

# HET WINSTNIVEAU ALS RANDVOORWAARDE: EEN MOGELIJKE INTERPRETATIE VAN HET BEGRIP UITKEERBARE WINST IN DE THEORIE VAN HET ONDERNEMINGSGEDRAG

door Dr. H. G. Werkema

## *Inleiding*

Het is gebruikelijk bij de verklaring van het ondernemingsgedrag uit te gaan van de veronderstelling dat de topleiding van de bedrijfshuishouding streeft naar winstmaximalisatie op lange termijn. Toch wordt door de meeste schrijvers erkend dat deze veronderstelling geen algemene geldigheid behoeft te bezitten. De in de economische literatuur gesuggereerde afwijkingen van winstmaximalisatie op lange termijn zijn de volgende: (1) het streven naar maximalisatie van een andere variabele op lange termijn; (2) het streven naar maximalisatie van de winst of van een andere variabele op korte termijn; (3) het streven naar een bepaald satisfactieniveau van de winst of van een andere variabele op lange of op korte termijn.

Elke optimalisatie die door de topleiding van een bedrijf wordt nagestreefd is onderworpen aan bepaalde beperkingen. Deze beperkingen worden meestal aangeduid als de randvoorwaarden van het maximalisatieproces. Van vele van deze randvoorwaarden is de betekenis vanuit theoretisch standpunt gezien wel duidelijk, hoewel ze bij praktische uitwerkingen zeker nog moeilijkheden kunnen opleveren. Men denke hier bijvoorbeeld aan de zogenaamde beginvoorwaarden, die de uitgangssituatie aangeven op het moment van de besluitvorming, zoals de voorraden grondstoffen, halffabrikaten en eindprodukten, de capaciteit van de individuele kapitaalgoederen en de liquiditeit van het bedrijf. Hieronder vallen echter ook de vraag- en aanbodsituatie (marktvorm, elasticiteiten) en de ontwikkeling daarvan, alsmede de vorm van de produktiefunctie. Van al deze randvoorwaarden, die men technische randvoorwaarden zou kunnen noemen, is bekend welke rol zij spelen in een theoretisch model van de besluitvorming.

Daarnaast bestaat er een bijzondere vorm van beperkingen, welke men zou kunnen aanduiden als institutionele randvoorwaarden. Deze beperkingen worden management opgelegd door de maatschappelijke omgeving van de bedrijfshuishouding. Men denke hier bijvoorbeeld aan wettelijke voorschriften aangaande te maken prijsafspraken, eisen die gesteld worden voor de notering van aandelen ter beurze, etc.; ook ethische normen kunnen hieronder worden begrepen. Het is duidelijk dat dergelijke institutionele randvoorwaarden mede de grens bepalen van het gebied waarbinnen de leiding van een bedrijf haar activiteiten kan ontplooiën. In het onderstaande zal op deze randvoorwaarden nader worden ingegaan, en wel in het bijzonder voorzover ze betrekking hebben op het probleem van de minimaal noodzakelijke winst.

Zoals men op het eerste gezicht inderdaad zou verwachten, besteden de schrijvers, die uitgaan van de veronderstelling van winstmaximalisatie, gewoonlijk geen aandacht aan de mogelijkheid van het bestaan van randvoorwaarden die betrekking hebben op een minimaal noodzakelijk winstniveau. Zij, die de maximalisatie van een variabele anders dan winst voorstaan, geven meestal wél aan dat gedurende de beschouwde periode tenminste een bepaalde winst moet worden be-

haald<sup>1</sup>). In het onderstaande zal echter worden getracht aan te tonen dat er met betrekking tot het winstniveau vrijwel altijd beperkingen bestaan, zelfs wanneer winstmaximalisatie wordt nagestreefd. Hierbij moet worden ingegaan op de volgende vragen: (1) welke winstbegrippen zijn relevant bij de theoretische bepaling van minimaal toelaatbare winstniveaus; (2) wat is de hoogte van de minimaal toelaatbare winstniveaus. Het zal blijken dat de in een minimaal toelaatbaar winstniveau uit te drukken randvoorwaarden kunnen worden herleid tot één algemeen criterium: een niet-negatieve uitkeerbare winst, waarbij het subjectieve begrip uitkeerbare winst is gehanteerd in de betekenis die daaraan is gegeven door J. L. Meij<sup>2</sup>).

### *De nominalistische winst als randvoorwaarde*

De volgende analyse berust op slechts één essentiële veronderstelling, namelijk, dat de leiding van de bedrijfshuishouding streeft naar continuïteit. Negatief gesteld betekent deze veronderstelling dat de leiding van de bedrijfshuishouding niet voornemens is de onderneming op enig tijdstip in de toekomst te liquideren, ook niet als maximalisatie van een bepaalde variabele op korte termijn wordt nagestreefd.

De veronderstelling van het streven naar continuïteit behoeft weinig toelichting. Doorgaans wordt een manager geacht te hebben gefaald als: (1) het bedrijf waarin hij werkt moet worden gereorganiseerd of geliquideerd; of (2) wanneer het beleid door anderen moet worden overgenomen<sup>3</sup>). In het algemeen zal de leiding beide mogelijkheden wensen te voorkomen<sup>4</sup>). Ook mag worden gesteld dat vrijwel elke leider van een onderneming zal wensen te voorkomen dat hij, na zich te hebben teruggetrokken, door zijn opvolgers wordt beschouwd als iemand die niet heeft gehandeld in de belangen van „zijn” bedrijf. Zelfs als hij voornamelijk tracht zijn eigen belangen na te streven zal hij toch het voortbestaan van het bedrijf niet in gevaar willen brengen, hetzij terwille van zijn eigen reputatie, hetzij terwille van zijn opvolgers. Managers die niet geïnteresseerd zijn in het voortbestaan van het bedrijf waaraan ze zijn verbonden kunnen als uitzonderingen worden beschouwd, zelfs als ze overwegen zich te eniger tijd in dienst van een andere onderneming te stellen<sup>5</sup>).

Om in staat te zijn haar vrijheid van handelen bij de besluitvorming en dus haar positie binnen de bedrijfshuishouding en in de maatschappij te handhaven moet de topleiding zich aan zekere gedragsregels houden. Zo zal zij in het algemeen willen voorkomen het ongenoegen op te wekken van die maatschappelijke groepen, welke potentieel de macht hebben haar vrijheden te beperken, of haar te ontslaan. Institutioneel zijn de sterkste groepen in dit verband de aandeelhouders en de cre-

---

<sup>1</sup> Een voorbeeld daarvan is William J. Baumol, „On the Theory of Oligopoly”, *Economica*, nieuwe reeks, jrg. XXV (augustus, 1958), pp. 187-198; meer uitgebreide beschouwingen worden aangetroffen in zijn: *Business Behavior, Value and Growth* (New York, 1959), pp. 50-53.

