

ENIGE KWANTITATIEVE ASPEKTEN VAN DE KONTINUÏTEIT VAN DE ONDERNEMING¹⁾

door Drs. J. J. Wouterse

1 Winst en Continuïteit

Winstmaximalisatie als volledige doelomschrijving

In de bedrijfseconomische literatuur treft men veel discussies aan over de doeleinden van de private onderneming. Een belangrijke plaats wordt daarbij opgeëist door de tegenstelling tussen de opvattingen, die maximalisatie van de winst centraal stellen en de opvattingen die daarnaast of in de plaats daarvan andere doelstellingen aan de onderneming toeschrijven.

Als alternatieven van de winstmaximalisatie worden onder meer naar voren gebracht: nutsmaximalisatie, continuïteit, maximalisatie van de marktwaarde van het aandeel, het bereiken van een bevredigend („satisficing”) niveau van winst of nut.

Het is niet doenlijk op deze plaats een ook maar enigermate volledig overzicht te geven van de ter zake bestaande opvattingen en beschouwingen. De noodzaak daartoe is ook minder groot, aangezien in de Nederlandse literatuur reeds een aantal interessante overzichten bestaat.²⁾

Door af te zien van een aantal minder essentiële nuances laten de opvattingen zich in drie hoofdgroepen rubriceren:

- 1 winstmaximalisatie is het enige relevante doel van de onderneming; alle andere denkbare doeleinden, bijvoorbeeld: continuïteit, worden automatisch gewaarborgd door de maatregelen, die de leiding neemt ter maximalisatie van de winst.³⁾
- 2 winstmaximalisatie is hoofddoel doch ondervindt de werking van randvoorwaarden welke een gevolg zijn van andere, secundaire doelstellingen.⁴⁾
- 3 als nevens geschikt en gelijkwaardig aan het winststreven worden andere doeleinden erkend; als regel vervalt hiermede ook de gedachte aan maximalisatie en treden criteria op als bevredigend (satisficing) niveau, aspiratieniveau.⁵⁾

Winstmaximalisatie als enige, alles coördinerende doelstelling lijkt thans wel door het merendeel der auteurs als een te simplistische voorstelling van zaken te worden beschouwd. Op zijn minst wordt enige beperking door randvoorwaarden erkend.

Doch, zoals ook door Wytzes wordt gekonstateerd⁶⁾: „Niet zelden evenwel

1) De schrijver is zeer veel dank verschuldigd aan Prof. Dr. A. I. Diepenhorst voor de waardevolle commentaar welke hij heeft gegeven op de vroegere versie van deze beschouwing.

2) Een overzicht van veel uiteenlopende standpunten en een uitgebreide literatuuropgave treft men bijvoorbeeld aan in: Dr. H. G. Werkema „Enige opmerkingen over het winststreven in de onpersoonlijke onderneming”, M.A.B. februari 1964, pagina 55.

Zie ook: Idem „Het winstniveau als randvoorwaarde: een mogelijke interpretatie van het begrip uitkeerbare winst in de theorie van het ondernemingsgedrag”, M.A.B. maart 1964, pagina 94.
Dr. J. L. Bouma „Ondernemingsdoel en winst”, Stenfert Kroese, Leiden, 1966, pagina 45 e.v., pagina 72 e.v.

Dr. H. C. Wytzes „Ondernemingsgroei en ondernemingsstrategie” F. Bohn, Haarlem, 1967, pagina 11 e.v.

Dr. H. O. Goldschmidt „De doeleinden van de onderneming”, Stenfert Kroese, Leiden, 1966, pagina 4 e.v.

3) Zie Werkema, M.A.B. februari 1964, pag. 65.

4) Bijvoorbeeld: uitkeerbare winst, zie Werkema, M.A.B. maart 1964, pag. 104.

5) Zie in het bijzonder: Bouma.

6) T.a.p. pag. 11.

wel hebben de kwalifikaties of beperkingen geen invloed op het latere betoog: zij worden volledigheidshalve vermeld, maar daarna niet meer in de analyse betrokken."

Kontinuiteit als zelfstandige doelstelling

Op zijn minst zal er echter naast het streven naar winst aandacht moeten zijn - dat wil zeggen: offers moeten worden gebracht - voor de continuïteit.

Zelfs de ondernemer die de winstmaximalisatie op korte termijn nastreeft, zal, zoals duidelijk blijkt uit de heldere analyse van Hennipman⁷⁾ met een zekere mate van handhaving van continuïteit moeten rekenen. Men moet immers altijd eniger-mate de tijd bezitten, zowel voor het realiseren en het tot rendement brengen van investeringen in duurzame produktiemiddelen, als voor het ontplooiën of wijzigen van een marktstrategie, voor het uitvoeren van een financiële struktuuroperatie, etc.

Behalve het tijdsverloop dat nodig is voor het effectueren van bepaalde maatregelen, zijn er andere verschijnselen, welke tot de konklusie leiden, dat naast het winststreven aan het begrip continuïteit een motiverende rol dient te worden toegekend.

Immers, men kan zich indenken, dat bij de stichting van een private onderneming het winstmotief een overheersende rol vervult, doch zodra de onderneming enige tijd funktioneert is het bestaan daarvan niet meer weg te denken uit het complex van gegevens en overwegingen, dat een rol speelt bij de beslissingen welke de ondernemer neemt.⁸⁾ Men mag zelfs stellen, dat de onderneming tot op zekere hoogte een eigen leven leidt; er gebeuren dingen, respectievelijk er gebeuren dingen niet, ondanks de planning en ondanks de beslissingen. Negatie van dit eigen voortbestaan⁹⁾ blijft zelden ongestraft: winst en continuïteit kunnen dan een abrupt einde nemen.

Winst en continuïteit zijn te beschouwen als nevenschikte, gelijkwaardige componenten in de doelstellingen van de onderneming.

De beperkte hanteerbaarheid van het continuïteitsbegrip

Alhoewel deze konstatering niet nieuw is, is de betekenis ervan voor de verklaring van het ondernemersgedrag toch gering geweest. De twee begrippen winst en continuïteit waren ongelijkwaardig uit een oogpunt van verklarend vermogen. Door het centraal stellen van het winststreven is veel aandacht geschonken aan de definities van het winstbegrip, aan kostprijstheorieën en aan principes van resultatenanalyse. De opvatting dat gestreefd zou worden naar maximalisatie vergde interessante verdieping in de termijnen waarover en de diskonteringsvoeten waartegen zulks zou geschieden. Met het begrip winst kan men dus veel doen.

Geheel anders is het gesteld met het begrip continuïteit; dit vertoeft nog in het stadium van het slagwoord en van de onbepaalde term. Het al dan niet doorbroken zijn van de continuïteit is welhaast de meest verstrekkende wetenschappelijke

⁷⁾ Zie M.A.B. december 1959, Limpergnummer, pag. 506.

⁸⁾ Duidelijk blijkt dit o.m. uit de - overigens op een andere problematiek gerichte - toespraak van Dr. P. Rijkens tot de Algemene Vergadering van Aandeelhouders Unilever N.V. op 26 augustus 1948 (gepubliceerd als „De instandhouding van het Bedrijfsvermogen” door Lever Brothers & Unilever 1948).

