



# De betrekkelijkheid van het winstherstel

DRS. P. A. HAAL\*

## Inleiding

Gezien het toenemend aantal positieve berichten over de winsten bij het bedrijfsleven is het nuttig om het winstverloop nader te onderzoeken. Aan de hand van twee methoden kan inzicht worden verkregen in de winstontwikkeling. Het Centraal Planbureau (CPB) aggregiert de toegevoegde waarden van alle bedrijven en brengt daar vervolgens een aantal berekende dan wel werkelijke kostencomponenten op in mindering. Uiteindelijk resteert dan een winst. Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) daarentegen geeft op basis van jaarverslagen en enquêtes een beeld van het winstverloop. De laatste methode komt meer overeen met de werkelijkheid maar heeft als bezwaar dat slechts een beperkt deel van het totaal aantal ondernemingen in het onderzoek wordt betrokken.

Met behulp van beide genoemde bronnen wordt in dit artikel een beeld van de winstontwikkeling geschilderd. Met name wordt aandacht geschonken aan de oorzaken van het rentabiliteitsherstel, de vermogenspositie van het bedrijfsleven en aan de vraag of de rentabiliteit van het eigen vermogen weer voldoende is.

## De macro-economische winst

Het CPB maakt bij de beschrijving van de primaire-inkomensverdeling onder meer gebruik van de arbeidsinkomensquote (aiq). Deze quote geeft het aandeel van de factor arbeid in de toegevoegde waarde van bedrijven weer. Bij een groeiende aiq neemt het aandeel van de lonen, salarissen en sociale lasten in het nationale inkomen toe. In 1984 zal deze quote voor het eerst sinds twintig jaar met meer dan 1 procentpunt afnemen. De afvlakking van de sterke groei van de aiq begon reeds in 1981. Dank zij de loonmatiging en de groei van de productie van bedrijven, zal deze quote nu daadwerkelijk dalen namelijk van 90,5 naar 88 1). Historisch gezien is dit nog steeds een hoog niveau. Als gevolg van de revisie van het statistisch materiaal door het CBS is een vergelijking met de jaren vóór 1977 minder exact maar grofweg kan worden gesteld dat het niveau van de aiq in 1984 overeenkomt met het niveau dat in 1975 werd behaald.

Bedacht moet worden dat in de jaren daarvoor al sprake was van een negatieve ontwikkeling als gevolg van de sterke loonstijgingen en de afwenteling van de collectieve-lastendruk op de bedrijfs-winsten. Hoewel de keuze van een referentiepunt arbitrair is, zou men zeer wel de gemiddelde aiq in de jaren zestig kunnen gebruiken voor een beoordeling van de hoogte van de aiq in 1984. De aiq bedroeg in de periode 1961 – 1970 gemiddeld 79 (vóór revisie) hetgeen aangeeft dat momenteel de aiq historisch gezien nog steeds een hoog niveau heeft.

Het complement van de arbeidsinkomensquote is de kapitaalinkomensquote, het kapitaalinkomen van de marktsector. Dit primair inkomen mag men niet gelijkstellen aan het winstinkomen van het bedrijfsleven. Om een beeld te krijgen van de winstontwikkeling bij het bedrijfsleven moet rekening worden gehouden met de overdrachten naar en van het bedrijfsleven (WIR-subsidies, belastingen) zodat het beschikbaar kapitaalinkomen kan worden afgeleid. Dit laatste omvat niet alleen ingehouden winsten maar ook dividenden, pachten, huren en rentebetalingen aan verschaffers van vreemd vermogen.

Ter benadering van de winst berekent het CPB het overig inkomen van de bedrijven om vervolgens dit overig inkomen te verdelen naar rente, arbeidsloon zelfstandigen, vennootschapsbelasting, buitenland enz. Wat uiteindelijk resteert zijn de reserveringen vennootschappen en „winst”. In tabel 1 wordt een overzicht gegeven van deze restgrootte in de periode 1977 – 1983.

Uit de tabel blijkt dat er sinds 1982 weer sprake is van een positieve ontwikkeling. Opvallend is het groeiend aandeel van de

reserveringen in het overige inkomen van de bedrijven na verdeling. Aan de verdeling van het overig inkomen van de bedrijven door het CPB zijn enkele bezwaren verbonden. Deze is namelijk nogal gekunsteld door de berekening van het loon toegerekend aan zelfstandigen en de schatting van de afschrijvingen. De berekening van het loon van zelfstandigen draagt een enigszins arbitrair karakter omdat men uitgaat van een gemiddeld looninkomen per werknemer. Een realistischere schatting van het loon van zelfstandigen zou dan ook tot een ander beeld van de winst leiden. De afschrijvingen van het bedrijfsleven worden door het CPB op basis van de vervangingswaarde geschat hetgeen in werkelijkheid niet overal wordt toegepast. Bovendien kunnen afschrijvingen, bij voorbeeld op grond van fiscale overwegingen, van een andere omvang zijn dan het bedrag dat door het CPB wordt bepaald. Tevens kunnen er meetverschillen in het restant zijn opgenomen, waardoor een onjuist beeld van de winstontwikkeling wordt verkregen. Twee CBS-statistieken (*De resultaten van de beurs N.V.'s* en *Financiën van ondernemingen Nijverheid* (met een bilanstotaal groter dan f. 10 mln.) komen aan deze bezwaren tegemoet en geven een meer waarheidsgetrouw beeld van de winstontwikkeling in een aantal sectoren.