<sup>2</sup> Men zie voor deze interpretatie van het winstbegrip bv. J. L. Meij, „Enkele kanttekeningen over winstbepaling en winstbestemming”, *M.A.B.*, jrg. XXIX (oktober, 1955).

<sup>3</sup> De continuïteit kan ook worden verbroken door fusie met een andere onderneming, maar deze mogelijkheid wordt hier buiten beschouwing gelaten.

<sup>4</sup> Vgl. J. L. Meij, *Leerboek der Bedrijfseconomie*, deel II (5e druk; 's-Gravenhage, 1958), p. 300.

<sup>5</sup> Naast het streven naar continuïteit in bedrijfseconomische zin kan men in dit verband spreken van persoonlijke continuïteitsoverwegingen.

diteuren van het bedrijf. Beide groepen hebben een direct financieel belang bij de zakelijke activiteiten van de managers<sup>6)</sup>.

Om de gedachten te bepalen zij verondersteld dat de leiding, in overeenstemming met haar eigen belangen of die van de bedrijfshuishouding, streeft naar winst-maximalisatie op lange termijn<sup>7)</sup>. De aandeelhouders van het bedrijf zullen in het algemeen voornamelijk zijn geïnteresseerd in het inkomen dat hun aandelen zullen opleveren. Dit inkomen bestaat uit toekomstige dividenden en koersstijgingen. De aandeelhouders zullen daarentegen weinig belangstelling hebben voor de groei van de onderneming als zij verwachten daarvan binnen de door hen beschouwde periode geen voordeel te zullen trekken<sup>8)</sup>. Aandelenbezit gaat gepaard met een vorm van inkomensmaximalisatie die, voorzover zij een bepaalde soort aandelen betreft, waarschijnlijk over kortere termijn plaats vindt dan de door de leiding van het betreffende bedrijf bij de besluitvorming beschouwde periode.

Het is voor de aandeelhouders in het algemeen uitermate moeilijk inzicht te krijgen in de toekomstmogelijkheden van een open naamloze vennootschap. Zij moeten zich hierbij vrijwel uitsluitend baseren op de gegevens die hen worden verstrekt in de vorm van jaarverslagen, kwartaalberichten, e.d., die door de leiding van „hun” onderneming aan derden ter beschikking worden gesteld. De informatie die leiden tot de formulering van de verwachtingen en de plannen van de leiding kunnen gewoonlijk niet openbaar worden gemaakt met het oog op de concurrentieverhoudingen. Bovendien kan de mogelijkheid niet worden uitgesloten dat de inzichten en de verwachtingen van de leiding met betrekking tot bepaalde alternatieve projecten dusdanig divergeren van die van de aandeelhouders, dat bij publikatie van die gegevens de vrijheid van handelen van de leiding zou kunnen worden bedreigd.

Welke ook de redenen mogen zijn voor dit verschijnsel, men mag stellen dat, teneinde het toekomstige succes van de onderneming te beoordelen, de aandeelhouders van een open naamloze vennootschap in feite weinig anders kunnen doen dan de hen ter beschikking gestelde gegevens van vorige perioden te extrapoleren<sup>9)</sup>. Dit komt hierop neer, dat de aandeelhouders hun verwachtingen vrijwel geheel moeten baseren op in het verleden betaalde dividenden en op het feitelijke koersverloop van het aandeel. Immers, het succes van een onderneming wordt door de aandeelhouders afgemeten aan haar winstcapaciteit, welke naar buiten slechts tot uitdrukking komt in - of althans wordt geassocieerd met - de hoogte van het dividend, alsmede het koersverloop van het aandeel, waaruit het

---

<sup>6)</sup> Een derde groep wordt gevormd door de wettelijke autoriteiten. Verondersteld is echter dat alle acties die de leiding onderneemt wettelijk zijn. Groepen aan de inkoop- en de verkoopzijde van de markt kunnen ook grote invloed uitoefenen op de gedragsregels waaraan de leiding zich moet houden; men denke bv. aan de invloed van sommige vakverenigingen in bepaalde landen.

<sup>7)</sup> De plausibiliteit van deze veronderstelling is onlangs door schrijver dezes in dit tijdschrift verdedigd. Onder lange termijn wordt verstaan een aantal perioden dat groter is dan het aantal perioden waarover de leiding van het bedrijf specifieke verwachtingen heeft, en waarvoor derhalve specifieke plannen kunnen worden gemaakt met betrekking tot de te volgen gedragslijn. Dit aantal perioden kan worden geïnterpreteerd als de verwachtingshorizon.

<sup>8)</sup> Sommige aandeelhouders kunnen om prestigeredenen hun bezit aanhouden, of via hun aandelenbezit trachten invloed te verkrijgen op het bestuur van de onderneming. Deze mogelijkheden worden genegeerd; verondersteld wordt een zgn. „management-controlled” bedrijf.

<sup>9)</sup> Een belangrijke factor is uiteraard het succes van de onderneming in vergelijking met andere ondernemingen. Dit aspect wordt hier eenvoudigheidshalve buiten beschouwing gelaten; verondersteld is dat het „succes” van vergelijkbare ondernemingen onveranderd blijft.

oordeel van anderen over het bedrijf blijkt. Ook is het mogelijk, dat het succes wordt geassocieerd met het totale winstbedrag (uitgekeerde winst + ingehouden winst), vooral als door de leiding een politiek van dividendstabilisatie wordt gevoerd en derhalve geen duidelijk verband bestaat tussen de omvang van de in het verslag vermelde winst en de hoogte van het dividend.

