

De bedrijfsresultaten in de nijverheid

Een van de meest markante economische ontwikkelingen in de jaren tachtig is de sterke omslag in de winstpositie van bedrijven geweest. Werd het begin van dit decennium gekenmerkt door teleurstellende bedrijfsresultaten, vanaf 1983 is sprake geweest van een forse verbetering. In onderstaande analyse wordt getracht aan te geven welke factoren hebben bijgedragen aan deze verbetering van de winstpositie. Vervolgens wordt ingegaan op de ontwikkeling in 1986 en 1987 waarbij wordt aangegeven of en in hoeverre er een verslechtering in de winstpositie te verwachten valt. De analyse baseert zich op gegevens uit de voorlopige uitkomsten van de *Statistiek financiën van ondernemingen (sfo) 1*, en spitst zich toe op de nijverheid.

Analyse 1980-1985

De sfo verschaft gedetailleerde gegevens over een aanzienlijk gedeelte van de Nederlandse nijverheid. Hoewel de sfo-cijfers soms beïnvloed worden door incidentele factoren bij grote ondernemingen maken de gegevens het mogelijk een vrij nauwkeurige analyse te maken van de ontwikkeling van de bedrijfsresultaten.

De bedrijfsresultaten zijn vanaf 1983 aanzienlijk verbeterd. Wanneer als maatstaf voor dit herstel het netto rendement van het eigen vermogen 2) wordt genomen dan blijkt dat tussen 1980 en 1984 sprake is geweest van een opmerkelijke stijging (zie tabel 1). De in 1984 en 1985 bereikte niveaus zijn zonder meer gunstig te noemen. Dit wordt nog duidelijker indien men de omvang van de risicopremie 3) in de beschouwing betrekt. Deze risicopremie is een maatstaf voor de extra beloning voor risicovolle aanwending van vermogen in een onderneming ten opzichte van de als risicoloos beschouwde belegging van vermogen in Nederlandse staatsschuld. Tabel 1 laat zien dat in de nijverheid pas in 1984 sprake was van een duidelijk positieve en qua omvang bevredigende risicopremie. In de jaren daarvoor werd risicovolle aanwending van vermogen in een onderneming duidelijk negatief beloond ten opzichte van risicoloze staatsobligaties.

Aan de rendementsverbetering van de afgelopen jaren ligt een aantal factoren ten grondslag. Beginpunt van de analyse is de ontwikkeling van de toegevoegde waarde. Deze is gedefinieerd als omzet verminderd met de

Tabel 1. Netto rendement van het eigen vermogen en risicopremie

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Netto rendement	4,8	5,1	5,2	9,0	12,4	11,5
Risicopremie	-5,3	-6,4	-4,7	0,8	4,3	4,2

Tabel 2. Omzetgroei, bruto marge en groei toegevoegde waarde

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Omzetgroei	13,8	11,4	2,7	0,9	13,1	5,9
Bruto marge	22,5	20,6	21,0	21,2	19,9	19,8
Groei toegevoegde waarde	3,0	2,2	4,5	1,9	5,9	5,3

kosten van de omzet 4).

Tabel 2 geeft inzicht in het verloop van omzetgroei, bruto marge en groei van de toegevoegde waarde. De bruto marge is berekend door de toegevoegde waarde te relateren aan de omzet.

De omzetgroei vertoont een enigszins grillig karakter. Het verloop sinds 1980 werd beïnvloed door een dalende inflatie op binnen- en buitenlandse markten en een tot en met 1982 dalende volumegroei. Vanaf 1983 is sprake geweest van een weer toenemende volumegroei, eerst vooral in de exportsector en later ook in sectoren opererend op de binnenlandse markt.

De bruto marge vertoont vanaf 1980 een geleidelijk dalende tendens. Als gevolg hiervan nam het effect van de omzetgroei op de toegevoegde waarde relatief af. Dit effect is duidelijk zichtbaar in 1984 waar een terugloop van de bruto marge met 1,3%-punt de omzetgroei van ruim 13% reduceert tot een groei van de toegevoegde waarde van nog geen 6%.