## De resultaten van de beurs-NV's

Uit de gegevens van de NV's die op de beurs staan genoteerd, blijkt dat deze ondernemingen in 1983 een aanzienlijke winststijging hebben gerealiseerd. Nam de netto winst in 1982 ten opzichte van het jaar daarvoor nog af met 2,2%, in 1983 groeide de netto winst met 31,6%. Voor de totaliteit van de beurs-NV's bedroeg de groei van de omzet in 1983 slechts 3,7% (1982: 2,3%; 1981: 17,4%). Opvallend in dit verband is de daling van de omzet bij de sector industrie: -1,3% (1982: 3,3%; 1981: 8,3%).

Gezien de geringe omzetstijging van alle beurs-NV's te zamen zijn het voornamelijk de kostencomponenten geweest die tot de resultatenverbetering hebben geleid. Dank

\* De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) Alle bedrijven met uitzondering van delfstofwinning, openbare-nutsbedrijven en exploitatie van woningen.

Tabel 1. Overig inkomen van bedrijven exclusief banken en woningbezit a) na verdeling, in mrd. gld. (afgerond a).

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Reserveringen vennootschappen en rest („winst”)	8	8,5	5	-0,5	-2	0,5	0,5
- reserveringen	8	7	6,5	4	3,5	4,5	6,5

a) De sector bedrijven wordt gecorrigeerd voor banken en het woningbezit. Het overig inkomen van de banken wordt niet meegerekend omdat anders de invloed van de rentelasten op de winsten van bedrijven minder zichtbaar wordt. Het overig inkomen van het woningbezit wordt in de nationale rekeningen toegerekend aan het bedrijfsleven terwijl in werkelijkheid een groot deel van dit inkomen toevalt aan particulieren.

Bron: CPB.

zij een gematigde loonontwikkeling, lagere rentelasten en een geringer beslag van de belastingen nam het rendement op het eigen vermogen toe van gemiddeld 9,7% in 1982 tot 11,7% in 1983. Het beeld van deze statistiek wordt echter door de „internationals” (Koninklijke Olie, Unilever, Philips, AKZO en Hoogovens) vertekend daar ruim 90% van de netto-winststijging door alleen deze bedrijven werd gerealiseerd.

Gemiddeld lag het rendement op het eigen vermogen van de „internationals” (12,9%) in 1983 historisch gezien op een hoog niveau. Ook in de sector industrie is sprake van een rentabiliteitsstijging. De rentabiliteit van het eigen vermogen van de sector industrie (8,8%) is de afgelopen vijftien jaar nog nooit zo hoog geweest. Na twee jaren van verlies realiseerde de sector handel weer een winst waardoor de rentabiliteit op het eigen vermogen in deze sector sterk is toegenomen: van -0,2% in 1982 tot 8,0% in 1983. Allen in de sector scheep- en luchtvaart was er in 1983 sprake van een verslechterende resultatenontwikkeling. De winst nam af van f. 171 mln. in 1982 tot f. 56 mln. in 1983. De rentabiliteit daalde van 4,0% tot 1,3%.

Wanneer we de gegevens van de beurs-NV's overzien, kunnen we concluderen dat uitgezonderd de scheep- en luchtvaart de resultaten in 1983 sterk verbeterd zijn. Voor een oordeel over de financiële situatie van het bedrijfsleven is het noodzakelijk om naast de winstontwikkeling ook een indruk te krijgen van de vermogenspositie van de ondernemingen. Immers, het eigen vermogen dient niet alleen als buffer voor risico's in de bedrijfsvoering maar ook voor het aantrekken van vreemd vermogen. In concreto gaat het om de vraag hoe het eigen vermogen zich tot het totale vermogen verhoudt.

De vermogenspositie van het bedrijfsleven is in de jaren zeventig als gevolg van de afwenteling van de collectieve-lastendruk op de bedrijfswinsten, hogere loon- en rentelasten en ruilvoetverliezen danig verzwakt. Deze ontwikkeling kunnen we in tabel 2 zien. Voor alle beurs-NV's te zamen blijkt dat in 1981 en 1982 weer enig herstel is opgetreden in de solvabiliteitspositie. In de jaren zestig was het niveau van de solvabiliteit echter aanzienlijk hoger. Wanneer tevens rekening wordt gehouden met het feit dat de risico's voor de ondernemer sinds die tijd sterk zijn toegenomen is de conclusie gerechtvaardigd dat de vermogenspositie van het bedrijfsleven nog steeds zwak is. De sectoren industrie en „internationals” lopen wat betreft de ver-

Tabel 3. De netto winst van de grote industriële ondernemingen, in mrd. gld.