Het mag in het algemeen worden gesteld dat derden, waaronder de aandeelhouders en de crediteuren, een niet-negatieve winst als een minimaal acceptabel prestatieniveau van een bedrijf beschouwen. Zelfs de leiders van de „management-controlled” bedrijven zullen zich ervan bewust zijn dat ontevreden aandeelhouders, maar bovenal verontruste crediteuren, bij het passeren van het dividend, of het expliciet vermelden van verliezen, de liquidatie van de onderneming of het ontslag van de leiding kunnen eisen<sup>10)</sup>. In sommige gevallen kan de aandeelhoudersvergadering de leiding dwarsbomen door niet haar goedkeuring aan de jaarstukken te hechten. Zijn deze mogelijkheden van verweer voor de betreffende groepen uitgesloten, bijvoorbeeld vanwege een oligarchische clause in de statuten of financiering met niet-royeerbare certificaten van aandelen, dan zal de leiding toch rekening moeten houden met voor haar prestigie ongunstige uitlatingen in de pers. Een dergelijke prestigevermindering kan namelijk de oorzaak zijn van toekomstige moeilijkheden bij het aantrekken van vermogen en nieuwe top-managers. Op grond hiervan, en op grond van de veronderstelling van het streven naar continuïteit, mag dan ook worden geconcludeerd, dat de leiding zal willen vermijden gedwongen te zijn tot het vermelden van negatieve winsten of tot het niet-uitkeren van dividenden gedurende meerdere perioden<sup>11)</sup>. De bovenstaande conclusie leidt tot merkwaardige gevolgtrekkingen voor het geval van winstmaximalisatie.

De ex-ante winst die wordt geassocieerd met een bepaalde gedragslijn is afhankelijk van de som van de op hun huidige waarde herleide toekomstige netto-ontvangsten die, naar wordt verwacht, zullen voortvloeien uit het volgen van die gedragslijn. Uit verschillende gedragslijnen zal een verschillende ex-ante winst resulteren. Die gedragslijnen, welke strijdigheden met wettelijke regelingen etc. - dat wil zeggen met bepaalde institutionele of andere randvoorwaarden - impliceren, zullen door de besluitvormers worden verworpen<sup>12)</sup>. Op het eerste gezicht zou men nu kunnen stellen dat uit de resterende door de leiding beschouwde alternatieve gedragslijnen die zal worden gekozen, welke de ex-ante winst maximaliseert.

In het bovenstaande werd betoogd dat de besluitvormers zullen willen voorkomen dat in een reeks van jaren, althans volgens het jaarverslag, verlies wordt geleden, dan wel dat het dividend moet worden gepasseerd. Bij winstmaximalisatie denkt men echter gewoonlijk, zoals hier expliciet werd verondersteld, aan de winst op lange termijn. De keuze van de te volgen gedragslijn is, afgezien van de randvoorwaarden welke geen betrekking hebben op enig winstbegrip, slechts afhankelijk van de huidige waarde van de som van een bepaalde stroom van

<sup>10)</sup> Ook het verminderen van de omvang der totale reserves zal in het algemeen als ongewenst worden beschouwd. Ware dit niet het geval dan zouden dividenden lange tijd achtereen ten laste van de formele reserves kunnen worden gebracht.

<sup>11)</sup> Voor de mogelijke verschillen van inzichten tussen de besluitvormers van de onderneming en haar aandeelhouders zie men ook Gordon Donaldson, „Financial Goals: Management vs. Stockholders”, *Harvard Business Review* (mei-juni 1963), pp. 116-129.

<sup>12)</sup> Deze voorstelling van zaken is wellicht ietwat simplistisch, maar dit doet niets af aan de kern van het betoog.



verwachte netto-ontvangsten; de verdeling van die netto-ontvangsten in de tijd speelt daarbij, afgezien van de implicaties van het disconteringsproces, geen rol.

Zo is het bijvoorbeeld mogelijk dat de winst, volgens de leiding van het bedrijf, op lange termijn wordt gemaximaliseerd als een project wordt gekozen dat een tiental jaren omvangrijke investeringen zal vergen, welke weliswaar uit eigen middelen, bijvoorbeeld door het liquideren van enige deelnemingen, kunnen worden gefinancierd, maar waaruit voorlopig zulke lage opbrengsten zullen voortvloeien dat gedurende die periode zal moeten worden afgezien van het betalen van dividend. De vraag is nu of de leiding, op grond van de reeds genoemde overwegingen, denkt zich deze gedragslijn te kunnen veroorloven. Het kan uiterst moeilijk blijken de aandeelhouders ervan te overtuigen dat hun belangen ermee zijn gediend als dit project wordt uitgevoerd. Ook zal het de crediteuren moeilijk vallen te geloven dat zij met hun belegging geen ongewoon hoog risico lopen. Zijn de aandeelhouders en de crediteuren niet op de hoogte met de aard van het project, dan zal het de verdedigers van het beleid zeker moeilijk vallen hen er zo lange tijd van te overtuigen dat uiteindelijk de resultaten gunstig zullen zijn. Het is daarom aannemelijk dat de leiding, om haar eigen positie en die van de onderneming niet in gevaar te brengen, van een dergelijk project zal afzien. Hieruit volgt, dat een bepaald minimaal winstniveau als randvoorwaarde kan optreden bij winstmaximalisatie<sup>13</sup>).

Deze paradoxale uitspraak moet natuurlijk worden verklaard uit het feit dat hier verschillende winstbegrippen in het geding zijn. De meeste bedrijven rapporteren een winstcijfer dat berust op de procedures van de comptabele praktijk, hetgeen betekent dat „de” winst in de ogen van de aandeelhouders etc. wordt voorgesteld door de vermogenstoename over de afgelopen periode. Het behoeft geen betoog dat het ex-ante winstbegrip dat wordt gehanteerd in de theorie van winstmaximalisatie, en dat uitsluitend is gebaseerd op verwachtingen, niet parallel hoeft te lopen met het comptabele - op nominalistische leest geschoeide - ex-post winstbegrip waarop de aandeelhouders noodzakelijkerwijs hun verwachtingen moeten baseren. Hetzelfde zou overigens gelden als bedrijven een winstcijfer publiceerden dat was samengesteld volgens de traditionele vervangingswaardetheorie; immers, ook daarin is nauwelijks plaats voor de invloed van de verwachtingen van de leiding. Hierop zal in het onderstaande nog worden teruggekomen.

De noodzaak, haar opgelegd door derden, om op tamelijk korte termijn een positief winstcijfer te publiceren, betekent derhalve dat de leiding van een bedrijf zich hiermee voor een randvoorwaarde kan zien gesteld bij lange-termijn winst-

---

<sup>13</sup>) Om ongewenste reacties van derden te voorkomen kan de leiding, bv. via de afschrijvingspolitiek, het gepubliceerde winstcijfer, althans binnen bepaalde grenzen, manipuleren; zodoende is het mogelijk de comptabele winst hoger voor te stellen dan ze in werkelijkheid is. Dit is echter op langere termijn niet mogelijk zonder in strijd te komen met wettelijke voorschriften met betrekking tot de winstbepaling en de verslaggeving.

maximalisatie<sup>14</sup>). Deze conclusie berust in wezen op de gedachten dat: (1) de leiding van het bedrijf en derden verschillende planperioden hanteren; (2) dat de verwachtingen van de leiding en die van derden op verschillende informaties berusten; en (3) dat gepubliceerde winstcijfers geen verband houden met de winstverwachtingen van de besluitvormers.