Ten opzichte van de periode 1980-1982 zijn de groeipercentages van de toegevoegde waarde in de periode 1983-1985 niet sterk gestegen. In 1983 was de stijging van de toegevoegde waarde zelfs zeer gering terwijl in dat jaar de toename van het netto rendement van het eigen vermogen juist zeer sterk was. Creatie van toegevoegde waarde vormt dan ook een onvoldoende verklaring voor de rendementsverbetering. De volgende stap in de analyse is daarom gericht op de verdeling van de toegevoegde waarde.

In tabel 3 is voor elk jaar de toegevoegde waarde op 100 gesteld en

ESB

Rubrieken

vervolgens gekeken naar het beslag op en de toevoeging aan de toegevoegde waarde van de diverse kosten- en opbrengstencategorieën, uitgedrukt als percentages van de toegevoegde waarde in het betreffende jaar.

De invloed van loonkostenmatiging is duidelijk zichtbaar. Werd in 1980 van elke f. 100 gecreëerde toegevoegde waarde nog f. 72,60 betaald aan loonkosten, in 1985 was dit gedaald tot f. 65,10.

Naast dit dalend beslag van de factor arbeid nam sinds 1981 ook het rentesaldo als percentage van de toegevoegde waarde af. Deze ontwikkeling werd enerzijds veroorzaakt door de sinds 1981 optredende daling van de rente, in combinatie met de, mede door toegenomen interne financiering, matige groei van het vreemd vermogen en anderzijds door de toegenomen omvang van de middelen die rentedragend konden worden uitgezet.

Voorts steeg tot en met 1984 het resultaat uit deelnemingen als percentage van de toegevoegde waarde. Deze resultaten hebben grotendeels betrekking op buitenlandse dochterondernemingen die tot een 'Nederlandse' moedermaatschappij behoren en weerspiegelen de goede gang van zaken van deze buitenlandse onderdelen van internationaal werkzame concerns.

Bovenstaande ontwikkelingen te zamen hadden tot gevolg dat het resultaat voor belastingen dat voortkwam

1) Deze statistiek vormt het verslag van een jaarlijkse enquête door het Centraal Bureau voor de Statistiek onder een groot aantal niet-financiële ondernemingen uit de nijverheid, handel, transport en dienstverlening met een balanstotaal van f. 10 mln. of meer. Het nijverheids gedeelte is onderverdeeld in de groepen metaal, bouw en hout, voeding, chemie en overig. Onder voeding vallen mede enkele bedrijven uit de landbouw en visserij. De statistiek omvat een groot gedeelte van de nijverheid in Nederland. De data kunnen daarom afwijken van de *Statistiek beurs NV's* waarin eveneens financiële bedrijfsgegevens gepubliceerd worden, maar dan uitsluitend van beursgenoteerde ondernemingen.

2) Het netto rendement van het eigen vermogen is gedefinieerd als het netto resultaat (na belasting en aandeel derden) in procenten van het gemiddeld eigen vermogen.

3) De risicopremie is gedefinieerd als het verschil tussen het netto rendement van het eigen vermogen en het rendement op Nederlandse staatsobligaties met een resterende looptijd van 5 tot 8 jaar.

4) Als kosten van de omzet geldt de waarde van grond- en hulpstoffenverbruik respectievelijk de inkoopwaarde van de omzet.

