word. Dié koste van kapitaal word uitgedruk as 'n gemiddelde geweegde koste van kapitaal. Een van die basiese beginsels waarvolgens ondernemings funksioneer, is om hulle koste van kapitaal (of die geweegde gemiddelde koste van kapitaal) so laag as moontlik te hou, terwyl winsgewendheid so hoog as moontlik moet wees. Uit 'n makro-ekonomiese oogpunt is besparing en skuldfinansiering die twee belangrikste finansieringselemente. Uit 'n oogpunt van koste van kapitaal is aangetoon dat besparing as finansieringselement gedurende die

negentigerjare 'n voorkeur bo skuldfinansiering geniet het. Hierdie ontwikkeling kan as 'n struktuurverandering gesien word. Dit is versterk deur inflasie wat gedurende die negentigerjare 'n dalende neiging getoon het. Makro-ekonomiese aanwysers het aangedui dat winsgewendheid 'n sterk dalende neiging gedurende die negentigerjare geopenbaar het, wat ook as 'n struktuurverandering beskou kan word.

Indien winsgewendheid in samehang met die geweegde gemiddelde koste van kapitaal beskou word, is dit duidelik dat 'n knyptang-effek in die laat negentigerjare ontstaan het, terwyl surplusbesparing bo kapitaalvorming aanwesig was. Daar bestaan sterk aanduidings dat ondernemings gedurende die negentigerjare toenemend fondse na finansiële bates gekanaliseer het. Gedurende 2001 het die vlak van besparing egter kleiner as die vlak van kapitaalvorming geword, wat nie noodwendig in beginsel as 'n negatiewe verwikkeling gesien moet word nie. Hierdie verskynsel het gedurende 2002 voortgeduur, terwyl beide groothede vir die eerste keer sedert die middel negentigerjare weer 'n opwaartse neiging getoon het. Dit het plaasgevind te midde van groter marges tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal tydens 2001 en 2002.

7.2 GEVOLGTREKING

Besparing is 'n finansieringselement. Dit is daarom, net soos ander finansieringselemente of -bronne, ook aan die koste van kapitaal onderhewig. Hoewel besparing as finansieringselement relatief tot ander finansieringselemente uit 'n oogpunt van koste van kapitaal deur ondernemings gedurende die negentigerjare

verkie is en daarom as aanmoediging vir besparing by ondernemings kon dien, het die besparings- en kapitaalvormingskoerse veral sedert die middel negentigerjare dramaties gedaal. Besparing sal egter nie in 'n omgewing waar lae marges tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal aanwesig is en wat selfs in 'n knyptang-effek ontwikkel, aangemoedig word om in kapitaalvorming te vestig nie. Surplusbesparing bo kapitaalvorming, oftewel 'n afwesigheid van 'n besparingsbeperking, is in sulke omstandighede geen waarborg dat besparingskoerse sal toeneem nie. Inteendeel, die aanwesigheid van surplusbesparing kan in sulke omstandighede vertolk word as sou dit op grond van risiko- en opbrengsoorwegings eerder na finansiële bates as kapitaalvorming gekanaliseer word. Hierdie situasie was tekenend van die omstandighede wat veral sedert die middel negentigerjare geheers het.

Die ideale omstandighede waarin besparing as finansieringselement sy weg na kapitaalvorming sal vind, is wanneer besparing uit die oogpunt van koste van kapitaal deur ondernemings bo ander finansieringselemente verkies sou word, gepaardgaande met 'n aanvaarbare marge tussen winsgewendheid en die geweegde gemiddelde koste van kapitaal. Soortgelyke omstandighede het sedert 2000 geheers en dit het daartoe bygedra dat die besparings- en kapitaalvormingskoerse gedurende 2002 vir die eerste keer sedert die middel negentigerjare weer opwaarts beweeg het. Dit het plaasgevind te midde van die verskynsel dat daar nie gedurende 2001 en 2002 'n surplusbesparing bo kapitaalvorming aanwesig was nie. Besparings- en kapitaalvormingskoerse was gedurende 2002 egter nog steeds baie laag in vergelyking met die laat tagtigerjare en vroeë negentigerjare.