De leiders van onpersoonlijke ondernemingen zijn in vele landen wettelijk verplicht de nominalistische winst te bepalen en openbaar te maken. Daaruit kan worden afgeleid dat door de winstopvattingen van de comptabele praktijk en van de wettelijke autoriteiten (o.a. de fiscus) de winstcapaciteit van als naamloze vennootschappen georganiseerde bedrijfshuishoudingen ongunstig kan worden beïnvloed. De juistheid van deze stelling volgt uit het feit dat door het invoeren van additionele randvoorwaarden de keuzemogelijkheden van de topleiding tegen haar wil worden beperkt.

Hoewel afgeleid voor het geval van lange-termijn winstmaximalisatie kunnen de gemaakte conclusies gemakkelijk worden gegeneraliseerd. Het blijkt namelijk dat het betoog in het geheel niet afhankelijk is van de veronderstelling van winstmaximalisatie op lange termijn. In het algemeen kan de leiding van het bedrijf ten overstaan van de aandeelhoudersvergadering slechts verkondigen dat bij het bepalen van het beleid de belangen van de aandeelhouders vooropstaan, welke belangen dan impliciet of expliciet kunnen worden vereenzelvigd met de belangen van de onderneming. De leiding is er zich waarschijnlijk van bewust dat de aantrekkelijkheid van een onderneming als beleggingsobject voornamelijk wordt bepaald door de in uitzicht gestelde dividenden en overige uitkeringen<sup>15</sup>). Wat haar feitelijke doelstellingen zijn, en hoe ze die denkt te verwezenlijken, zal de leiding daarom niet bekend maken; hoe bekwaam ze ook die mogelijkerwijs niet in het directe belang van de aandeelhouders zijnde doelstellingen nastreeft, de aandeelhouders zullen het beleid blijven beoordelen aan de hand van uitgekeerde dividenden en gepubliceerde winstcijfers. Daaruit volgt dat steeds rekening moet worden gehouden met de te publiceren en uit te keren ex-post winsten als randvoorwaarden. Deze conclusie geldt uiteraard niet als maximalisatie plaats vindt over een periode die korter is dan die welke tenminste nodig wordt geacht om ongewenste reacties uit te lokken.

#### *Ex-ante winst als randvoorwaarde*

De tot dusverre besproken randvoorwaarden, namelijk de uitgekeerde winst en de totale openbaar gemaakte winst, dienen ter vermindering van toekomstige moeilijkheden, maar zij duiden toch op ex-post vereisten. De aard van de randvoorwaarden is min of meer institutioneel bepaald, omdat de comptabele winst, ofwel de gepubliceerde winst, een institutioneel begrip is. De vraag rijst nu, of het ook

---

<sup>14</sup>) Deze conclusie betekent natuurlijk niet dat management denkt dat de dividenden of het gepubliceerde winstcijfer in elke periode positief moeten zijn. Dit hangt vooral af van de geschatte reactieperiode van de aandeelhouders, etc. Het kan nog worden gesteld dat, als het bedrijf de reputatie heeft een groeiende onderneming te zijn en de topleiding deze reputatie wenst te handhaven, het nodig is dat het gepubliceerde cijfer ten aanzien van de ingehouden winst steeds positief is. Wel kan de leiding zich dan waarschijnlijk lage dividenden in verhouding tot het gepubliceerde winstcijfer veroorloven.

<sup>15</sup>) Toezeggingen met betrekking tot toekomstige koersstijgingen kunnen uiteraard niet worden gedaan.

nodig is een randvoorwaarde te introduceren in de vorm van een minimaal noodzakelijke ex-ante winst in de gebruikelijke betekenis. Het kan echter worden aangetoond dat bij maximalisatie van, bijvoorbeeld, de omzet op korte termijn aan de leiding geen beperkingen worden opgelegd met betrekking tot het niveau van de ex-ante winst.

Het begrip ex-ante winst wordt gehanteerd in de theorie van winstmaximalisatie om het maximalisatieproces te analyseren. Het gebruik van dit begrip is daarom beperkt tot analyses waarin wordt uitgegaan van de veronderstelling van winstmaximalisatie op lange of op korte termijn. De ex-ante winst is dan de maximand, van de hoogte waarvan management wordt geacht zich, vanwege de vooropgezette doelstelling, een indruk te vormen. Dit betekent zeker niet dat dit begrip ook kan worden gebezigd bij het analyseren van niet op de winst betrekking hebbende maximalisatieprocessen. Dit zou in feite zelfs onjuist zijn; men moet in dat geval blijkbaar begrippen definiëren als, bijvoorbeeld, ex-ante groei, ex-ante afzet, etc.

Bovendien kan worden opgemerkt dat de omvang van de ex-ante winst uitsluitend wordt bepaald door de verwachtingen van de besluitvormers. De maatschappelijke omgeving van het bedrijf kan vanwege het subjectieve karakter van deze verwachtingen management met betrekking tot de ex-ante winst geen beperkingen opleggen; dit is alleen mogelijk met betrekking tot de waarneembare grootheden, uit de hoogte waarvan derden hun eigen verwachtingen met betrekking tot toekomstige dividenden etc. afleiden. Management zal daarom bij de besluitvorming slechts rekening hebben te houden met deze waarneembare - dat wil zeggen te publiceren - grootheden.

Een geheel andere vraag is of de noodzakelijk geachte omvang van deze grootheden, in het bijzonder de hoogte van de comptabele winst, kan worden uitgedrukt in een vereiste omvang van de ex-ante winst. Inderdaad geldt dat met de minimaal vereiste omvang van de periodieke vermogenstoename, welke geheel of gedeeltelijk zal worden uitgekeerd, een bepaalde ex-ante winst correspondeert. Toch gaat het, zoals reeds werd opgemerkt, bij de comptabele winst als randvoorwaarde in feite om de verdeling van de uitgaven en ontvangsten in de tijd. Er bestaat echter geen eenduidig verband tussen de toekomstige vermogenstoename per periode en de ex-ante winst. Uit de hoogte van de ex-ante winst kan daarom in het algemeen niet de periodieke vermogenstoename worden afgeleid; dit is slechts mogelijk voor een specifiek plan, aangenomen dat voldoende informatie beschikbaar is.