⁹⁾ O.a. ook gesignaleerd door Prof. Drs. H. W. Lambers in zijn inleiding tot „De struktuur van de onderneming”, Maatschappij voor Nijverheid en Handel, Haarlem 1963, pag. 15.

betekenis, waarin het begrip zijn toepassing vindt. Er is nog weinig ondernomen teneinde te komen tot een zodanige omschrijving, dat kwantificering mogelijk wordt.¹⁰⁾

Het ontbreken van een kwantitatief hanteerbaar continuïteitsbegrip brengt sommigen ertoe naast het winststreven het handhaven van een aantal deeldoelstellingen of het erkennen van een aantal randvoorwaarden te introduceren, zoals bijvoorbeeld door Werkema is geschetst.¹¹⁾

Dit maakt de studie van het ondernemersgedrag er niet overzichtelijker op en leidt al spoedig tot de o.m. door Wytzes gesignaleerde verwaarlozing in de verdere analyse.

Met de hierna volgende poging tot zodanige uitdieping van het continuïteitsbegrip dat een zekere kwantificering mogelijk wordt, wil niet gepretendeerd worden, dat winst en continuïteit de enige twee doelvariabelen zijn. Wel mag van een kwantitatief hanteerbaar continuïteitsbegrip een juistere plaatsbepaling worden verwacht van zowel het tot dusverre het primaat genietende winststreven als van de doeleinden, waaraan naast winst en continuïteit nog behoefte zou kunnen blijken te bestaan.

2 Omschrijving van een kwantificeerbaar continuïteitsbegrip

Eisen, waaraan de omschrijving moet voldoen.

Kontinuïteit betekent in het algemeen: doorlopend verband, voortduring, onafgebroken duur.

Zo gedefinieerd is het nog onbruikbaar voor een hantering in bedrijfseconomisch opzicht. Toegepast op een onderneming kan men immers op een gegeven moment niet méér vaststellen, dan dat er tot dusverre sprake is geweest van voortbestaan zonder meer.

Omtrent het niveau waarop, de mate waarin of de omvang waarmee dit voortbestaan plaats vond, wordt geen informatie overgedragen. Er wordt een weinig zeggende terugblik gegeven.

De analyse van het ondernemersgedrag zou ontegenzeggelijk aan diepgang winnen indien gekomen kon worden tot uitspraken van het genre:

- de noodzakelijk te achten voorwaarden voor een voortbestaan van de onderneming op een (in concrete termen) nader omschreven wijze zijn aanwezig te achten, of wel:
- de voortzetting van de onderneming in een omvang welke in de tijd een (nader kwantitatief uitgedrukte) ontwikkeling door zal maken lijkt een (nader bepaalde) mate van waarschijnlijkheid te bezitten.

Er is kortom behoefte aan een begrip continuïteit dat zodanig is gekwalificeerd dat het

- niet alleen retrospectief doch ook *prospektief* bruikbaar is;
- zich leent voor een zekere mate van *kwantificering*.

Definitie

In *prospektieve* zin zou men van een kwantificeerbare continuïteit kunnen

¹⁰⁾ Ook de op zichzelf nuttige indeling welke door Dr. P. A. M. van Philips wordt bepleit in zijn openbare les „Aspekten van het Continuïteitsbegrip in de economische Analyse”, F. Bohn, Haarlem 1962, brengt ons ter zake niet verder.

¹¹⁾ Op pag. 102 e.v.

spreken indien met een nader aangeduide mate van waarschijnlijkheid het ondernemen in de periode P1 voor de onderneming de vereiste middelen oplevert ten einde in de periode P2 de concurrentiestrijd met succes voort te zetten en, bovendien, in die periode de middelen te verwerven die het mogelijk moeten maken hetzelfde wederom in de periode P3 te herhalen.

Dit zou men als volgt in economische voorwaarden kunnen vertalen:

- 1 de onderneming dient een inkomen te vormen dat de ten behoeve van de vervanging te treffen voorzieningen overtreft; het netto inkomen - in de gebruikelijke betekenis van de (netto) winstbepaling - mag dus niet negatief zijn;
- 2 de vervangingsvoorzieningen dienen in dynamische zin te worden geïnterpreteerd; dit wil zeggen, dat de middelen moeten worden opgebracht ter anticipatie op de investeringen welke vereist zijn voor de komende periode (dus eventueel inclusief die welke vereist zijn voor de daarin, ter handhaving van de positie, te bereiken groei);
- 3 de geldstroom die de onderneming door middel van transakties opwekt (welke voor een deel ook uit zogenaamde vooradresresultaten kan bestaan) dient voldoende te zijn ten einde een aanvaardbare financiering te waarborgen voor de beoogde investeringen.¹²⁾

Deze analyse blijkt ten dele overeen te komen met die welke Goldschmidt geeft in zijn rectorale oratie: de eerste en de derde voorwaarde zijn vrijwel identiek aan de door hem - eveneens ten behoeve van de kwantificeerbaarheid - afgeleide voorwaarden voor continuïteit.¹³⁾ De hier opgenomen tweede voorwaarde wordt door Goldschmidt echter niet onderkend. Dit maakt het onmogelijk met hem te „konkluderen dat het continuïteitsstreven van de onderneming leidt tot het streven naar winst”.¹⁴⁾ Of met andere woorden: als er winst wordt gemaakt, is de continuïteit verzekerd.

Juist het in de tweede voorwaarde vertegenwoordigde dynamische element in de continuïteit kan eisen stellen aan de winst welke door deze norm niet worden gewaarborgd:

- de dynamische ontwikkelingen in een bedrijfstak kunnen „groei-investeringen” eisen welke een minimum niveau van winst noodzakelijk maken wil er van continuïteit sprake zijn;
- de dynamische ontwikkelingen kunnen in een ander geval ertoe leiden de voorkeur te geven aan investeringen welke niet de winst doch het vermijden van verlies of risico's maximaliseren.

Kontinuïteit blijft daarom een aan het winststreven nevensgeschikt en gelijkwaardig element in de doelstellingen van de onderneming, mits het begrip wordt omschreven als: de waarschijnlijkheid van een voortbestaan onder zekere dynamische voorwaarden met betrekking tot kostendekking, investeringen en financiële structuur.

¹²⁾ Dit betekent onder meer, dat:

- alle verplichtingen op tijd gehonoreerd kunnen worden (leveranciers, bankier, obligatiehouders, etc.);
- winstgerechtigden zowel kwantitatief (omvang van de winst) als kwalitatief (bestemming van de winst) tevreden worden gesteld; dus dat rentabiliteit (bij aantrekking en bij besteding van de middelen), elasticiteit en weerstandsvermogen in een optimaal compromis zijn verenigd.

¹³⁾ T.a.p. pag. 12.

¹⁴⁾ T.a.p. pag. 13.

3 Oordeelsvorming over de gekwantificeerde continuïteit

Beoordeling van het verleden

Toetsing van de cijfers van een onderneming aan de geschetste voorwaarden leidt tot een kwantitatief gefundeerd continuïteitsoordeel.

Betreft het historische cijfers, dan kost het niet veel moeite vast te stellen of de continuïteit - meer of minder ruim - gewaarborgd is geweest of niet.¹⁵⁾

Dit laatste kan bijvoorbeeld blijken uit een op kritieke wijze achterblijven in relatieve omvang dan wel uit een zich voortzettende verslechtering van de structuur van de onderneming (accentverschuiving naar minder rendabele delen van het artikelassortiment, verslechtering in de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen e.d.).

Beoordeling van de toekomst

Heeft de toetsing betrekking op cijfers voor de toekomst - dat wil dus zeggen: op prognoses - dan is de kwantitatieve uitkomst minder gemakkelijk te interpreteren. Dan manifesteert zich de behoefte aan een norm of maatstaf waarmee men kan vaststellen of de bereikte uitkomst als voldoende of als onvoldoende moet worden gekwalificeerd.

In eerste aanleg lijkt het zoeken naar een dergelijke norm een onbegonnen zaak, aangezien het kwantitatief niveau waarop de continuïteit voldoende wordt geacht

- a. een minimum is,
- b. relatief wordt gesitueerd, en
- c. subjectief wordt beoordeeld.