7.3 AANBEVELING

Teen die agtergrond van die situasie dat die maatskappysektor die grootste bydrae tot totale besparing en kapitaalvorming in die Suid-Afrikaanse ekonomie lewer, gepaard met die feit dat totale besparing- en kapitaalvormingskoerse op histories lae vlakke is, kan die volgende twee aanbevelings gedoen word.

Eerstens berus besparing as finansieringselement op 'n meganisme waar optimaliteit tussen finansiering en winsgewendheid baie swaar in die maatskappysektor weeg. Sinvolle oproepe om maatskappybesparing te verhoog kan daarom slegs plaasvind indien daar voldoende erkenning en begrip is dat besparing (soos ander finansieringselemente) ook 'n onderliggende koste het en slegs sinvol na kapitaalvorming gekanaliseer sal kan word indien winsgewendheid in ag geneem word. Besparing behoort dus, as gevolg van sy koste-eienskappe en relatiewe agterstand by skuldfinansiering wanneer dit kom by die vermoë om tot winsgewendheid by te dra, baie omsigtig deur ekonome bejeën te word.

Tweedens, omdat besparing (en kapitaalvorming) as prioriteite binne die Suid-Afrikaanse ekonomie gesien word, behoort die koste van kapitaal en winsgewendheid van ondernemings relatief tot mekaar 'n plek binne die beoordeling en beleidsvoering van monetêre beleid gegun te word.

BRONNELYS

Akerlof, G.A. 1970. The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.

Allen, D.E. 1991. The Determinants of the Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective. *Australian Journal of Management*, 16(2), 103-127.

Ando, A., Hancock, J. & Sawchuk, G. 1997. Cost of Capital for the United States, Japan and Canada: An attempt at measurement based on individual company records and aggregate national accounts data. *National Bureau of Economic Research Working Paper 5884*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Aron, J. & Muellbauer, J. 2000. Personal and Corporate Saving in South Africa. *World Bank Economic Review* The, 14 (3) 509-544.

Auerbach, A.J. 1983. Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital. *Journal of Economic Literature*, 21, 905-940.

Auerbach, A.J. 1979. Wealth Maximization and the Cost of Capital. *Quarterly Journal of Economics*, 94, 443-436.

Bain, A.D. 1981. *The economics of the financial system*. Southampton: Martin Robertson & Company Ltd.

Bank of England. 1998. *Quarterly Bulletin*. London: Bank of England (February).

Barnardt, N.J. & Du Toit, J. 1991. *Verstaan die Suid-Afrikaanse Makroëkonomie*. Pretoria: J.L. van Schaik.

Barran, B. & Peeters, M. 1998. Internal finance and corporate investment: Belgian evidence with panel data. *Economic Modelling*, 15, 67-89.

Bernanke, B.S. 1993. Credit in the Macroeconomy. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Spring, 50-70.

Bolton, P. & Scharfstein, D. 1996. Optimal Debt Structure and the Number of Creditors. *Journal of Political Economy*, CIV, 1-25.

Boot, A.W.A. & Thakor A.V. 1993. Security Design. *Journal of Finance*, 48.

Borio, C.E.V. 1990. Leverage and Finance of Non-financial Companies: An International Perspective. *Bank for International Settlements Economic Paper 27*. May. Basle: Bank for International Settlements.

Bradford, D.F. 1980. The Economics of Tax Policy toward Savings. In: Von Fürstenberg, G.M. (ed). *The Government and Capital Formation*. Cambridge: Ballinger.

Bradford, D.F. 1981. The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions. *Journal of Public Economics*, 15, 1-22.

Branson, W.H. 1989. *Macroeconomic theory and policy*, 3rd edition. New York: Harper & Row.

Brown, W.S. 1988. *Macroeconomics*. London: Prentice-Hall.

Buro vir Finansiële Analise, ongepubliseerde inligting. 2002. Universiteit van Pretoria.

Calomiris, C., Orphanides, A. & Sharp, S. 1997. Leverage as a State Variable for Employment, Inventory Accumulation and Fixed Investment. In: Capie, F. & Woods,

G. (eds). *Asset Prices and the Real Economy*. London: Macmillan.

Calomiris, C. & Hubbard, R.G. 1991. *Tax Policy, Internal Finance, and Investment: Evidence from the Undistributed Profits Tax of 1936-1937*. Department of Finance, University of Illinois, unpublished, September 1991.