In het voorgaande werd reeds vermeld dat Baumol relatief veel aandacht heeft besteed aan het minimaal noodzakelijke winstniveau bij omzetmaximalisatie. De analyse van Baumol is niet geheel in overeenstemming met de hier bereikte conclusies. Baumol stelt expliciet dat er een tegenstrijdigheid kan bestaan tussen de winst als doelstelling en de omzet als doelstelling van de onderneming<sup>16)</sup>. Hij suggereert daarom een compromis: „sales maximization subject to a minimum profit constraint”<sup>17)</sup>. Volgens hem moet de winst hoog genoeg zijn om de aandeelhouders tevreden te houden en tegelijkertijd een adequate bijdrage te leveren

<sup>16)</sup> Baumol, *Business Behavior*, p. 49.

<sup>17)</sup> *Ibid.* Dezelfde suggestie wordt aangetroffen bij M. H. Peston, „On the Sales Maximization Hypothesis”, *Economica*, nieuwe reeks, jrg. XXVI (mei, 1959), pp. 128-136.

tot de financiering van de groei van het bedrijf<sup>18</sup>). Baumol tracht vervolgens deze randvoorwaarde uit te werken. Het blijkt echter dat hij in het geheel geen randvoorwaarden definieert, maar, in plaats daarvan, refereert aan een optimale dividendpolitiek, welke instrumenteel is met betrekking tot de doelstellingen van de leiding.

Volgens Baumol zal rationeel gedrag inhouden dat het bedrijf het minimum-niveau van de winst, haar dividendbetalingen en de omvang van haar ingehouden winst zodanig bepaalt, dat een evenwicht tussen de huidige financiële behoefte en de beschikbaarheid van geldmiddelen in de toekomst ontstaat. Deze toekomstige beschikbaarheid van middelen op de kapitaalmarkt hangt af van de dividendpolitiek. Een optimaal plan is dus een compromis van de huidige en toekomstige financiële behoeften van het bedrijf. Hieruit blijkt duidelijk dat Baumol niet een minimaal toelaatbare winst analyseert, maar het bij afzetmaximalisatie behorende meest gunstige winstniveau, ofwel het optimale winstniveau.

Baumol's analyse betreft dus niet het winstniveau als randvoorwaarde. Hij suggereert zelfs dat het probleem van de afzetmaximalisatie kan worden opgelost „by insisting on a high level of profit to provide plentiful funds for both dividend payments and retention”, maar verwerpt deze - voor de lange termijn wel, maar voor de korte termijn niet juiste - conclusie, omdat ze volgens hem in strijd is met de door hem vooropgestelde primaire doelstelling van het bedrijf - afzetmaximalisatie<sup>19</sup>).

Baumol is er blijkbaar niet in geslaagd aan te tonen dat de ex-ante winst als een randvoorwaarde kan optreden bij korte-termijn maximalisatie van een variabele anders dan winst. Weliswaar erkent hij de noodzaak van dividenduitkeringen, maar hij negeert het feit dat uit deze beperking in het algemeen geen randvoorwaarde met betrekking tot een minimaal noodzakelijk niveau van de ex-ante winst voortvloeit.

### *Het continuïteitsstreven onder onzekerheid*

In het bovenstaande werd ervan uitgegaan dat het gepubliceerde winstcijfer meestal de nominalistische winst voorstelt; dat wil zeggen, de vermogenstoename welke door de comptabele praktijk als winst wordt beschouwd. Dit hoeft niet altijd het geval te zijn; tijdens perioden van prijsstijging zullen de meeste bedrijven geen winstcijfer bekend willen maken dat, volgens de vervangingswaardetheorie, een niet-verteerbare vermogenstoename omvat. Toch zal het duidelijk zijn dat het voor het onderhavige probleem van weinig betekenis is hoe het bedrijf de winst bepaalt. Het gaat in feite namelijk om de vraag of de aandeelhouders en anderen, die de positie van de leiders kunnen beïnvloeden, het gepubliceerde winstcijfer al of niet verontrustend vinden.

Het is niet bekend wat de aandeelhouders en anderen als het „juiste” winstcijfer beschouwen, maar misschien kan worden gesteld dat ze óf het boekhoudkundige winstbegrip hanteren, óf als winst beschouwen datgene wat de leiding van het bedrijf onder dat hoofd op de balans vermeldt. Overigens is het niet uit-

<sup>18</sup>) Baumol, *Business Behavior*, p. 50.

<sup>19</sup>) Een gedeeltelijke herziening van Baumols standpunt, welke in de richting gaat van de bovenstaande opmerkingen, wordt aangetroffen in William J. Baumol, „On the Theory of Expansion of the Firm”, *The American Economic Review*, jrg. LII (december, 1962), pp. 1078-1087, inzh. pp. 1085-1087.



gesloten dat, mede op grond van de daaraan gewijde literatuur, langzamerhand een meer verfijnd winstbegrip door hen wordt gehanteerd. Hiermee zullen degenen, die de te publiceren winstcijfers moeten bepalen, rekening moeten houden. De indruk, ofwel de „image”, die de besluitvormers hebben van de houding der aandeelhouders etc. tegenover het bedrijf is doorslaggevend voor de feitelijke interpretatie der genoemde randvoorwaarden. Dit geldt trouwens voor alle institutioneel bepaalde randvoorwaarden. Een verkeerde beoordeling van de randvoorwaarden door de besluitvormers, veroorzaakt door een verkeerde interpretatie van de „images” van voor de positie van de leiding relevante groepen, is een mogelijke oorzaak van moeilijkheden voor de leiding, en dus van een beperking van hun vrijheid.

Daarom kan worden gesteld dat de leiding in het algemeen wenst te vermijden dat de image van het bedrijf, zoals die bestaat bij groepen of instellingen die potentieel in staat zijn de positie van de leiding te ondermijnen, zodanig wordt beïnvloed dat inmenging in de besluitvorming een actueel gevaar wordt. Dit geldt ook voor elke groep die actuele of potentiële betekenis heeft voor het succes van de activiteiten van management, wat ook de aard van de feitelijke doelstelling moge zijn. Deze stellingen vormen mede het uitgangspunt voor de in de volgende paragraaf te behandelen betekenis van het begrip uitkeerbare winst in dit verband.