Ad a. Het kwantitatief niveau van voldoende continuïteit is een minimum aangezien het niet waarschijnlijk is te achten, dat de waarschijnlijkheid van voortbestaan met - bijvoorbeeld - sterkere groei of geringer beroep op vreemde middelen dan minimaal vereist, door de ondernemer als een bezwaar zal worden gevoeld.

Ad b. Het kwantitatief niveau van voldoende continuïteit is een relatieve - een „meedrijvende” - grootheid, aangezien de onderneming in een groeiende markt moet meegroeien wil aan de afgeleide economische voorwaarden van continuïteit zijn voldaan.

De relativiteit is echter asymmetrisch: wegens het feit, dat het om een minimum gaat (*Ad a.*), doch wellicht nog meer door de subjectiviteit (*Ad c.*) zal men slechts onder zeldzaam voorkomende omstandigheden genoeg kunnen nemen met een inkrappende onderneming, ook al bevindt deze zich in een inkrappende markt.

Ad c. Het kwantitatief niveau van voldoende continuïteit is een subjectieve grootheid wegens het verschil in risikobereidheid tussen de ondernemers. Dit laat zich als volgt toelichten.

De subjectiviteit van de continuïteitsbeslissing

De voor en door een onderneming geprognosticeerde continuïteitsmaatregelen vormen geen zekerheid, doch een waarschijnlijkheid. Het gaat om een keuze uit een schaal van voortbestaansmogelijkheden met uiteenlopende waarschijnlijk-

¹⁵⁾ Hier treedt dus wel duidelijk het verschil met het traditionele continuïteitsbegrip naar voren: de hantering daarvan zou immers tot niet meer hebben geleid dan de vaststelling dat de continuïteit van de onderneming niet verbroken was.

heden: er zijn grote kansen op ondergang bij gering rentabiliteits- en investeringsniveau, doch ook bij zeer ambitieuze plannen met spekulatieve omzet- en winstverwachtingen.

Vanuit deze twee extremen neemt de kans op een redelijke continuïteit toe naar een middenwaarde, waar echter - als regel - de kans op extreme winst het geringst zal zijn.

Voor de ene ondernemer is het reeds aanvaardbaar indien er slechts een kleine kans bestaat op handhaving van het bedrijf op het huidige niveau. Het zal voor hem voldoende inspiratie tot volhouden kunnen zijn. Voor een ander kan het echter juist de reden vormen tot liquidatie dan wel tot winstmaximalisatie op korte termijn. De ambitieuze, spekulatief ingestelde ondernemer zal plannen met een kleine kans op een hoog niveau van winst of groei van de onderneming prefereren boven alternatieven met een matige winstkans. Daartegenover accepteert hij de kwade kans, dat bij mislukking ook het minder ambitieuze plan niet meer haalbaar is.

De gemiddelde ondernemer zal zijn continuïteitsmaatregelen - onder meer in de vorm van overwogen investeringen en een overwogen financieringsplan - zo selekteren, dat de grootste kans op realisering aanwezig is.

Hij zal de overwogen maatregelen met de bijbehorende prognose van omvang en winst als minimum plan beschouwen wil hij zich omtrent de continuïteit gerust gevoelen. Ziet hij bij de realisering van deze investerings- en financieringsplannen kans hogere winsten te maken dan nodig zijn voor de uitvoering van zijn plannen, dan zal hij daarbij uiteraard ten volle kunnen streven naar maximalisatie.

Hij zou echter even goed de voorkeur kunnen geven aan een continuïteitsversterkende kostenverhoging.

Door deze nadere beschouwing wordt het duidelijk dat de maatregelen van de ondernemer met betrekking tot de continuïteit berusten op een subjektieve beoordeling van de desbetreffende gegevens. Voor het *nemen* van deze beslissingen is de norm dus duidelijk subjektief.

Objektieve beoordeling van de continuïteit

De ondernemer is echter niet de enige die zich een oordeel moet vormen over de continuïteitsvooruitzichten van de onderneming. Als buitenstaanders zich een oordeel moeten vormen over de continuïteitsvooruitzichten van een onderneming, dan gaat het niet om onbekende beslissingen van de leiding van die onderneming, doch om *bekende*, wellicht reeds ten dele *genomen* beslissingen, alsmede om de daarvan verwachte resultaten.

Een dergelijke beoordeling zou met name van groot belang kunnen zijn bij de waardering van een onderneming - bijvoorbeeld ten behoeve van fusie, overname of belegging - en bij de verstrekking van kredieten - vooral langlopende - aan de onderneming.

In deze situaties kan het geprognosticeerde voortbestaan van de onderneming getoetst worden aan externe, los van de onderneming in kwestie vast te stellen - men zou kunnen zeggen: objektieve - normen.

De *kansen* op het realiseren van de prognoses zullen dan afgewogen worden tegen de normen van risikobereidheid (van belegger of financier) en/of de tegenover die risico's staande vergoedingen.

De aard van de normen waartegen het *inhoudelijk* deel van de prognose dient te worden afgewogen is minder bekend.

In het kader van een in uitvoering zijnd, empirisch onderzoek zijn een aantal berekeningen uitgevoerd met betrekking tot de continuïteitsvooruitzichten van ondernemingen.

Een nadere beschouwing van deze resultaten kan dienstig zijn voor een eerste benadering van de grootheden welke de normbepaling voor de continuïteitsbeoordeling beheersen.

4 Onderzoek van 53 ondernemingen

Aard en doel

Sedert medio 1965 wordt een onderzoek ingesteld naar de economische kenmerken van ondernemingen waarin beslissingen met betrekking tot de functionele plaats (specialisatie, diversifikatie, integratie, schaalvergroting e.d.) aan de orde zijn.

Met name wordt onderzocht of verband kan worden gelegd tussen het overwegen van maatregelen met betrekking tot de functionele plaats en bepaalde ontwikkelingen in de stromen van ontvangst en besteding van middelen. Het onderzoek is onderverdeeld in een retrospectieve fase - het bestuderen van de ontwikkelingen, welke in het recente verleden hebben geleid tot de huidige konstellatie van de onderneming - en een prospectieve fase - het nagaan van de consistentie tussen enerzijds de plannen en de verwachtingen en anderzijds de ontwikkelingsmogelijkheden van de onderneming zoals deze voortvloeien uit het samenspel van huidige konstellatie en beraamde plannen.

Beide fasen bestaan voor een belangrijk deel in de bestudering van gegevens, verschijnselen en plannen in een vijftigtal ondernemingen, die zich vrijwillig voor dit doel hebben beschikbaar gesteld.

Ter vermijding van de suggestie van toevallige samenhangen werd de te vormen groep van ± 50 ondernemingen opgebouwd uit ± 40 ondernemingen uit één bedrijfstak - waarvoor om niet principiële redenen de grafische werd gekozen - en ± 10 ondernemingen uit een verscheidenheid van bedrijfstakken.

Van de bij het onderzoek betrokken ondernemingen was niet a priori bekend of plannen met betrekking tot wijziging in de functionele plaats bestonden of niet. Zij zijn dus niet op dit kenmerk geselecteerd.

De tabel op de volgende pagina geeft een overzicht van de ondernemingen geïngeschikt naar een aantal gezichtspunten.

Het onderzoek is nog niet afgesloten. Slechts de retrospectieve fase is voltooid. De uitvoering daarvan werd mede mogelijk gemaakt door een bijdrage in de kosten door de Nederlandse Organisatie voor Zuiver-Wetenschappelijk Onderzoek Z.W.O. Voorts werd veel praktische steun ondervonden van de sekretariaten van de Vereniging van Nederlandse Chemigrafische Inrichtingen en van de Koninklijke Nederlandse Bond van Steen- en Offsetdrukkerijen en Fotolithografische Inrichtingen.