Carmichael, J. & Dews, N.J. 1987. The role and consequences of Investment in Recent Australian Economic growth. *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 8704*, April 1987. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Chetty, S. & Greyling, L. 1999. Uncertainty and expectations in fixed investment behaviour. *Department of Economics of the Rand Afrikaans University Research paper 9905*. Johannesburg: Rand Afrikaans University.

Cohen, D., Hassett, K.A. & Hubbard, R.G. 1999. Inflation and the user cost of capital: does inflation still matter? *National Bureau of Economic Research Working Paper 6046*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Copeland, T.E. & Weston, J.F. 1983. *Financial Theory and Corporate Policy*. Reading: Addison-Wesley.

Corcoran, P.J. & Sahling, L.G. 1982. The cost of capital. How high is it? *Federal Reserve Bank New York Quarterly Review*, Summer, 23-31.

Correia, C., Flynn, D., Uliana, E. & Wormald, M. 1993. *Financial Management*, 3rd edition. Cape Town: Juta & Co, Ltd.

Davidson, P. 1994. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Aldershot: Edgar Elgar.

Davidson, S. & Rapp, L. 1995. The corporate uses of debt. *SA tydskrif vir Bedryfsleiding*, 26(3), 90-95.

Davis, E.P. 1987. Rising sectoral Debt/Income Ratios. A Cause for Concern? *Bank for International Settlements Economic Paper 20*. June. Basle: Bank for International Settlements.

De Villiers, J.U. 1995. Inflation and Price-earnings ratios. *Investment Analysts Journal*, no. 41, Winter 1995, 26-35.

Dernburg, T.F. & McDougall, D.M. 1980. *Macroeconomics: The Measurement, Analysis, and control of aggregate economic activity*, 6th edition. International Student Edition. Tokyo: McGraw-Hill International Book Company.

Dews, N. 1988. The cost of capital: some issues. *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 8807*, August 1988. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Eckstein, O. & Sinai, A. 1986. The Mechanisms of the Business Cycle in the Postwar Era. In: Gordon, R.J. (ed). *The American Business Cycle: Continuity and Change*. Chicago: University of Chicago Press.

Economist The. 1998. Figures to fret about, 11 July, 84.

Edey, M. & Britten-Jones, M. 1990. Saving and Investment in the 1980s. *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 9004*, August 1990. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Edwards, J.S.S. & Keen, M.J. 1984. Wealth Maximization and the Cost of Capital: A Comment. *Quarterly Journal of Economics*, 99, 211-214.

Eisner, R. 1995. Saving, Economic Growth, and the Arrow of Causality. *Challenge* May-June 1995, 10-14.

Fazzari, S., Hubbard, R.G. & Peterson, B. 1988. Financing Constraints and Corporate

Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 141-195.

Fazzari, S. & Athey, M. 1987. Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment. *Review of Economics and Statistics*, 481-487.

Feldstein, M. 1994. Tax Policy and International Capital Flows. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 130 (4), 675-697.

Firer, C. 1994. The P/E Ratio and the Cost of Equity Capital. *Investment Analysts Journal*, no. 38, Summer 1993/94, 42-47.

Froyen, R.T. 1996. *Macroeconomics, theories & policies*, 5th edition. London: Prentice-Hall International.

Fullerton, D. & King, M. 1984. *The Taxation of Income from Capital*. A Comparative study of the United States, the United Kingdom, Sweden and West Germany. Chicago: University of Chicago Press.

Furlong, F.T. 1990. Tax Incentives for Corporate Leverage in the 1980's. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, 3-17.

Gertler, M. 1988. Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview. *Journal of Money, Credit and Banking*, 20, 559-588.

Gertler, M. & Gilchrist, S. 1994. Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 309-400.

Gilson, S., John, K. & Lang, L. 1990. Troubled debt restructuring: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics*, 27, 315-354.

Gilson, S. 1989. Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25, 241-262.

Gitman, L.J. 1988. *Principles of Managerial Finance*, 5th edition. Cambridge: Harper and Row.

Givoly, D., Hahr, D., Ofer, A. & Sarig, O. 1992. Taxes and capital structure: evidence from firms' response to the tax reform act of 1986. *Review of Financial Studies*, 5(2), 331-355.