Het is bekend dat door vele schrijvers wordt gesuggereerd dat de winst niet de enige factor is welke van belang moet worden geacht voor het succes van de besluitvormers, ook niet naar de mening van de besluitvormers zelf. Hierbij wordt vaak naar voren gebracht dat ook niet-geldelijke overwegingen een belangrijke rol spelen, zoals het persoonlijke aanzien van de besluitvormers in zakenkringen, de bevrediging die wordt verkregen uit goede arbeidsverhoudingen en uit goede relaties met aandeelhouders, overheidsinstellingen etc. Hierbij zou men misschien ook nog de goede relaties met het publiek in het algemeen kunnen noemen, zoals deze tot uiting kunnen komen in de pers.

Men suggereert wel dat de zojuist genoemde factoren, naast de winst, als variabelen optreden in de preferentiefunctie van management. Het is moeilijk na te gaan of deze procedure al of niet juist is. Toch rijst de vraag of met het bestaan van de niet-geldelijke overwegingen slechts op deze wijze in een „model” van het ondernemingsgedrag rekening kan worden gehouden, of dat het misschien ook mogelijk is hier van minimumvoorwaarden te spreken welke voortvloeien uit het streven naar continuïteit van de bedrijfshuishouding en van de leiding, en welke derhalve als randvoorwaarden van het maximalisatieproces kunnen worden geïnterpreteerd.

Het is zonder meer duidelijk dat de leiding door het streven naar continuïteit beperkingen worden opgelegd. Slagen in dit streven impliceert volgens de bedrijfseconomische theorie dat, althans op langere termijn, de opbrengstwaarde van de door het bedrijf geruilde produkten niet lager is dan de vervangingswaarde daarvan. In verband met de onzekerheid zal de opbrengstwaarde de vervangingswaarde in het algemeen zelfs moeten overtreffen. De leiding zal, als ze continuïteit nastreeft, haar activiteiten zodanig inrichten dat aan deze voorwaarde is voldaan.

In werkelijkheid is het echter moeilijk om de voorwaarden voor continuïteit uit te drukken in hoeveelheden en prijzen van bepaalde produkten, de noodzakelijke financiële structuur, etc. Deze moeilijkheid spruit voort uit de onzekerheid

die bestaat ten aanzien van de ontwikkeling van de techniek, veranderingen in de preferentiefuncties, veranderingen in de relatieve prijzen, veranderingen in internationale politieke verhoudingen, veranderingen in de gedragingen van concurrenten, etc. De leiding van een bedrijf die in het verleden is geconfronteerd met deze veranderingen zal niet uitgaan van de veronderstelling dat vanaf heden alle relevante factoren stationair zullen blijven; ze zal daarom niet verwachten over bijvoorbeeld tien jaren nog produkten te verkopen die op dezelfde wijze zijn voortgebracht en gedistribueerd op dezelfde markten tegen dezelfde prijzen, als nu het geval is.

De bovenstaande overwegingen doen niets af aan het feit dat toch zal worden getracht de gewenste continuïteit in economische zin te bewerkstelligen. Hoewel de leiding niet weet aan welke technische eisen haar produkten in de toekomst zullen moeten voldoen, zal ze zich er wel van bewust zijn dat de image van haar produkten moet worden geconserveerd. Deze image kan betrekking hebben op bijvoorbeeld de kwaliteit, de exclusiviteit, of de relatief lage prijs van het produkt. Om een gunstige image te handhaven lijkt het mogelijk dat de leiding van mening is dat zekere uitgaven van reclame en marktanalyse noodzakelijk zijn, zonder dat deze uitgaven direct zijn gericht op korte-termijn doelstellingen. Dergelijke minimaal noodzakelijk geachte uitgaven kunnen dan worden geïnterpreteerd als een (continuïteits-) randvoorwaarde van de besluitvorming, omdat ze volgens management moeten worden gedaan in verband met het continuïteitsstreven. Uiteraard sluit dit niet uit dat dergelijke uitgaven ook kunnen worden gezien als instrumenteel met betrekking tot enig maximalisatieproces op langere termijn.

Een soortgelijke redenering kan ook worden gegeven voor het conserveren van de image op de arbeidsmarkt, zowel voor hoger als lager personeel. Het komt voor dat bedrijven advertenties plaatsen waarin mededelingen worden gedaan over bijvoorbeeld de plaats van academici binnen de organisatie, zonder dat op het bestaan van bepaalde vacatures wordt gewezen. Het is niet moeilijk nog andere voorbeelden van activiteiten die mogelijkwijs op het continuïteitsstreven zijn gericht te vinden.

De hierboven beschreven (mogelijke) randvoorwaarden zijn feitelijk van dezelfde aard als die welke betrekking hebben op de uitgekeerde en gepubliceerde winst. Ook het belang dat vaak blijkt te worden gehecht aan bepaalde ratio's met betrekking tot de balansstructuur kan in deze gedachtengang worden ondergebracht; immers, het handhaven van deze ratio's is gericht op het behouden van wat men zou kunnen noemen de solvabiliteitsimage en de liquiditeitsimage van de bedrijfshuishouding. Hetzelfde geldt misschien voor de betekenis die vaak wordt gehecht aan het handhaven van een bepaald marktaandeel.

Uit het voorgaande volgt dat vele gedragingen van management wellicht zouden kunnen worden verklaard uit het streven naar continuïteit. In een wiskundig model zouden al deze randvoorwaarden moeten worden gespecificeerd; in de praktijk probeert de leiding misschien alleen afwijkingen van bepaalde gevestigde regels en reputaties te voorkomen<sup>20</sup>). Al deze randvoorwaarden dienen echter ter vervanging van het wegens de onzekerheid minder goed hanteerbare

---

<sup>20</sup>) Zo kan men betogen dat het hanteren van een bepaalde minimaal toelaatbare zgn. „pay-out period” bij de selectie van investeringsprojecten dient om de vermogenstoename voldoende te doen zijn teneinde aan de aanwezig geachte eisen der aandeelhouders en crediteuren m.b.t. het winstcijfer en de dividenden te voldoen.

theoretische criterium dat voor de continuïteit de opbrengstwaarde der produkten tenminste gelijk moet zijn aan de vervangingswaarde.

Uit het feit dat de benadering van het continuïteitsprobleem door de top-leiding, wederom vanwege de onzekerheid omtrent de juiste eisen die moeten zijn vervuld om de minimumdoelstelling te bereiken, een methode van „trial and error” is, dat het voorkomen dat van bepaalde gedragslijnen en de daaruit voortvloeiende offers het verband met de doelstellingen van het bedrijf onduidelijk is. Zo wordt door Hans H. Jenny gesteld, dat op het budget van grote bedrijven vaak vrij grote uitgaven worden aangetroffen die niet het geringste verband vertonen met de primaire doelstelling van winstmaximalisatie. Volgens hem is het mengsel van deze „rational, irrational and nonrational” kosten een weergave van „managerial ability and philosophy”; het is een afspiegeling van „the real-life organization’s way of handling multi-variate motivations, goals, and conflicts, *faute-de-mieux* as it were”<sup>21</sup>). Hoewel Jenny spreekt van „multi-variate motivations” is het duidelijk dat zijn opmerkingen niet in strijd zijn met de continuïteitsgedachte. Integendeel, de uitgaven die hij bedoelt kunnen geheel worden verklaard uit het continuïteitsstreven.