Verzamelde gegevens

Aan de deelnemers werden gegevens gevraagd, welke zijn te rubriceren in drie categorieën.

- „Algemene bedrijfsgegevens”, welke bestemd waren voor het verkrijgen van een algemene, kwalitatieve indruk van de deelnemende onderneming.
- „Kwantitatieve jaargegevens 1960 tot en met 1964”. Deze gegevens vormden het hoofdbestanddeel, aangezien hieruit moest blijken, welke financiële mid-

A. *Branche*

Gemengd drukkerij-bedrijf	18
Drukkerij-cartonnage	6
Drukkerij-uitgeverij	6
Chemigrafische inrichting	9
Binderiij	2
Meubelfabriek	6
Voedingsmiddelenbedrijf	4
Machinefabriek/Constructiewerkplaats	2

B. *Ondernemingsvorm*

Naamloze Vennootschap (open)	2
Naamloze Vennootschap (besloten)	41
Commanditaire Vennootschap	2
Firma	8

C. *Omzet, balanstelling en personeelssterkte 1964*

Balanstelling in f 1.000.--	Omzet in f 1.000.--										Totaal		
	251	401	631	1.001	1.601	2.501	4.001	6.301	10.001	16.001		25.001	40.001
141 - 250	2	1											3
251 - 400	1	1											1
401 - 630	1	1	5	2									8
631 - 1.000		1	3	4	1								8
1.001 - 1.600		2		7	2	4							9
1.601 - 2.500		2		2	2	6	1						8
2.501 - 4.000		1		1	1			1		1			9
4.001 - 6.300								2					3
6.301 - 10.000								2					3
10.001 - 16.000									1				-
16.001 - 25.000												1	1
25.001 - 40.000													-
Personneels- sterkte													
25	1	2	2	2	1								6
26 - 40	1	1	5	2	1	2							11
41 - 63			1	8	1	1							11
64 - 100				5	3	3							11
101 - 160					1	4				1			8
161 - 250													2
251 - 400												1	2
401 - 630													2
Totaal	2	3	8	15	6	10	1	5	1	1	-	1	53

delen de onderneming in de achterliggende periode van vijf jaar ter beschikking hadden gestaan en welke bestemming aan deze middelen was gegeven. Het ging met name om bruto-winst, balans-opbouw, bestemming van de netto-winst en investeringen.

- „Kwantitatieve gegevens over 1965”. Hierin werden gegevens over korte termijnen (4 wekelijkse perioden of maanden) verzameld, teneinde vast te stellen of het bijzondere verloop in de economische konstellatie, dat in 1965 werd verwacht, een bepaalde uitwerking op de maatregelen en cijfers van de deelnemende bedrijven had.

Bewerking der gegevens

De „Algemene bedrijfsgegevens” zijn, behoudens verwerking in de tabel, niet verder bewerkt.

De verzamelde „Kwantitatieve (i.c. financiële) jaargegevens” over de jaren 1960 tot met 1964, zijn omgewerkt tot stroomgegevens teneinde tot een inzicht te geraken in de besteding van het saldo van gefactureerde omzet, lopende produktie-uitgaven, incidentele baten en lasten.¹⁶⁾

In de besteding zijn de navolgende groepen onderscheiden:

- 1 onttrekking van de middelen aan het bedrijf door belastingen en uitkeringen;
- 2 investeringen in duurzame produktiemiddelen (in materiële zin);
- 3 investeringen in produktiemiddelen in financiële zin, zoals kas, giro, voorraden, debiteuren, etc.;
- 4 besteding van de middelen aan vermindering van schuld op lange of korte termijn.

Daarbij werd uiteraard erkend dat de bestedingsmogelijkheden 3 en 4 ook bronnen van middelen kunnen zijn, wanneer de schulden op lange dan wel korte termijn worden vergroot, dan wel grote voorraden of liquiditeiten worden ingekrompen.

Op de volgende pagina is een voorbeeld opgenomen van het type stroomoverzicht of mutatiebalans, waarin uiteindelijk de gegevens van elk der 53 ondernemingen werden omgewerkt.

Ter toelichting hierop diene het volgende:

- de tijdsindeling der kolommen stelt voor:
 - 1961: cijfers betreffende 1961, waarbij bruto-winst (definitie zie hiervoor) over 1961 = 100 gesteld;
 - 1962: cijfers betreffende 1961 + 1962; bruto-winst 1961 + 1962 = 100;
 - 1963: cijfers betreffende 1961 tot en met 1963; bruto-winst 1961 tot en met 1963 = 100;
 - 1964: cijfers betreffende 1961 tot en met 1964; bruto-winst 1961 tot en met 1964 = 100.
- „emissie”: mutaties in eigen vermogen door storting in kontanten en/of inbreng van actief, alsmede door inkoop van eigen aandelen;
- „lang vreemd vermogen”: mutaties in schulden en voorzieningen op een termijn langer dan 1 jaar;
- „kort vreemd vermogen”: mutaties in schulden en voorzieningen op een termijn korter dan 1 jaar;

¹⁶⁾ Verder korthedshalve aangeduid met de term „bruto-winst”.

„liquide middelen”: mutaties in kas, giro en vordering op bank;
 „voorraden en debiteuren”: mutaties in voorraden, onderhanden werk, debiteuren, voorschotten, e.d.;
 „overige vastleggingen”: mutaties in transitoria, in (kleine portefeuille) effecten, in (kleine) deelnemingen;
 „belastingen” (naar de winst) en „winstuitkering” volgens winstverdeling;
 „investerings”: het saldo van aangeschafte duurzame produktiemiddelen tegen aanschafwaarde en afgestoten duurzame produktiemiddelen tegen boekwaarde;
 „bank”: mutaties in bankschulden.

- Alle mutaties zijn uitgedrukt in procenten van de (cumulatieve) bruto-winst.
- Voorkomende herwaarderingen zijn van geval tot geval beoordeeld en na informaties en/of onderzoek bij de desbetreffende onderneming, hetzij geëlimineerd, hetzij gekorrigeerd, al naar gelang het resultaat van de waarneming daardoor het meest de realiteit benaderde.

	1961		1962		1963		1964	
Bruto-winst (BW)	100		100		100		100	
Emissie	-	-	25		19		14	
Lang vreemd verm.		173		76		38		37
Kort vreemd verm.	40		49			35	11	
Liq. midd. (FI)		4		4		2		2
Voorr. Deb. (FI)	-	-		73	32		2	
Over. vastl. (FI)		1	-	-	-	-		2
Belastingen (B)	5		3		2		4	
Winstuitk. (U)		16		20		21		18
Investering (MI)		38		36		62		58
Bank	87		32		5			14
TOTAAL:	232	232	209	209	158	158	131	131

De over 1965 verzamelde, kortetermijngegevens toonden geen duidelijke invloeden van belastingverlaging, eenmalige loonuitkering, eindigende herkapitalisatiefaciliteit, etc. aan.

5 De besteding van de bruto-winst en de continuïteitsbeoordeling

Balansbeoordeling

De analyse van balansen en de toetsing van balansverhoudingen vervullen reeds lang een belangrijke rol bij de beoordeling van de continuïteitsperspektieven van een onderneming. Daardoor trekken in het waarnemingsmateriaal twee verschijnselen de aandacht:

- de beschikbaar komende middelen worden door de onderscheiden ondernemingen in zeer uiteenlopende verhoudingen verdeeld over de bestedingsmogelijkheden;
- de verhouding tussen het totaal der bestedingen en het saldo aan middelen dat resteert nadat uit de bruto-winst (BW) de belastingen (B) en de winstuitkeringen (U) zijn afgezonderd, vertoont eveneens grote verschillen tussen de ondernemingen, doch is uiterst zelden gelijk aan 1.

