

# FAILLIET OF NIET

## MET DE ALTMAN Z-SCORE

In een wereld waar het om milliseconden draait, blijft de Altman Z-score al veertig jaar fier overeind als maatstaf voor financiële gezondheid van bedrijven. Wat hebben beleggers eraan?

“Ik had nooit kunnen voorspellen hoe invloedrijk mijn model zou zijn. Ironisch, aangezien het hier juist om voorspellen draait.” Aan het woord is Edward Altman in een interview met de Belgische zakenkrant *De Tijd*.

De inmiddels 71-jarige Amerikaan leverde ruim veertig jaar geleden een knap staaltje werk af met de naar hem genoemde score. Nog steeds wordt de formule gebruikt als maatstaf om te beoordelen of een onderneming in financiële problemen dreigt te komen.

Al in 1968 onderzocht Altman de statistische relatie tussen verschillende financiële ratio's en faillissementen. Uit een kluit data extraheerde Altman vijf variabelen die een sterke voorspellende waarde bleken te hebben als het gaat om faillissementen. Hij knoopte onder andere de winstgevendheid, liquiditeit en solvabiliteit van ondernemingen aan elkaar om te beoordelen of ondernemingen tegen een stootje kunnen. Er zijn inmiddels tientallen (commerciële) varianten bedacht op de Z-score, maar het origineel blijft populair, want accuraat in veel gevallen.

### VIJF VARIABELEN DIE EEN STERKE VOORSPELLEND WAARDE BLEKEN TE HEBBEN

#### WAT HEBBEN BELEGERS ERAAN?

De bedenker zelf weet maar al te goed waarom zijn formule populair is. “De Z-score is vrij accuraat,

gemakkelijk te berekenen en gratis.” Met een jaarverslag en het programma Excel komt de gemiddelde belegger al een heel eind.

Onderzoek toont aan dat de Z-score in ongeveer vier van de vijf gevallen een jaar van tevoren correct aangeeft dat een onderneming failliet gaat. Omgekeerd geeft de formule dus in één op de vijf gevallen onterecht aan dat het bedrijf over de kop gaat.

### De Z-score voor Aalberts Industries

De formule van de Z-score oogt afschrikwekkend

$$Z\text{-score} = 1.2 \times [X1] + 1.4 \times [X2] + 3.3 \times [X3] + 0.6 \times [X4] + 1.0 \times [X5]$$

**X1 = netto werkkapitaal/balanstotaal**

Een maatstaf voor liquiditeit.

**X2 = ingehouden winsten/balanstotaal**

Een maatstaf voor winstgevendheid.

**X3 = bedrijfsresultaat (ebit)/balanstotaal**

Een maatstaf voor rendement.

**X4 = marktkapitalisatie/rentedragende schulden**

Een maatstaf voor solvabiliteit.

**X5 = omzet/balanstotaal**

Een maatstaf die aangeeft hoeveel omzet de bezittingen van de onderneming kunnen genereren.

#### Toch valt de complexiteit wel mee.

De meeste variabelen zijn goed vindbaar in het jaarverslag van een bedrijf. Eens kijken wat de Z-score zegt over de gezondheid van Aalberts Industries, een bedrijf dat waarschijnlijk sterke overeenkomsten heeft met de bedrijven uit de oorspronkelijke dataset van Altman. Invullen van de ratio's levert een uitkomst van 3,6 op. Dit is boven de drie waardoor Altman Aalberts als veilig zou beoordelen.