Er moge aan worden herinnerd dat voor het betoog wordt uitgegaan van de veronderstelling van het continuïteitsstreven en het bestaan van onzekerheid. Deze veronderstellingen zijn plausibel. Minder plausibel lijkt de veronderstelling dat wordt gestreefd naar de maximalisatie van één variabele, of naar het bereiken van een bepaald satisfactieniveau van één variabele, op korte of lange termijn. Toch dient te worden bedacht dat weinig bekend is over de feitelijke doelstellingen van de leiders van bedrijfshuishoudingen. Ook is het niet duidelijk hoe men in de praktijk die variabelen, die een rol spelen als randvoorwaarden, moet scheiden van de variabele of variabelen die voorkomen in de doelstelling, ofwel onderhevig zijn aan maximalisatie<sup>22</sup>). Daarom kan de in dit artikel gesuggereerde interpretatie van het proces van besluitvorming, met één doelvariabele en een groep van randvoorwaarden, even relevant zijn als die, waarin wordt uitgegaan van een multi-variabele doelstelling.

#### *De uitkeerbare winst als randvoorwaarde*

Het zal duidelijk zijn dat de inhoud van de vorige paragraaf in verband kan worden gebracht met het door J. L. Meij ontwikkelde subjectieve begrip uitkeerbare winst. Immers, het betreffende betoog berust op de veronderstelling van continuïteitsstreven, terwijl uitkeerbare winst kan worden geïnterpreteerd als datgene wat volgens de besluitvormers maximaal uit het bedrijf kan worden afgestoten, zonder dat haar voortbestaan in gevaar wordt gebracht. Met andere woorden, datgene wat in de onderneming aanwezig is, maar waarvan de aanwezigheid niet nodig wordt geacht om de continuïteit van het bedrijf op hetzelfde niveau te kunnen handhaven, is uitkeerbare winst.

Zoals bekend mag worden verondersteld, onderscheidt Meij bruto-winst, netto-winst en uitkeerbare winst. Het verschil tussen de netto-winst en de uitkeerbare

---

<sup>21</sup>) Hans H. Jenny, „Operations Research: Its Nature and Scope”, *Linear Programming and the Theory of the Firm*, ed. Kenneth E. Boulding en W. Allen Spivey (New York, 1960), pp. 158-180, inzh. p. 272 (cursivering in het origineel).

<sup>22</sup>) Er zij op gewezen dat dit ook geldt voor de niet-geldelijke overwegingen welke vaak geacht worden een rol te spelen bij de besluitvorming.

winst wordt gevormd door de noodzakelijk geachte voorzieningen. Voorzieningen vloeien voort uit de onzekerheid met betrekking tot toekomstige ontwikkelingen; het is mogelijk dat nog offers zullen optreden welke eigenlijk ten laste hadden moeten worden gebracht van de afgelopen periode. In de voorzieningen komen derhalve de verwachtingen van de leiding tot uitdrukking. De uitkeerbare winst kan daarom niet op objectieve wijze worden bepaald; het is een subjectief begrip. Opgemerkt zij nog dat ook het kostenbegrip van Meij niet objectief is; het gaat bij de vervangingswaardetheorie om vervanging van de opgeofferde produktiemiddelen met produktiemiddelen die geacht worden dezelfde betekenis te hebben voor de minimumdoelstelling; het handhaven van de onderneming. In het begrip uitkeerbare winst zijn derhalve alle door de leiding verwachte toekomstige ontwikkelingen verwerkt. Overigens ligt deze conclusie impliciet in de definitie opgesloten; immers, het begrip is gerelateerd aan de handhaving van de continuïteit der onderneming voor een onbepaalde tijd.

Het valt op dat het winstbegrip van Meij nauw aansluit bij het ex-ante winstbegrip van de winstmaximalisatietheorie. In beide begrippen is bij de bepaling van de winst door de leiding rekening gehouden met de onzekerheid van toekomstige ontwikkelingen. Toch is er een belangrijk verschil. Bij de ex-ante winst staat bij de begripsbepaling winstmaximalisatie voorop, hetzij op korte, hetzij op lange termijn. Bij de uitkeerbare winst gaat het daarentegen om de handhaving van de continuïteit voor een onbepaalde tijd, hetgeen niet noodzakelijkerwijs hoeft neer te komen op lange termijn winstmaximalisatie<sup>23)</sup>, maar welk streven als randvoorwaarde verenigbaar is met alle daarvan afwijkende doelstellingen die in de eerste paragraaf van dit artikel werden genoemd. Hoe het continuïteitsbegrip wordt geïnterpreteerd of, anders gesteld, welk handhavingscriterium wordt gehanteerd doet in dit verband weinig ter zake<sup>24)</sup>. Steeds kan aan het handhavingscriterium een begrip uitkeerbare winst worden gerelateerd<sup>25)</sup>. Het winstbegrip van Meij berust derhalve op minder vereenvoudigende veronderstellingen dan het gebruikelijke ex-ante winstbegrip.

Het bleek dat die ex-ante winst niet als randvoorwaarde van het besluitvormingsproces kan worden geïnterpreteerd op grond van de verbondenheid van dit begrip met de veronderstelling van winstmaximalisatie. Dit geldt uiteraard niet voor het begrip uitkeerbare winst, dat juist is gerelateerd aan de veronderstelling van het streven naar continuïteit. Derhalve dient te worden onderzocht welk verband er bestaat tussen de uitkeerbare winst als randvoorwaarde en de verschillende in voorgaande paragrafen besproken institutionele randvoorwaarden, welke dienen ter verzekering van het voortbestaan van de onderneming. Dat er zulk een verband is volgt uit de inhoud van het begrip uitkeerbare winst.

Deze vraag kan nu tamelijk gemakkelijk worden beantwoord. Zolang de uitkeerbare winst niet negatief is, geldt dat volgens de leiding van het bedrijf de continuïteit van het bedrijf verzekerd is. Ook het omgekeerde van deze stelling

---

<sup>23)</sup> Overigens kan het streven naar continuïteit wel identiek zijn met lange-termijn winstmaximalisatie.