Tabel 3. Beslag op en toevoeging aan de toegevoegde waarde in procenten van de toegevoegde waarde a)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Toegevoegde waarde	100	100	100	100	100	100
Afschrijving	- 13,5	- 13,8	- 14,1	- 14,6	- 14,3	- 14,2
Loonkosten	- 72,6	- 72,3	- 72,1	- 69,3	- 65,7	- 65,1
Rentesaldo b)	- 6,2	- 6,5	- 6,0	- 5,3	- 5,0	- 4,3
Resultaat deelnemingen	3,0	4,2	3,9	5,8	5,7	3,8
Overige resultaten	- 1,5	- 2,1	- 2,2	- 2,0	- 0,8	- 0,7
Resultaat voor belastingen	9,2	9,4	9,5	14,6	20,0	19,7
Netto resultaat	5,3	6,0	6,2	10,9	15,5	14,9

a) Door afrondingsverschillen klopt de optelling niet altijd.

b) Het rentesaldo is gedefinieerd als rentebaten minus rentelasten.

Tabel 4. Belastingdruk nijverheid

1980	1981	1982	1983	1984	1985
41,8	35,8	34,7	25,2	21,9	22,9

uit elke f. 100 gecreëerde toegevoegde waarde tussen 1980 en 1984 meer dan verdubbelde.

Naast deze verbetering van het resultaat voor belastingen trad een sterke daling van de belastingdruk op. De in tabel 4 gepresenteerde belastingdruk is berekend door de belastingen naar de winst te delen door het resultaat voor belasting.

Bij deze sterke daling van de belastingdruk spelen de toegenomen mogelijkheden tot verliescompensatie waarschijnlijk een belangrijke rol. Daarnaast is sinds het aantreden van het kabinet-Lubbers het vennootschapsbelastingtarief in twee stappen verlaagd van 48% naar 42%. Het licht oplopen van de belastingdruk in 1985 wordt waarschijnlijk veroorzaakt door aflopende mogelijkheden tot verliescompensatie.

Aangezien het aandeel van derden in het resultaat na belasting zeer gering is en nauwelijks veranderde in de beschouwde jaren, leidde de toename van het resultaat voor belasting te zamen met de sterk gedaalde belastingdruk tot een forse stijging van het netto resultaat als percentage van de toegevoegde waarde. Uit tabel 3 is op te maken dat het netto resultaat voortkomend uit f. 100 toegevoegde waarde tussen 1980 en 1984 bijna verdrievoudigde. In combinatie met de geschetste ontwikkeling van de toegevoegde waarde, heeft een en ander geleid tot hoge stijgingspercentages van de netto winst in gulden.

Doordat tot en met 1984 de procentuele toename van het eigen vermogen achterbleef bij de procentuele toename van de netto winst resulteerde hieruit de snelle stijging van het netto rendement van het eigen vermogen, welke in tabel 1 gesignaleerd is. Door een wat teruglopend aandeel van in het buitenland behaalde resultaten en een licht oplopen van de belastingdruk

liep in 1985 voor het eerst sinds een reeks van jaren het aandeel van de netto winst in de toegevoegde waarde weer enigszins terug. De groei van de netto winst in absolute bedragen was positief maar onvoldoende om de groei van het eigen vermogen in dat jaar te compenseren zodat het netto rendement van het eigen vermogen enigszins afnam. De omvang van de risicopremie in dat jaar veranderde echter vrijwel niet: 4,2%. Dit geeft aan dat ook in 1985 het bereikte rendementsniveau in de nijverheid als zéér bevredigend kan worden gekenschetst.

Ontwikkeling in 1986 en 1987

Met behulp van een relatief eenvoudig rekenmodel, gebaseerd op de kerngegevens uit de analyse 1980-1985, en met behulp van enkele subjectieve veronderstellingen is voor 1986 en 1987 een tentatief scenario te schetsen.

In het afgelopen jaar zal de omzet naar verwachting positief beïnvloed zijn door een volumestijging van zowel de binnenlandse als de buitenlandse afzet. Immers, zowel het exportvolume als het volume van de binnenlandse bestedingen vertoonden in 1986 een redelijke groei.

Daar staat echter tegenover dat vanuit de prijsbeweging een negatieve invloed op de omzetontwikkeling is uitgegaan. Tegenover een gematigde binnenlandse prijsstijging stond een forse daling van de exportprijzen. Aangezien de afzet van de nijverheid sterk op export gericht is werkt de daling van het exportprijsspeel zwaar door. De volume- en prijsbeweging te zamen zal daarom naar verwachting tot een daling van de nominale omzet geleid hebben. De eerste jaarverslagen over 1986 bevestigen dit beeld.

