

Boekbespreking

Op maat van het midden- en kleinbedrijf (deel 1)

Uitgever: Staatsuitgeverij, 's-Gravenhage
1987; prijs deel 1 en 2: f 36,-; resp. 44 en
228 pag.

Dit rapport, waarin de functie van het midden- en kleinbedrijf in de Nederlandse economie wordt belicht, is uitgebracht door de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR).

Het MKB is door de WRR als onderwerp van studie genomen, omdat vooral de laatste jaren van verschillende zijden is aangegeven dat de groei van werkgelegenheid juist van dit MKB zal moeten komen.

De WRR komt tot aanbevelingen die het economisch functioneren van het MKB kunnen versterken. De aanbevelingen in het rapport zijn mede gebaseerd op preadviezen uitgebracht door externe deskundigen. Deze preadviezen zijn onder dezelfde titel als deel 2 eveneens uitgegeven door de Staatsuitgeverij.

Deel 2 behandelt de navolgende onderwerpen: Doen en laten van het MKB (Prof. Dr. B. Nooteboom)

De plaats en functie van het MKB (Drs. A.F.M. Nijssen)

De industrie (Drs. A.F.M. Nijssen)

De detailhandel (Drs. C.W. Kroezen)

De commerciële persoonlijke dienstverlening (Dr. J.J. Godschalk)

De zakelijke diensten (Prof. Dr. J. Buursink)

Bij deze boekbespreking beperk ik mij tot deel 1, dat zoals gesteld, mede gebaseerd is op genoemde preadviezen. De publikatie geeft eerst aandacht aan een aantal kenmerken, die het MKB structureel doen afwijken van het grootbedrijf. In aansluiting hierop wordt onderzocht of en hoe door de bedrijven uit het MKB een wezenlijke bijdrage kan worden geleverd aan groei en werkgelegenheid.

Bevordering van het zelfstandig ondernemerschap door overheidsmaatregelen is alleen te rechtvaardigen indien dit leidt tot verbetering van de economische structuur. Het toekomstig overheidsbeleid zal — stelt de WRR — vooral een voorwaarde scheppend karakter dienen te hebben.

Een kenmerkende uitspraak in het WRR-rapport is de zinsnede, dat inhoud en vormgeving van overheidsmaatregelen vaak te veel zijn afgestemd op de organisatie en het handelsvermogen van het grootbedrijf. Gepleit wordt voor een vereenvoudigde regelgeving.

Kleine en middelgrote ondernemingen hebben voor de afwikkeling van hun werkzaamheden veel minder informatie geformaliseerd dan grote bedrijven. De geringere formaliseringsgraad levert het MKB met betrekking tot verschillende overheidsregelingen een structurele achterstand op ten opzichte van het grootbedrijf.

Als voorbeeld wordt gewezen op de INSTIR-regeling (innovatie- stimuleringsregeling). De formulering van de criteria sluit veel beter aan bij de wijze waarop grote ondernemingen qua organisatie zijn gestructureerd, terwijl de regeling primair ten behoeve van MKB-bedrijven is opgezet.

Het rapport plaatst kanttekeningen bij de effecten van het algemene beleid (generiek beleid) dat nu voor het MKB geldt. Bij de bespreking van belastingdruk en de effecten van lastenverlichtende maatregelen blijkt de relatief ongunstige positie van het MKB. Onvoldoende nadruk krijgt de constatering dat gedurende het tijdvak 1979/86 het aandeel in de betaalde belasting voor het midden- en kleinbedrijf 59% bedroeg; het aandeel in de lastenverlichting was 40%.

Het generieke beleid blijkt in het nadeel van het MKB te werken.

Bij het startersbeleid wordt de opmerking gemaakt, dat hiervan de reikwijdte en continuïteit te beperkt zijn. Hierdoor dreigen bedrijven in de groeifase buiten de boot te vallen. Juist in deze fase kan de expansie veelal niet intern worden gefinancierd.