Glen, J. & Pinto, B. 1994. Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose. *International Finance Corporation Discussion Paper 22*. Washington DC: International Finance Corporation.

Goedhuys, D.W. 1982. *Money and banking*. Johannesburg: McGraw-Hill.

Gordon, R.H. & Mackie-Mason, J.K. 1990. Effects of the Tax Reform Act of 1986 on corporate financial policy and organizational form. In: Slemrod, J. (ed). *Do Taxes Matter?* Cambridge: MIT Press.

Gordon, M.J. 1994. *Finance, Investment and Macroeconomics*. Aldershot: Edgar Elgar.

Graham, J.R. 1999. Do personal taxes affect corporate financing decisions? *Journal of Public Economics*, 73, 147-185.

Greenwald, B., Stiglitz, J.E. & Weiss, A. 1984. Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations. *American Economic Review*, 74, 194-199.

Hall, R.E. & Jorgenson, D.W. 1967. Tax Policy and Investment Behavior. *American Economic Review*, 57, 391-414.

Hawkins, P. 1996. The dual role of investment in a small open economy. *The South African Journal of Economics*, 64(3), 193-215.

Heilbronner, R.L. & Galbraith J.K. 1987. *Understanding Macroeconomics*. Revised 8th edition. London: Prentice-Hall.

Hubbard, R.G. 1998. Capital Market Imperfections and Investments. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.

Jansen, Z.B. 1997. Notes on the profitability of non-financial incorporated business enterprises in South Africa. *South African Reserve Bank Quarterly Bulletin*, September 1997, 31-35. Pretoria: South African Reserve Bank.

Jensen, M. & Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60.

Jonson, P.D. & Rankin, R.W. 1986. On Some Recent Developments in Monetary Economics. *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 8605*, August 1986. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Kale, J.R., Noe, T.H. & Ramirez G.G. 1991. The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 46, 1693-1715.

Kalecki, M. 1937. The Principle of Increasing Risk. *Economica*, 4, 440-447.

Kashyap, A., Stein, J. & Wilcox, D. 1993. Monetary policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance. *American Economic Review*, 83, 78-98.

Keuning, S. 1999. The role of financial capital in Production. *The review of Income and wealth*, Series 45, number 4, 419-434.

Keynes, J.M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: McMillan.

Kohli, U.R. & Ryan, C.J. 1985. Neoclassical Theory and Australian Business Investment: A Reappraisal. *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 8501*, August 1985. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Kopcke, R. 1993. The determinants of business investment: Has capital spending been suprisingly low? *Federal Reserve Bank of Boston; New England Economic Review*, Jan/Feb, 1-31.

Lancaster, K. 1974. *Introduction to modern microeconomics*, 2nd edition. Chicago: Rand McNally College Publishing Company.

Leland, H.E. & Pyle, D.H. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32, 371-387.

Lerner, A.P. 1944. *The Economics of Control: Principles of welfare economics*. New York: Macmillan.

Lerner, A.P. 1953. On the Marginal Efficiency of Capital and the Marginal Efficiency of Investment. *Journal of Political Economy*, 61,1-14.

Levine, R. & Zervos, S. 1998. Stock Market, Banks and Economic Growth. *American Economic Review*, 88(3), 942-963.

Lovemore, F.C.H. & Brümmer, L.M. 1993. *The ABC of Financial Management for non-financial managers*. Pretoria: J.L. van Schaik.

Minsky, M. 1995. Financial Factors in the Economics of Capitalism. In: Benink, H. (ed). *Coping with Financial Fragility and Systemic Risk*. Boston: Kluwer Academic Publishers.

Modigliani, F. & Miller, M.H. 1958. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.

Mohr, P. & Rogers, C. 1988. *Macroeconomics*. South African Adaptation of Dornbusch and Fischer's macroeconomics. Johannesburg: Lexicon.

Mohr, P. & Rogers, C. 1994. *Makro-ekonomie*, 3de uitgawe. Suid-Afrikaanse aanpassing van Dornbusch en Fischer se macroeconomics. Johannesburg: Lexicon.

Myers, S. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.

Myers, S.C. & Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Oliner, S. & Rudebusch, G. 1992. Sources of the financing hierarchy for business investment. *Review of Economics and Statistics*, 74, 643-654.