De ontwikkeling van de toegevoegde waarde wordt zoals eerder is aangegeven bepaald door de omzet en de bruto-marge-ontwikkeling. In de sectoren uit de nijverheid die niet met prijsconcurrentie als gevolg van de daling

van dollar en pond te maken hadden, zullen de bruto marges in 1986 naar verwachting behoorlijk zijn toegenomen. Uit de maandstatistiek van de prijzen (tot en met oktober 1986) valt af te leiden dat de prijsdaling van grondstoffen en halfabrikaten sterker is geweest dan die van de afzetprijzen. Waarschijnlijk hebben veel fabrikanten de prijsdalingen niet geheel en met vertraging doorgegeven aan afnemers. Deze toename van de bruto marge zal naar verwachting de daling van de omzet voldoende compenseren, zodat per saldo de toegevoegde waarde in 1986 toch nog enigszins kan zijn toegenomen.

Het beslag op de toegevoegde waarde zal waarschijnlijk weinig afwijken van 1985. De loonkosten zullen in de nijverheid wat sneller gestegen zijn dan de toegevoegde waarde. Het beslag neemt daardoor enigszins toe. Door dalende rente neemt het beslag van het rentesaldo verder af. De toevoeging aan de toegevoegde waarde van de resultaten van deelnemingen zal door de lagere dollarkoers mogelijk nog iets verder afnemen. De belastingdruk zal door afnemende mogelijkheden tot verliescompensatie wederom licht oplopen.

Aldus kan men taxeren dat in 1986 het netto resultaat per f. 100 toegevoegde waarde ongeveer even groot zal zijn als in 1985. Te zamen met de licht positieve groei van de toegevoegde waarde leidt dit tot de verwachting dat de netto winst in 1986 wederom is gestegen, zij het minder dan in 1985.

Door winsthouding en uitbreiding van kapitaal en agio door emissies is het eigen vermogen waarschijnlijk sneller gestegen dan de netto winst. Daardoor daalt het netto rendement van het eigen vermogen naar verwachting tot ongeveer 11%. Ten opzichte van 1985 en 1984 betekent dit een lichte teruggang. Het niveau ligt echter nog ruim boven dat van 1983. Doordat de lange rente in 1986 wat sneller is gedaald dan het netto rendement van het eigen vermogen zal de risicopremie naar verwachting nog licht kunnen toenemen tot het meer dan bevredigende niveau van 4,5%.

Voor 1987 zijn de vooruitzichten somberder, weliswaar niet zozeer wat betreft de omzet maar wel ten aanzien van de netto winst, het rendement van het eigen vermogen en de risicopremie. Ten opzichte van 1986 blijft de volumegroei van de binnenlandse consumptie en de export op peil maar neemt de volumegroei van de investeringen af. Tevens wordt de prijsontwikkeling van de binnenlandse consumptie negatief. Daar staat tegenover dat de daling van de exportprijzen minder negatief zal zijn dan in 1986. Dit zal de enigszins lagere volumegroei van de afzet kunnen compenseren zodat een ten opzichte van 1986 ongeveer gelijkblijvende omzet zou kunnen worden verwacht.

Het is niet waarschijnlijk dat in 1987 een verdere toename van de brutomar-

ge optreedt. Door prijsconcurrentie en een minder scherpe prijsdaling op inkoopmarkten lijkt hooguit een stabilisatie op het niveau van 1986 waarschijnlijk. Bij een onveranderde brutomarge resulteert de gelijkblijvende omzet in een eveneens gelijkblijvende toegevoegde waarde.