<sup>24)</sup> Voor een uitgebreide analyse van de handhavingscriteria die in de literatuur naar voren zijn gebracht i.v.m. het ex-post winstbegrip zie men H. C. van Straaten, *Inhoud en grenzen van het winstbegrip* (Leiden, 1957).

<sup>25)</sup> Ook de inhoud van het kostenbegrip wordt uiteraard bepaald door het handhavingscriterium; zie hiervoor J. L. Meij, *Leerboek, op cit.*, pp. 300-327.



geldt: om de continuïteit van de onderneming te verzekeren is het noodzakelijk en voldoende dat de uitkeerbare winst niet negatief wordt. Nu is het bepaald moeilijk voor de leiding om deze eis voor de gehele toekomst operationeel te maken, zodat ook hier geldt dat aan de genoemde voorwaarde in de praktijk wordt getracht te voldoen door gebruik te maken van een groep van richtlijnen bij de besluitvorming. Deze richtlijnen zijn dezelfde als de in het voorgaande besproken institutionele randvoorwaarden.

De algemene theoretische continuïteitsvoorwaarde is dus een voortdurende niet-negatieve uitkeerbare winst; in de praktijk neemt een groep van institutionele randvoorwaarden de plaats in van deze algemene eis. Van deze randvoorwaarden maken ook de minimaal toelaatbare dividenden en de minimaal te publiceren winstcijfers deel uit.

Op deze wijze blijkt dat het begrip uitkeerbare winst bijzonder ruim kan worden geïnterpreteerd. Anders dan de door Van Straaten onderzochte ex-post begrippen kan de uitkeerbare winst rechtstreeks worden vergeleken met het in de theorie van de winstmaximalisatie gebruikte ex-ante winstbegrip; het blijkt zelfs ruimer te zijn dan dit laatste begrip. Het is ook ruimer dan de door Van Straaten genoemde winstbegrippen, omdat tevens, via het treffen van voorzieningen, een schakel wordt gelegd tussen de relevante gebeurtenissen in de afgelopen periode en de verwachte toekomstige ontwikkelingen.

Een dergelijke ruime interpretatie van het begrip behoeft geen vaagheid te impliceren; veeleer stelt het in staat de betrekkelijkheid van andere concepties aan te geven<sup>26</sup>). Zo is hier de mogelijkheid aangetoond het begrip als uitgangspunt te kiezen voor een andere aanpak van de theorie van het ondernemingsgedrag dan de gebruikelijke, waarbij de doelstellingen van het bedrijf vaak onvoldoende worden belicht. Of een verdere uitwerking in deze richting vruchtbaar zal blijken kan op dit moment nog niet worden nagegaan. Verder onderzoek lijkt echter gemotiveerd, vooral als daarbij wordt ingegaan op de feitelijke gebruiken bij de bedrijfsplanning in verband met het streven naar continuïteit.

### *Slotopmerkingen*

In het voorgaande is getracht aan te tonen dat het ondernemingsgedrag misschien voor een deel kan worden verklaard uit het bestaan van verschillende institutionele randvoorwaarden, mits de veronderstelling van het streven naar continuïteit in overeenstemming is met de werkelijkheid. Uit de inhoud van het door Meij ontwikkelde winstbegrip blijkt dat als algemene voorwaarde voor de continuïteit geldt een niet-negatieve uitkeerbare winst. Het feit dat volgens verschillende schrijvers wordt gewezen op het bestaan van meerdere doelstellingen bij de bepaling van de in een bedrijfshuishouding te volgen gedragslijn, hetgeen overigens niet in strijd is met lange-termijn winstmaximalisatie, kan worden geïnterpreteerd als het streven naar een niet-negatieve uitkeerbare winst, welk streven geheel onafhankelijk kan zijn van de aard van de maximand. Als zodanig kunnen worden geïnterpreteerd de gedragingen van de leiding tegenover bepaalde, voor hun succes en de continuïteit van het bedrijf relevant geachte, maatschap-

---

<sup>26</sup>) Op dit aspect van het winstbegrip van Meij zal in de toekomst hopelijk nader kunnen worden ingegaan.

pelijke groepen en instellingen, alsmede het bestaan van zogenaamde niet-geldelijke overwegingen bij de besluitvorming.

Bij lange-termijn maximalisatie is deze benadering van minder belang dan wanneer, naast continuïteit, korte-termijn maximalisatie plaats vindt, omdat lange-termijn maximalisatie continuïteit impliceert. Bepaalde gedragslijnen kunnen dan als continuïteitsvoorwaarden, maar ook als instrumenteel ten opzichte van de maximand worden beschouwd<sup>27</sup>). In verband met de onzekerheid kan echter in de praktijk een korte-termijn doelstelling veelvuldig voorkomen; voor de analyse van een dergelijke politiek kan de hier ontwikkelde gedachtengang van betekenis zijn.

Het zal overigens duidelijk zijn dat de hier weergegeven gedachtengang nog zeer onvolledig is; vele aspecten werden buiten beschouwing gelaten. Men denke bijvoorbeeld aan de onder verschillende omstandigheden noodzakelijk geachte hoogte van de dividenden en te publiceren winstcijfers en aan de vereiste hoogte van andere als randvoorwaarden relevante variabelen. Tussen verschillende bedrijven kunnen zich wat dit betreft aanzienlijke verschillen voordoen. Ook in de tijd kunnen wijzigingen optreden in de randvoorwaarden en kunnen ze naar hun aard en invloed misschien worden gewijzigd; men denke slechts aan de pogingen tot uitschakeling van de invloed der aandeelhouders. Het werd dan ook slechts beoogd een van de gebruikelijke methoden afwijkende interpretatie te geven van het ondernemingsgedrag, alsmede de bijzondere betekenis van het winstbegrip van Meij in dit verband aan te geven. Vandaar dat aan de randvoorwaarden, voorzover ze betrekking hadden op bepaalde winstbegrippen, meer aandacht is besteed dan aan de andere aanwezig geachte institutionele randvoorwaarden. Deze randvoorwaarden kunnen intussen niet als onafhankelijk van elkaar worden beschouwd; ze zijn alle gerelateerd aan het streven naar continuïteit en nemen vanwege de onzekerheid gezamenlijk de plaats in van het algemene criterium: een niet-negatieve uitkeerbare winst.

---

<sup>27</sup>) Dit is een mogelijke oorzaak van de soms als tautologisch aan te merken beschouwingen over lange-termijn maximalisatie.