Hieruit blijkt, dat balansen met nagenoeg identieke balansverhoudingen, momentopnamen kunnen zijn in bestedingsprocessen van zeer uiteenlopende hoedanigheid en omvang.

Dit wettigt de veronderstelling, dat bij de continuïteitsbeoordeling de balans op zinnvolle wijze kan worden aangevuld met „tendenties tot balansverandering”, welke door de stroom-kenmerken naar voren kunnen worden gebracht. Teneinde dit nader uit te werken, zo mogelijk tot een min of meer concreet verband, zij allereerst de relatie tussen enerzijds de balans en zijn samenstelling en anderzijds de beschikbaar komende middelen en de aard en omvang der bestedingen nader geanalyseerd.

Het verband tussen opeenvolgende balansen

Op een bepaald moment heeft een onderneming een bepaalde capaciteit tot het vormen van bruto-winst. Zij beschikt daartoe over duurzame produktiemiddelen, voorraden grondstoffen, halffabrikaten en eindprodukten, geldmiddelen, vorderingen en schulden.

In economische zin - abstraherend dus van onder meer de menselijke faktor, die deze produktiemiddelen combineert en organiseert - kan deze capaciteit worden samengevat in het totaal van de balans (TV)¹⁷⁾ mits men zich bij het maken van vergelijkingen beperkt tot vergelijkingen in de tijd, betreffende eenzelfde onderneming. Vergelijking van de balanstotalen van verschillende ondernemingen is niet bruikbaar als maatstaf voor verhoudingen in bruto-winst-capaciteit. Overigens geldt ook binnen de onderneming dat vergelijking slechts is toegestaan zolang waarderingsgrondslagen niet veranderen.

Bij een bepaald belastingstelsel en een gegeven uitdelingspolitiek kweekt een balans met als totaal TV de voor inwendige besteding beschikbare middelen BW - B - U.¹⁸⁾ Dit bedrag is identiek met de som van ingehouden winst (IW) en afschrijvingen (AS).

Hypothese ten aanzien van de continuïteitsbeoordeling

Simultaan met het proces, waarin de voor besteding beschikbare middelen worden gekweekt, vindt een proces plaats van besteding daarvan aan duurzame produktiemiddelen, aan voorraden, debiteuren, liquiditeiten e.d. Zoals reeds gesteld zijn deze bestedingen onderverdeeld in materiële investeringen (MI) respectievelijk financiële investeringen (FI).

De relatie tussen deze grootheden en het balanstotaal is deze, dat TV elk jaar toeneemt met de som van MI en FI, verminderd met de afschrijvingen AS.

Een balanstotaal kan dan konstant blijven, indien $MI = AS$ en de financiële investeringen nihil zijn.

Dit laatste kan het geval zijn omdat een niet door mutaties in de produktie-capaciteit tot verandering geïnduceerde omzet dergelijke investeringen niet vereist.

Aan de kreditzijde van de balans zijn onderlinge verschuivingen tussen eigen (EV) en vreemd vermogen (VV) denkbaar, als gevolg van ingehouden winst. Dit kan echter slechts worden voortgezet totdat $VV = 0$. Daarna dient òf de gehele netto-winst na belastingen te worden uitgekeerd, òf nolens volens een investering - als regel FI - te worden verricht. Er blijft gelijkheid tussen $MI + FI$ en $IW + AS$.

Is de som van MI en FI hoger dan dit, wat men zou kunnen noemen stationaire niveau, dan zal uiteraard het balanstotaal stijgen. Voor de bestudering van dit

¹⁷⁾ Zie voor nadere beschouwingen hierover o.m. R. Marris „The economic theory of managerial capitalism” Macmillan, Londen, 1964, blz. 118 e.v.

¹⁸⁾ Door toevallige omstandigheden zal een onderneming niet elk jaar haar optimale BW creëren. Aangezien de hypothese straks geverifieerd zal worden met de ontwikkelingen van een 50-tal ondernemingen, is gemeend in het vervolg van dergelijke afwijkingen te mogen abstraheren.

verband is vooral de waarneming over een reeks van jaren interessant. Blijkt namelijk gedurende langere tijd ongelijkheid tussen de twee termen te bestaan, dan zal men bij

$MI + FI > IW + AS$ een voortgezette tendens tot groei en bij

$MI + FI < IW + AS$ een voortgezette tendens tot inkrimping kunnen constateren.

Tot een verhoging van $MI + FI$ boven het niveau van $IW + AS$ zal echter - afgezien van inflatie - slechts worden besloten, indien daarvan tevens een toename van de bruto-winst wordt verwacht, dan wel een vermindering van een verwachte, autonome verslechtering daarvan. Omgekeerd zal men tot lagere investeringen besluiten indien hetzij geen perspectieven worden gezien, hetzij een hogere inspanning niet nodig wordt geacht, omdat de bruto-winst toch gunstig genoeg wordt beoordeeld.

Het geschetste verband verkrijgt meer nuancering door het effect van de bestedingen op de bruto-winst - ceteris paribus het belastingstelsel en de uitdelingspolitiek - in de beschouwing te betrekken:

- slaagt men er bij volgehouden overschrijding van het besteedbare volume ($IW + AS$) in de bruto-winst krachtig te doen stijgen, dan zal de groei eveneens zeer sterk zijn; slaagt men er slechts in de bruto-winst te behouden of zijn daling te vertragen, dan zal de groei slechts matig zijn bij dezelfde mate van overschrijding;
- een geringere besteding dan mogelijk qua besteedbaar volume kan zodanig worden aangewend, dat de bruto-winst niettemin sterk stijgt; de verwachte daling van de omvang van het actief kan dan uitblijven en zelfs in een kleine groei verkeren.

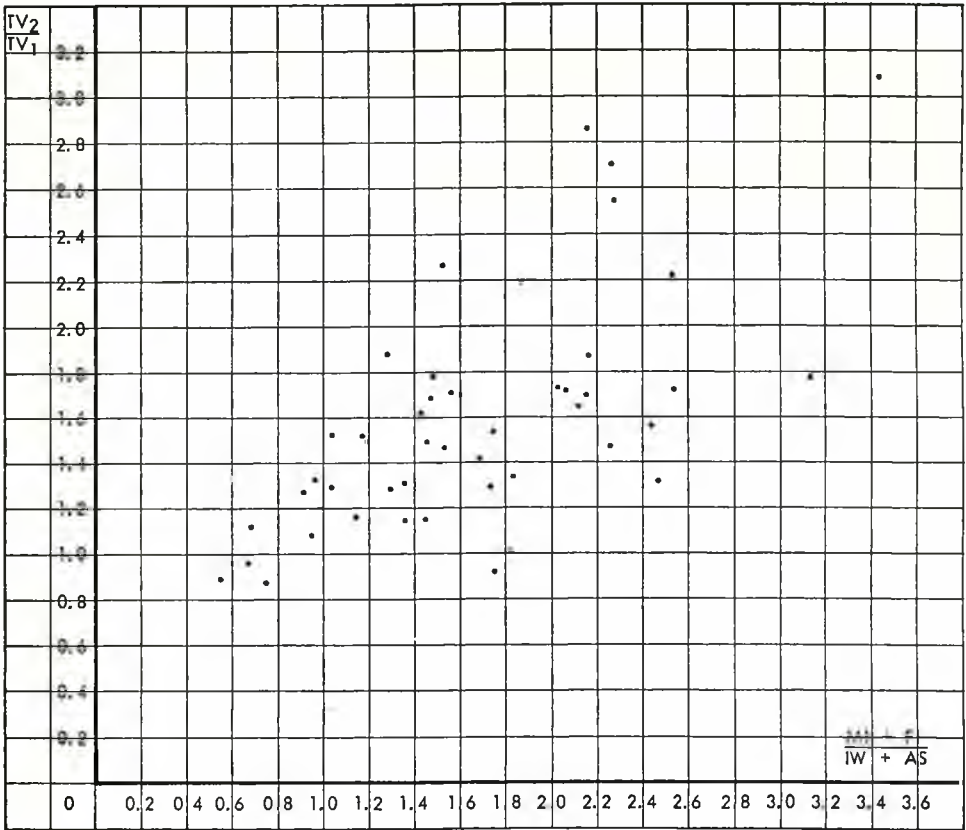
Aangezien hier steeds sprake is van een discrepantie tussen $MI + FI$ enerzijds, en $IW + AS$ (of $BW - B - U$) anderzijds is te verwachten, dat de ontwikkeling van het vreemde vermogen een inzicht biedt in de eventuele groei van de onderneming:

- wordt van de beschikbaar komende middelen minder dan 100 % besteed aan materiële en financiële investeringen (inclusief liquiditeiten!), dan zal vreemd vermogen worden gesubstitueerd door eigen vermogen bij krimpende bedrijfsomvang;
- wordt meer dan de beschikbaar komende middelen besteed, dan zal men - zolang emissie of bijstorting (d.i. negatieve uitdeling!) achterwege blijven - waarnemen dat met de groei het vreemde vermogen toeneemt.

Bij dit alles lijkt het stationair houden van de onderneming een minder aantrekkelijk perspectief. De ingehouden winst kan slechts worden gebruikt voor het verminderen van het vreemde vermogen, hetgeen slechts kan geschieden tot aan het punt, waar al het vreemde vermogen is afgelost, dan wel de liquide reserves een omvang hebben bereikt, waar uit een oogpunt van rentabiliteit een wijziging in de bestedings- en/of uitdelingspolitiek is vereist.

Groei lijkt essentieel voor continuïteit.

Deze groei kan echter evenwichtig zijn, doch ook te aarzelend, te zeer een verspilling van kracht of te geforceerd, etc. Een te sterk beroep op vreemde middelen kan evenzeer een te groot offer voor de groei zijn. Daarom dient zich op grond van een eerste indruk van het verzameld materiaal alsmede van de hier gegeven



beschouwing de hypothese aan dat het oordeel over de gekwantificeerde continuïteitsvooruitzichten behalve op bepaalde balansverhoudingen zal berusten op:

- de verhouding tussen de groei gedurende een recent aantal jaren, uitgedrukt in de verhouding der balanstotalen ($TV_2 : TV_1$) en de groeistimulans, weergegeven door $(MI + FI) : (IW + AS)$;
- de ontwikkeling van de vermogensopbouw.

Toetsing van de hypothese aan de waarnemingen; het groei-effekt

Uit de waarnemingen in de 53 ondernemingen zijn ter toetsing hiervan de betreffende quotiënten berekend en in de bovenstaande grafiek weergegeven.

Daarbij is op de verticale as uitgezet de groei van het totaal vermogen ($\frac{TV_2}{TV_1}$) van een onderneming over een periode van 4 jaar en op de horizontale as, de verhouding tussen gemiddelden over die periode van de bestedingen ($MI + FI$) en de uit de bruto-winst, na aftrek van de belastingen en uitkeringen, overblijvende middelen, ($BW - B - U = IW + AS$) eventueel gekorrigeerd voor emissie of bijstorting.

Uit deze grafiek blijkt, dat het totaal vermogen toeneemt, als de verhouding tussen bestedingen en uit de bruto-winst beschikbaar komende middelen, groter is dan 1, terwijl het totaal vermogen, als deze verhouding kleiner is dan 1 bij sommige ondernemingen daalt, doch bij andere stijgt. Tevens blijkt dat dit verband niet lineair is, doch exponentieel: de groei dreigt explosief te worden bij een hoge verhouding tussen besteding en middelen.

De oppervlakkige indruk dat „tekortkomers’ (overbesteders) ondernemingen met bedreigde continuïteit en „overhouders” die met grote continuïteits-garanties zouden zijn, blijkt niet gerechtvaardigd. Eerder lijkt het, alsof de tekortkomers de groeiende, dynamische ondernemingen zijn en dat diegenen, die overhouden pot-verteren en aan de continuïteit niet voldoende aandacht besteden. Wel is er een kleine groep van ondernemingen, waar groei optreedt ook al besteedt men minder dan de beschikbaar komende middelen.

De vermogensverhoudingen

Vervolgens is nagegaan of het onder bepaalde omstandigheden - en, zo ja, welke - een voorwaarde is voor voortgezette groei dat de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen steeds blijft stijgen.

Daarbij is gebleken, dat bij ondernemingen met gelijke groeistimulans (= verhouding tussen bestedingen en uit de brutowinst beschikbaar komende middelen) zowel een stijging, een daling als een konstant verloop van de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen voorkomt.

Dit laat zich beredeneren, indien men bedenkt dat reeds in de uitgangssituatie - in ons onderzoek 31 december 1960 - sprake is van een bepaalde verhouding tussen vreemd (VV) en eigen (EV) vermogen.

Overtreffen vervolgens de investeringen de beschikbaar komende middelen met een bedrag dat in dezelfde verhouding staat tot de ingehouden winst als de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen bedraagt dan zal laatstgenoemde verhouding konstant blijven. Overschrijden de investeringen deze grens dan neemt het vreemde vermogen sneller toe dan het eigen vermogen, blijven ze er beneden, dan treedt het omgekeerde op.

De rol van de bruto-winst

Deze redenering is getoetst aan het waarnemingsmateriaal. Daarbij bleek, dat de tendens inderdaad aanwezig is, doch dat de ontwikkeling van de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen niet geheel en al door uitgangspositie en investerings-impuls kan worden verklaard.

Onderzoekt men de afwijkingen, dan blijkt een snellere toename c.q. geringere afname in deze leverage dan verwacht mocht worden op grond van vorengenoemde variabelen, op te treden bij dalende of langzaam toenemende bruto-winst. Omgekeerd neemt de vermogensverhouding langzamer toe c.q. daalt deze sneller, indien de bruto-winst snel toeneemt.

Deze invloed van de bruto-winst is zeer wel verklaarbaar. Een krachtige stijging zal tot een meer dan evenredige toename van de ingehouden winst leiden en dus ook tot een meer dan evenredige opschuiving van de grenswaarde van het bedrag waarmede de investeringen de beschikbaar komende middelen mogen overtreffen zonder de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen te doen stijgen. M.m. zal een stationaire of nauwelijks stijgende brutowinst de grenswaarde verlagen.

Daar tussen in is sprake van een consistente bruto-winst. Het laat zich beredeneren, doch - zeker in dit stadium van het onderzoek - niet met cijfers uit de onderzochte ondernemingen verifiëren, dat de bruto-winst als consistent moet worden beschouwd indien:

a. de verhouding tussen de twee bestanddelen van de bruto-winst welke na uitkering en belasting resteren - te weten de ingehouden winst (= IW) en de af-

schrijvingen (= economische waardevermindering = AS) - konstant blijft;
b. de afschrijvingen (AS) de groei van de aktiva bijhouden.