Door de nul-groei van de toegevoegde waarde telt de loonkostenstijging van naar schatting 2,5% in 1987 flink door. Het beslag van de loonkosten op de toegevoegde waarde loopt daardoor met enkele procentpunten op ten opzichte van 1985. Door een naar verwachting geringere rentedaling dan in 1986 zal het beslag van het rentesaldo nog slechts licht afnemen. De overige onderscheiden posten veranderen waarschijnlijk niet veel.

De belastingdruk zal in 1987 echter sterker toenemen dan in 1986. Bovenop de autonome stijging uit hoofde van afnemende mogelijkheden tot verliefscompensatie komen immers de lastenverzwarende kabinetsmaatregelen, zoals afschaffing van de voorraden en de verlaging van de vermogensaf trek. Als gevolg van bovenstaande ontwikkelingen blijft naar verwachting in 1987 per f. 100 gecreëerde toegevoegde waarde minder netto winst over dan in 1986 en 1985. Omdat in 1987 de toegevoegde waarde waarschijnlijk niet zal toenemen zal dit in een daling van de netto winst in guldens resulteren.

Door winstinhouding en (geringe) emissie-activiteiten neemt het eigen vermogen toe. Te zamen met de daling van de netto winst leidt dit tot een verdere daling van het netto rendement van het eigen vermogen tot rond het niveau van 1983. Deze daling zal naar verwachting groter zijn dan de daling van de lange rente zodat de risicopremie zal afnemen tot net boven de 3%. Het lopende jaar laat daarmee naar verwachting een wat minder gunstige financiële ontwikkeling zien. Het niveau van rendement en risicopremie is echter nog steeds bevredigend.

Conclusie

Het rendementsherstel in de nijverheid is sinds 1983 in niet onaanzienlijke mate veroorzaakt door matiging van loonkosten, daling van rentelasten en vermindering van belastingdruk. Tot 1985 leverden ook de opbrengsten van buitenlandse dochterondernemingen een flinke bijdrage.

Toename van de omzet droeg eveneens bij maar leidde door daling van de brutomarge niet tot evenredige stijging van de toegevoegde waarde.

In 1985 is een einde gekomen aan de stijging van het netto rendement van het eigen vermogen. In 1986 zal naar verwachting, vooral als gevolg van een toegenomen bruto marge, de groei van de netto winst nog positief zijn geweest. Deze groei is waarschijnlijk geringer dan de groei van het eigen vermogen zodat wel enige daling van

het netto rendement kan worden verwacht. Afgaande op de omvang van de risicopremie, kan een rendement van ca. 11% in 1986 gunstig worden genoemd.

Voor 1987 zijn de verwachtingen voor de netto-winstontwikkeling in de nijverheid wat minder positief. Bij een toegevoegde waarde die ongeveer gelijk blijft, zal het beslag erop toenemen. De geringe daling van het rentelastenbeslag weegt namelijk niet op tegen het flink stijgende beslag van de loonkosten. Deze factoren en de lastenverzwarende begrotingsmaatregelen, leiden tot een daling van de netto winst in guldens. Bij een positieve, maar geringere groei van het eigen vermogen dan in 1986 zal dit ook enige daling van het netto rendement van het eigen vermogen tot gevolg kunnen hebben. Gerelateerd aan de rendementen op de obligatiemarkt, is een rendementsniveau van ongeveer 9% in de nijverheid in 1987 zeker niet slecht te noemen.

Simulaties met enigszins andere veronderstellingen wijzigen de negatieve trend voor 1987 niet substantieel. Aan de omzetskant moet een flinke verbetering ontstaan wil de winstgroei in guldens positief worden. Anderzijds leidt een geringe daling van de bruto marge of stijging van de loonkosten tot verdere verslechtering.

De conclusie lijkt dan ook gerechtvaardigd dat alhoewel in 1987 de netto winst in de nijverheid enigszins onder druk kan komen te staan het rendementsniveau, zowel ten opzichte van het begin van de jaren tachtig als ten opzichte van het huidige obligatierendement, behoorlijk blijft.

R. den Besten

De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.