Uitvoerige aandacht wordt ook gegeven aan de factor arbeidskosten. Uit onderzoek is gebleken, dat bij toepassing van loondifferentiatie de werkgelegenheid in het MKB meer zal toenemen dan in het totale bedrijfsleven. Door de Raad wordt in aansluiting hierop de bedoeling uitgesproken om een gedifferentieerde loonpolitiek te bepleiten.

Wie ernst maakt met de ontmoediging van de informele economie — aldus de WRR — ont-

komt niet aan de noodzaak van een arbeidskostenreductie in bepaalde sectoren van het MKB.

De beleidsaanbevelingen waartoe de WRR komt worden hierna kort samengevat.

Algemene beleidsaanbevelingen:

- Huidige overheidsregelingen moeten worden doorgelicht op eenvoud en doorzichtigheid.
- Regelingen mede gericht op het MKB dienen niet te snel te veranderen.
- Stimuleringssubsidies dienen bereikbaar te zijn voor het MKB.
- Kennisoverdracht naar ondernemingen in het MKB moet regionaal worden georganiseerd.
- Onderzoek moet worden ingesteld naar concrete uitvoeringsmogelijkheden van fiscale maatregelen die de eigen vermogensvorming in het MKB stimuleren.
- De dynamiek binnen het MKB moet worden bevorderd (toe- en uittredingsmogelijkheden; bedrijfsbeëindiging; faillissementswetgeving)

Specifieke beleidsaanbevelingen:

- Ter handhaving van een fijnmazig distributienetwerk moet voor de detailhandel de invoering van een gedeeltelijk basisinkomen worden overwogen.
- Voor de commerciële persoonlijke dienstverlening is het noodzakelijk dat de informele economie wordt teruggedrongen (vermindering van het verschil tussen 'wit' en 'zwart' / gedeeltelijk basisinkomen / gedifferentieerde BTW-tarieven / verlaging van de toetredingsregels tot de formele sector).

Met deze studie en de gegeven beleidsaanbevelingen wordt een overzichtelijk beeld van de huidige uitgangspositie van het MKB geschilderd. Bij de bespreking van de ook voor het MKB zo belangrijke dynamiek wordt mijns inziens te weinig aandacht gegeven aan de houding van de MKB-organisaties.

Binnen deze organisaties heeft men de taak de belangen van alle aangesloten leden te behartigen. Het gevolg hiervan kan zijn dat in plaats van een dynamisch beleid een zeer conserverend beleid wordt gevoerd.

Bij de actuele discussies over winkelopenings-tijden blijkt steeds weer, dat ruime regels, die de mogelijkheid bieden tot nieuwe/ vernieuwende initiatieven vanuit de gevestigde detailhandel worden bestreden.

Stimulering van echt ondernemerschap zou bij alle betrokkenen centraal moeten staan!

Het rapport 'Op maat van het midden- en kleinbedrijf' geeft duidelijk richting aan de huidige discussies betreffende het midden- en kleinbedrijf. Gezien het grote belang van de positie van het MKB voor onze economie verdient kennisneming van de standpunten uit dit rapport beslist te worden overwogen.

Aanvullend studiemateriaal kan worden geput uit de navolgende recent verschenen publicaties:

Ruim baan voor ondernemen; ministerie van Economische Zaken; Staatsuitgeverij; 's-Gravenhage, 1987; 113 pag., prijs f 29,50.

Ruimer baan voor ondernemen; Koninklijk Nederlands Ondernemersverbond; Rijswijk, 1988; 31 pag., gratis verkrijgbaar.

Drs. R. den Breejen

Boekbespreking

A.G.Z. Kemna

Options in real and financial markets

Aan de Erasmus Universiteit Rotterdam werd op 11 februari 1988 het eerste Nederlandse proefschrift over opties door Mevr. Dr. A.G.Z. Kemna verdedigd. De promotor was Prof. Dr. J. Spronk.