Owens, R. E. & Schreft, S.L. 1995. Identifying Credit Crunches. *Contemporary Economic Policy*, 13, 63-76.

Patterson, C.S. 1995. The cost of capital: *Theory and Estimation*. Westport: Greenwood Publishing Group.

Paulo, S. 1991. The weighted average cost of capital: theory and South African empirical evidence. *Journal of Studies in Economics and Econometrics*, 15(2), 31-46.

Pinegar, J.M. & Wilbricht, L. 1989. What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey. *Financial Management*, 18(4) Winter, 82-91.

Poterba, J.M. 1987. Tax Policy and Corporate Saving. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 455-503.

Rajan, R.G. & Zingales, L. 1995. What do we know about capital structure choice? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Romer, D. 1996. *Advanced Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill.

Scaramozzino, P. 1997. Investment Irreversibility and Finance Constraints. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 59(1).

Schiantarelli, F. 1996. Financial constraints in Investment: Methodological Issues and International Evidence. *Oxford Review of Economic Policy*, 12(2), 70-89.

Shapiro, E. 1978. *Macroeconomic Analysis*, 4th edition. New York: Harcourt Brace Jovanovich incorporated.

Sharpe, S.A. 1994. Financial Market Imperfections, Firm Leverage and the Cyclicity of Employment. *American Economic Review*, 84(4).

Singh, A. & Hamid, J. 1992. Corporate Financial Structures in Developing Countries. *International Finance Corporation*. Technical paper number 1. Washington DC: International Finance Corporation.

Sinn, H.W. 1991. Taxation and the Cost of Capital: The "Old" View, the "New" View, and Another View. *National Bureau of Economic Research Working Paper 3501*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Sinn, H.W. 1985. *Kapitale inkommensbesteuerung*. Tübingen: Mohr. English edition: *Capital Income Taxation and Resource Allocation*. Amsterdam, New York: North Holland, 1987.

Small, I. 2000. Inventory investment and cash flow. *Bank of England, working paper series no 112*, 1-33. London: Bank of England.

Star The, 2001. SA's investment hunger could be fed by local cash, 4 July 2001.

Stulz, R. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-20.

Summers, L.H. 1988. Tax Policy and International Competitiveness. In: Frenkel, J.A. (ed). *International Aspects of Fiscal Policies*. Chicago: University of Chicago Press.

Suid-Afrikaanse Reserwebank. 2003. *Kwartaalblad*. Pretoria: Suid-Afrikaanse Reserwebank (Maart).

Suid-Afrikaanse Reserwebank. *Verskeie Kwartaalblaaië en ongepubliseerde inligting*. Pretoria: Suid-Afrikaanse Reserwebank.

Tobin, J. & Brainard, W. 1977. Asset markets and the cost of capital. *Economic Progress, Private Values and Public Policy: Essays in Honour of William Fellner*, 235-262.

Truu, M.L. & Contogiannis, E. 1996. *Macroeconomics*, 2nd edition. Cape Town: Maskew Miller Longman.

UBS International Finance. 1996. International Competitiveness Revisited, winter, 1-5.

United Nations. 1993. *System of National Accounts 1993*. New York: United Nations.

Van Horne, J.C. 1971. *Financial Management and policy*, 2nd edition. London: Prentice-Hall incorporated.

Van der Walt, J.S. & De Wet, G.L. 1993. The constraining effects of limited foreign capital inflow on the economic growth of South Africa. *The South African Journal of Economics*, 61(1), 3-12.

Whited, T.M. 1992. Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *Journal of Finance*, 47, 1425-1460.

Whited, T.M. 1991. Investment and Financial Asset Accumulation. *Journal of Financial Intermediation*, 1(4), 307-334.

Whitelaw, R., Hehir, G. & Taplin, B. 1987. Interest rates and economic adjustment. *EPAC Council Paper 26*, March 1987.

Wonnacott, P. 1978. *Macroeconomics*. Revised edition. Illinois: Richard D. Irwin incorporated.

Wruck, K. 1990. Financial distress, reorganization and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27, 419-446.

Zyblock, M. 1997. Corporate Financial trends in Canada and the United States, 1961-1996. *Canadian Economic Observer*. December.