De verschillen in bruto-winst-ontwikkeling zijn eveneens verantwoordelijk voor de trechtervorm waarin men het grootste deel van de puntenverzameling in de grafiek kan plaatsen (de daarbuiten vallende punten - rechtsonder - representeren ondernemingen waarin zich gedurende de waarnemingsperiode bijzondere omstandigheden - als bijvoorbeeld uitreding van een der eigenaren - voordeden).

Bij een gegeven bestedings-stimulus ($\frac{MI + FI}{IW + AS}$) is het groei-effekt groter bij krachtig stijgende bruto-winst en kleiner bij dalende, konstante of weinig toenemende bruto-winst. Ook hier is sprake van een consistent niveau van bruto-winst onder de reeds geformuleerde voorwaarden.

6 Een typologie van continuïteitskonstellaties

Combinatie van de kenmerken

Elk van de drie kenmerken - groei van de onderneming, ontwikkeling van de vermogensverhoudingen en ontwikkeling van de bruto-winst - geeft aanleiding tot het trekken van een of meer scheidingslijnen door de groep van onderzochte ondernemingen. Combinatie van deze scheidingslijnen leidt tot de indeling van het geheel in een aantal groepen, die - op kwantitatieve basis - uit een oogpunt van continuïteit zeer uiteenlopend beoordeeld dienen te worden.

Elke groep is in zoverre homogeen, dat de tendenties waartoe de daartoe behorende ondernemingen gedisponeerd zijn, dezelfde zijn.

Elke groep omvat in zoverre verschillende ondernemingen, dat de hevigheid en de snelheid van de ontwikkeling, doch ook de mate van herstelbaarheid van ongunstige ontwikkelingen kan variëren.

De groepsindeling laat zich als volgt schetsen:

A. Groeiende ondernemingen

Het als groei-kenmerk gekozen totaal vermogen ($TV = EV + VV$), vertoont hier in de loop der jaren een toename. Daarbij is te onderscheiden:

A.-1. het vreemde vermogen neemt relatief sneller toe dan het eigen vermogen;

A.-2. de verhouding $VV : EV$ neemt af.

De toename van de verhouding $VV : EV$ kan in situatie A.-1. nog gepaard gaan met:

a. consistent of sterker toenemende bruto-winst;

b. dalende of minder dan consistent toenemende bruto-winst;

Aldus ontstaan drie typen konstellaties:

A.-1.-a.: groei, toenemende $\frac{VV}{EV}$, consistent of sneller toenemende bruto-winst;

A.-1.-b.: groei, toenemende $\frac{VV}{EV}$, dalende of minder dan consistent toenemende bruto-winst;

A.-2. : groei, afnemende $\frac{VV}{EV}$.

B. Inkrimpende ondernemingen

EV + VV neemt af, $\frac{VV}{EV}$ neemt af, bruto-winst daalt.

C. Ondernemingen van konstante omvang

EV + VV = konstant.

Ten aanzien van de gedisperseerdheid tot continuïteit zijn aan de hand van het waarnemingsmateriaal de navolgende algemene opmerkingen te maken:

- 1 Het lijkt een moeilijke opgave de ontwikkeling van een onderneming met precisie te besturen; in de periode onder beschouwing slaagde er slechts een enkele van de 53 onderzochte ondernemingen in op zodanige wijze een bestedingsimpuls met een bruto-winst-ontwikkeling te combineren, dat een groei ontstond met konstante verhouding tussen eigen en vreemd vermogen.
- 2 Een toename van de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen kan optreden in allerlei uitgangssituaties (0,15 en 11,4 zijn als uitersten gesignaleerd). Het spreekt welhaast vanzelf, dat verhoudingen in de orde van grootte van de eerstgenoemde vrij veel, c.q. vrij langdurig verslechtering verdragen alvorens „slecht” te worden. Bij de hiernavolgende evaluatie van de konstellatie-typen is ervan uitgegaan, dat de huidige tendenties zich voortzetten, dat wil zeggen structureel zijn. Het „normaal” of „niet normaal” zijn van de uitgangssituatie is buiten beschouwing gelaten.
- 3 De verdeling van de ondernemingen over de onderscheiden groepen vertoont geen enkel verband met bedrijfstak, ondernemingsgrootte of ondernemingsvorm.
- 4 Een meer wiskundige benadering van de ontwikkelingstendenties van de onderneming leidt tot de situering van de onderneming als punt in een meer dimensionaal assenstelsel, waarbij de bewegingsrichting de ontwikkelingstendencie weergeeft. De groepsindeling wordt daarbij tot stand gebracht door vlakken welke de ruimte in zônes onderverdelen.

Evaluatie

De gevonden groepsindeling kan als volgt worden geëvalueerd:

Ad type A - : Bij groei met toenemende leverage, doch consistente, of beter, 1.-a groeiende bruto-winst vraagt de leverage-ontwikkeling aandacht, (9 waarne- doch is er nog geen sprake van alarm-toestand. Er is nog manoeu- mingen) vreerruimte, hetzij door substitutie van vreemd door eigen ver- mogen, hetzij door matiging van de expansiedrang.

Ad type A - : De hier optredende groei met toenemende leverage biedt minder 1.-b continuïteitsperspektief door de achterblijvende ontwikkeling van (15 waarne- de bruto-winst. Indien geen rendabeler besteding van de inves- mingen) teringen te vinden is, zijn de mogelijkheden om op eigen kracht verder te gaan, uitgeput, zodra de toenemende leverage onaanvaard- bare hoogte dreigt te bereiken. Bezinning op de funktionele plaats kan tot de - diskontinue - oplossing leiden.

Ad A.-2 : Groei, gepaard gaande met een afname in de verhouding tussen (22 waarne- vreemd en eigen vermogen lijkt welhaast de ideale uitgangstelling mingen) voor continuïteit. Zolang de investeringen de uit de bruto-winst beschikbaar komende middelen blijven overtreffen is een grens

gesteld aan de afname in de verhouding, waardoor aan de kwalificatie weinig behoefte te worden afgedaan.

Kritischer is de situatie, wanneer de investeringsimpuls $\left(\frac{MI + FI}{IW + AS}\right)$ kleiner is dan 1 en de gekonstateerde groei dus te danken is aan een zeer gunstige ontwikkeling van de bruto-winst. Hier dreigt enerzijds onbenut raken van vermogen en anderzijds stagnatie van de groei, zodra de bruto-winst - bijvoorbeeld door een externe oorzaak - minder gunstig wordt. Scherp sturen is hier dus mede voorwaarde voor continuïteit. De konstellatie leent zich typisch voor diversifikatie.

Ad B : Inkrimpende omvang, afnemende verhouding tussen vreemd en eigen vermogen en dalende bruto-winst zijn een complex kenmerken van een konstellatie welke weinig uitzicht biedt. De betreffende ondernemingen kunnen overgaan tot inkrimping van de schaal waarop wordt gewerkt, dan wel zich bezinnen op de functionele plaats. Dit laatste komt neer op het analyseren van de perspectieven welke verbonden zijn aan de overname van een andere onderneming. Dit heeft uiteraard slechts zin zolang de liquiditeiten een dergelijke stap nog toelaten.

Ad C : Konstante omvang bij konstante bruto-winst kent alleen een konstante verhouding tussen eigen en vreemd vermogen, indien de gehele netto-winst wordt uitgekeerd. Feitelijk is de situatie zeer labiel: toenemende bruto-winst verstoort de stationaire toestand en het zou wat onwezenlijk zijn van de ondernemer te vragen, bewust een korrektiekoers in te slaan; een tegenvallend jaar leidt tot inkrimping van de omvang en moeizaam bijsturen. Alleen al uit een oogpunt van gemoedsrust van de ondernemer - mede voorwaarde voor continuïteit, zij het een niet-ekonomische voorwaarde! - lijkt overgang naar een gemarkeerde groeiquote zinvol.