Indien er gesproken wordt over opties gaan de gedachten al snel uit naar de onder andere op de Europese Optiebeurs verhandelde call- en put-opties. Kemna heeft in haar dissertatie overtuigend aangetoond dat er meer onder de zon is. Optietheorie en optiewaardering blijken toepasbaar te zijn op velerlei andere terreinen. Men spreekt dan van 'Contingent Claims Analysis': CCA (de Analyse van Voorwaardelijke Aanspraken). Een object waarvan de waarde rechtstreeks afhankelijk is van de waarde van een ander object ('onderliggende waarde') is een contingent claim.

Het proefschrift bestaat uit twee delen. In de eerste vier hoofdstukken wordt de theorie behandeld, terwijl in het tweede deel de toepassingen aan de orde komen.

Via de 'discrete-time approach' en de bekende Black-Scholes-formule voor de waardering van (beurs-)opties leidt Kemna ons naar de afleiding van een differentiaalvergelijking, waaraan alle contingent claims dienen te voldoen. Het hangt dan slechts af van de specifieke grenswaarden (de 'boundary and terminal conditions') wat de exacte formule is voor de waardering van de contingent claim. Dit alles geldt uiteraard slechts onder bepaalde vooronderstellingen. Enkele essentiële veronderstellingen wil ik daarbij noemen.

- Er zijn in evenwicht geen risicovrije arbitragemogelijkheden meer. De mogelijkheid tot het creëren en aangepast houden van een risicovrije hedge is daarbij essentieel.
- De prijs van de onderliggende waarde is log-normaal verdeeld.
- De risicohouding van de belegger/investeerder is *niet* van belang: er wordt slechts verondersteld dat de beslisser 'liever meer dan minder' heeft (dit in tegenstelling tot

bijvoorbeeld het Capital Asset Pricing Model: CAPM, waarin duidelijk risico-afkeer verondersteld (moet) worden).

De behandelde theorie wordt in hoofdstuk 3 nader uitgewerkt. Er wordt ingegaan op de waardebepaling van opties in (nieuwe) financiële instrumenten (converteerbare obligaties, warrants, maar ook aandelen zelf die gezien kunnen worden als opties op de activa van de onderneming), en reële opties in investeringsprojecten. De inzichten die volgen uit dit laatste aspect zijn buitengewoon interessant en geven een genuanceerder beeld van de traditionele NCW-benadering. Dat in dit verband veelal sprake is van de aanwezigheid van meer dan één, al dan niet samengestelde, optie blijkt uit het voorbeeld van projectfinanciering dat Kemna aan het einde van hoofdstuk 3 geeft.

In het Black-Scholes-model wordt slechts de prijs van de onderliggende waarde verondersteld stochastisch te zijn. Indien men veronderstelt dat ook andere van invloed zijnde variabelen stochastisch zijn (bijv.: de interestvoet, de variantie van het rendement van de onderliggende waarde), is niet altijd een eenduidige oplossing ('closed-form-solution') van de differentiaalvergelijking met bijbehorende restricties te geven. Men kan dan echter terugvallen op numerieke methoden die de oplossing benaderen. Enkele van deze methoden worden in hoofdstuk 4 toegelicht.

Vervolgens wordt een aangepaste versie van het Black-Scholes-model getoets aan de prijsvorming van opties die genoteerd staan aan de Europese Optiebeurs te Amsterdam. Uit de diverse mogelijke toetsingsmethoden kiest Kemna voor de impliciete variantiemethode. Het grote voordeel van deze methode is dat de moeilijk waar te nemen variantie niet behoeft te worden gemeten. Indien de waargenomen marktprijzen van opties, die slechts in looptijd en uitoefenprijs verschillen, in de Black-Scholes-formule ingevuld worden, dienen de varianties die hier *impliciet* uitrollen aan elkaar gelijk te zijn. Kemna constateert echter terecht dat hier dan sprake is van een gezamenlijke test van de efficiëntie van de markt en de juistheid van de modelspecificatie. Hetzelfde probleem ontstaat ook bij het testen van het CAPM zoals Roll in zijn kritiek

op het empirisch testen van het CAPM aangetoond heeft. Vele testen op uitgebreid empirisch materiaal doen concluderen dat de impliciete variantie *niet* constant is en dus het model de marktprijzen niet goed verklaart. De vraag of dit ligt aan een gebrek aan marktefficiëntie of aan een slechte modelspecificatie (is bijvoorbeeld de variantie gedurende de looptijd wel constant?), wordt niet verder onderzocht. Een aparte test op marktefficiëntie zou zeer welkom zijn. Overigens dient vermeld te worden dat Kemna wel degelijk systematiek constateert in de gevonden afwijkingen.

- Opties met een relatief lange looptijd blijken bijvoorbeeld een relatief lage impliciete variantie te hebben en het is dan ook aanmerkelijk dat ze relatief ondergewaardeerd zijn.
- De 'in-the-money' opties blijken ook een relatief lage impliciete variantie te hebben.

De laatste twee hoofdstukken bevatten voorbeelden van financiële en reële opties die aan de hand van case-studies worden geanalyseerd.

Kemna laat zien dat CCA gebruikt kan worden om een oliegeïndexeerde obligatie te analyseren (het aflossingsbedrag is afhankelijk van de prijs van een vaste hoeveelheid olie op de aflossingsdatum). CCA blijkt ook zeer waardevol te kunnen zijn bij de beoordeling van investeringsprojecten die diverse opties bevatten (de onderneming bezit flexibiliteit met betrekking tot de uitvoering van het project: ze kan de beslissing uitstellen, het project eerder afstoten, het project tussentijds stilleggen enz.). Kemna geeft drie van dergelijke voorbeelden die in samenwerking met een grote oliemaatschappij uitgewerkt zijn. Een 'simpele' NCW-benadering blijkt een duidelijke onderschatting te geven van de werkelijke waarde van de projecten en kan dus tot verkeerde beslissingen leiden.

Het verloop van de prijzen van de onderliggende waarden (de 'stochastische processen') vormt hier echter een probleem. Daar waar de aanname van een log-normale verdeling van de aandelprijs zeker realistisch lijkt, kan dit veel moeilijker ingezien worden met betrekking tot de prijs van een bepaalde hoeveelheid olie of de prijs van een investeringsproject. Daar komt nog bij dat investeringsprojecten niet verhandelbaar zijn en dus de cruciale aanname van de mogelijkheid tot creatie en aan-

gepast houden van een risicovrije hedge niet realistisch is. Dit probleem is volgens Kemna te omzeilen door een 'twin security' op de vermogensmarkt te zoeken waarmee de noodzakelijke replicatie uitgevoerd kan worden (zie ook: Trigeorgis, 1986). Kemna stelt vergelijkenderwijs dat voor de toepassing van de NCW-methode ook eerst een project met een gelijksoortig *relevant* risico dient te worden geïdentificeerd op de vermogensmarkt om de relevante disconteringsvoet te kunnen bepalen. Of dit een even zware eis is valt naar mijn mening nog te bezien.

Voor al het terrein van de reële opties is nog onvoldoende ontgonnen en theoretisch uitgekristalliseerd, terwijl daar mijns inziens toch goede mogelijkheden liggen om de NCW-methode, waar nodig, aan te vullen. Kester (1984) heeft dit reeds gesignaleerd met betrekking tot de groei-opties terwijl Myers (1984) hier een mogelijkheid ziet de kloof tussen strategische planning en financiële planning te versmallen. Trigeorgis heeft getracht een raamwerk te bouwen waar de diverse opties die bij investeringsbeslissingen kunnen spelen ingepast kunnen worden. Kemna zelf suggereert dat nog niet opgeloste vragen in praktische investeringsproblemen vragen om meer onderzoek naar reële opties.

Haar werk is een goede inspiratiebron voor dit verdere onderzoek.

Literatuur

- Kester, W.C., 'Today's Options for Tomorrow's Growth', *Harvard Business Review*, 1984, 153-160.
- Meyers, S.C., 'Finance Theory and Financial Strategy', *Interfaces*, vol. 14 nr. 1, 1984, 126-137.
- Trigeorgis, L.G., *Valuing Real Investment Opportunities: An Options Approach to Strategic Capital Budgeting*, *Doctoral Thesis*, Harvard University, 1986.

Drs. P.P.M. Smid.