7 De betekenis van een gekwantificeerd oordeel over de continuïteit voor de waardering van de onderneming

Toepassing van de continuïteitsbeoordeling bij de waardebepaling

De gevonden klassifikatie van continuïteitsdisposities van ondernemingen biedt, behalve een waardevolle mogelijkheid tot beoordeling van de toekomstige ontwikkelingen van de onderneming een nuttige uitbreiding van de fundamenteën voor de waardebepaling van de onderneming als geheel.

Vooraf bij de waardering van de onderneming als „going concern” kan deze extra fundering een bijdrage leveren. Met name het daarbij optredende vraagstuk van de relatie tussen intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde is te verhelderen door de verbeterde mogelijkheden tot beoordeling van de continuïteit.

Reeds eerder werd hiertoe een poging ondernomen in het boekje: „Ontwikkeling - Samenwerking - Fusie”¹⁹⁾, doch de thans bereikte onderzoeksresultaten laten een verdere verfijning en precisering toe.

¹⁹⁾ Geschreven in samenwerking met Ir. N. R. A. Krekel en Drs. T. G. van der Woerd, Samsom, Alphen aan de Rijn, 1965, pag. 152.

De continuïteitswaarde

Voor de verwerking van de continuïteitskenmerken in het waarderingsvraagstuk, zij allereerst stil gestaan bij de konstellatie waarin verwacht wordt dat de toekomstige activiteiten van de onderneming juist voldoende bruto-winst zullen kweken voor de voortzetting met realisering van de maatregelen (in het bijzonder: investeringen) welke vereist zijn voor de relatieve handhaving van de onderneming in de marktconstellatie waarin deze zich beweegt.

Deze - consistente - bruto-winst is, wanneer zij wordt gekalkuleerd zoals in het voorafgaande is geschetst, van een grootte welke een netto-winst overlaat, waarvan na uitdeling en belastingen een deel aan het bedrijf wordt toegevoegd. De kontante waarde van winstuitdelingen en winsthoudingen kan dan - afwezigheid van voorraadwinsten of -verliezen vooronderstellende²⁰⁾ - beschouwd worden als de waardetoeename van de onderneming ten opzichte van het huidige moment in een bepaald toekomstig perspectief. De som van de waarde op dit moment en de aldus bepaalde waardetoeename zou men de continuïteitswaarde kunnen noemen.

Waardering van surplus of tekort aan bruto-winst

Stelt men nu vast dat de te verwachten bruto-winst ten opzichte van het niveau dat deze dient te hebben voor een bevredigend gekwalificeerde continuïteit een surplus of een tekort oplevert, dan is zowel voor een surplus als voor een tekort eveneens een kontante waarde vast te stellen welke evenwel niet, teneinde de totale waarde van de desbetreffende onderneming te vinden, zonder meer bij de continuïteitswaarde mag worden opgeteld.

De betekenis van tekort of overschot moet worden opgespoord teneinde tot een waardeoordeel te komen.

Doet zich een overschot voor in de konstellatie, welke met A.-2. is aangeduid, dan is er sprake van een zekere netto-overwinst waarvan de bestendigheid dient te worden onderzocht teneinde tot de bepaling van een kontante waarde te kunnen komen.

In het bijzonder dient te worden nagegaan of de afnemende verhouding tussen vreemd en eigen vermogen - gezien het fiscaal regime - niet gaat leiden tot - te sterke - daling van de rentabiliteit van het eigen vermogen.

De gevonden kontante waarde kan bij de continuïteitswaarde worden gevoegd ter bepaling van de totale waarde van de onderneming.

Gaat het evenwel om een overschot aan bruto-winst in de konstellatie welke met B. is aangeduid, dan is er sprake van niet bestede bruto-winst. Het overschot is te zien - en aan te wenden - als terugbetaling op kapitaal zoals wel bij vastgoedparticipaties voorkomt. Het overschot is dan geen waarde-verhogend element.

Een andere interessante konstellatie is die waarbij een tekort aan gevormd eigen vermogen optreedt (A.-1.). In de gunstige variant (A.-1.-a) is het voor de waardering van belang na te gaan wat het offer zal zijn van komplementaire financiering. Alternatief is een analyse van de continuïteit op een bescheiden plan, dat wil zeggen op een niveau waar de ingehouden winst wel adequaat is.

²⁰⁾ Onder voorraadwinsten of -verliezen wordt verstaan de niet door normale bedrijfshandelingen, doch door externe factoren - als inflatie, oogstresultaten e.d. - of door interne reorganisaties - wijziging van technologie, bedrijfsdrukte e.d. - ontstane waardeveranderingen van aanzwelijke roerende en onroerende goederen.

In de minder gunstige variant (A.-1.-b.) zal men tot een aftrekpost op de continuïteitswaarde konkluderen, ten bedrage van de kontante waarde van investeringen (materieel, personeel en/of financieel) welke vereist zouden zijn teneinde een wel als adequaat te kwalificeren continuïteit te bereiken.

Men kan hier de grens bereiken van het gebied waar de waardering als „going concern” toepasselijk is, namelijk zodra blijkt dat de liquidatiewaarde hoger uitkomt dan de berekende waarde.

Opbouw in de waardebepaling

Een kwantificering van het oordeel over de continuïteit kan een einde maken aan de nog wijd verbreide toepassing van vuistregels omtrent de weging of „menging” van intrinsieke en rentabiliteitswaarde. De waardering van de onderneming komt immers nu te berusten op de somming van

- intrinsieke waarde;
- kontante waarde van de winsten die men dient in te houden ten behoeve van optimale continuïteit;
- kontante waarde van uit te delen winsten, voorzover deze afwijken van het eisrendement op het intrinsieke eigen vermogen;
- waarde van het overschot of het tekort aan geprognosticeerde bruto-winst.

8 Konklusies

Indien men het begrip continuïteit weet te definiëren op zodanige wijze dat het zich gaat lenen voor kwantificering, wordt het bruikbaar als een duidelijk van het winststreven te onderscheiden en daaraan gelijkwaardige doelstelling van de onderneming.

Naar omvang en structuur van de onderneming als ook naar kans van welslagen zeer uiteenlopende continuïteitsdoelstellingen zijn dan te onderscheiden.

Voor vele van deze doelstellingen zijn niet automatisch de voorwaarden vervuld door het streven naar maximalisatie van de winst.

Onder welke voorwaarden met betrekking tot een gegeven onderneming gesproken mag worden van een bevredigend continuïteitsperspektief is uiteindelijk afhankelijk van het subjektief oordeel van de leiding van de onderneming. Er zijn echter ook een aantal situaties waarin door derden een oordeel over de onderneming moet worden gevormd, bijvoorbeeld bij de waardering ten behoeve van fusie, overname of belegging en bij de overweging van kredietverlening. Er is dan behoefte aan objectieve normen.

Via een empirisch onderzoek is duidelijk geworden dat deze normen te vinden zullen zijn met behulp van de maatstaven: *groei van de onderneming, ontwikkeling van de vermogensverhoudingen en ontwikkeling van de bruto-winst.*

De getalswaarde van deze maatstaven zal variëren met de tijd alsook met concrete gegevenheden omtrent bedrijfstak, vestigingsplaats, etc. Hieromtrent is het onderzoek nog in volle gang.

De grote betekenis van een kwantitatief oordeel over de continuïteitsperspektieven van een onderneming moge echter reeds blijken uit de hantering van de maatstaven bij de waardering van de onderneming.