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Eigen vermogen	55,4	57,1	62,2	68,0	73,2	74,8	79,5
Netto resultaat	2,6	2,8	5,5	3,1	3,6	3,8	7,2
Ingehouden winst	0,9	1,0	2,6	0,8	1,1	1,0	3,7
Rendement in procenten van het eigen vermogen	4,8	5,0	8,8	4,6	4,9	5,1	9,0
Solvabiliteit	36	36	34	34	35	35	36

Tabel 4. Procentuele verdeling van de toegevoegde waarde sector nijverheid in de periode 1977 - 1983

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Lonen en salarissen	75,5	74,7	70,9	73,4	72,8	72,7	69,4
Saldo van betaalde en ontvangen rente	5,2	5,5	5,5	6,4	6,6	6,0	5,2
Afschrijvingen	13,6	13,7	12,9	13,3	13,7	14,0	14,4
Belastingen	2,6	3,3	4,8	3,8	3,4	3,4	3,8
Nettowinst	5,7	5,7	9,8	5,3	6,1	6,1	11,0

betering van de solvabiliteit voorop. Bij de sector handel begon de verbetering pas in 1983 en in de sector scheep- en luchtvaart nam de solvabiliteit verder af.

Bij het voorgaande is een drietal kanttekeningen te plaatsen. De beurs-NV's, in totaaliteit 118 ondernemingen in 1983, vertegenwoordigen slechts een beperkt deel van het bedrijfsleven. Bovendien bevinden zich binnen deze groep relatief veel ondernemingen die exporteren en het zijn met name deze bedrijven geweest die het eerst van het conjuncturele herstel hebben geprofitteerd. Ten slotte wordt, zoals al eerder vermeld, het gesignaleerde rendementsherstel gedomineerd door de goede resultaten van de internationals.

#### De resultaten van de grote industriële ondernemingen

Uit de voorlopige cijfers van de CBS-statistiek *Financiën van ondernemingen Nijverheid* blijkt dat de rentabiliteit van het eigen vermogen van de grotere industriële ondernemingen is toegenomen van 5,1% in 1982 tot 9,0% in 1983. Anders gezegd: de netto winst (bruto winst minus rentelasten en belastingen) uitgedrukt in procenten van het eigen vermogen is bijna verdubbeld. Dit laatste cijfer zegt op zich niet veel want deze verdubbeling had theoretisch gezien ook tot stand kunnen komen door een halvering van het eigen vermogen. Voor 1983 geldt echter dat het eigen vermogen, in vergelijking met de vijf jaren daarvoor, meer dan gemiddeld is toegenomen. Het netto resultaat is dan ook sterk gestegen (zie tabel 3). Opmerkelijk is het

feit dat in 1983 meer dan de helft van de netto winst werd ingehouden. In 1982 was dat nog maar een kwart. De solvabiliteit steeg mede daardoor in 1983 tot 36, waarmee het niveau van 1977 en 1978 wederom werd bereikt.

Uit welke factoren is de sterke rentabiliteitsverbetering in 1983 te verklaren? Daar de groei van de omzet van de betreffende industriële ondernemingen in vergelijking met vorig jaar zelfs minder is geweest, zijn het de kostencomponenten en de winsten uit deelnemingen geweest die tot de winstverbetering hebben geleid. Absoluut gezien nam de loonsom nauwelijks toe en uitgedrukt in een percentage van de toegevoegde waarde daalde deze van 72,7 in 1982 tot 69,4 in 1983 (zie ook tabel 4). In 1977 bedroeg dit percentage nog 75,5. De rentelasten namen af, enerzijds vanwege de daling van de rente, anderzijds als gevolg van een teruglopend aandeel van het rentedragend vreemd vermogen in het totale vermogen. Ondanks de verruiming van de vermogens- en voorraadafrek en de mogelijkheid om winsten fiscaal te compenseren met verliezen uit het verleden, steeg de belasting als percentage van de toegevoegde waarde. (Uitgedrukt in procenten van het resultaat voor belastingen daalde de belasting echter.) Voorts komt een fors deel van de netto-winststijging uit deelnemingen in buitenlandse-groepsmaatschappijen. Het resultaat uit deelnemingen bedroeg ruim 50% van het totale netto resultaat. „Internationals” en bedrijven die een deelneming van minder dan 100% in een buitenlands bedrijf hebben nemen dus een aanzienlijk deel van de totale winst in de sector nijverheid voor hun rekening. Deze ontwikkeling is al drie jaren gaande.

In alle bedrijfstakken was er sprake van een rentabiliteitsverbetering. De rentabiliteit steeg in de sector chemie bijzonder sterk namelijk van 4,6% in 1982 tot 13,1% in 1983. Was er in 1980 bij de sector bouw en hout nog sprake van een rentabiliteit van -1,5%, in 1982 was dit 7,3% en in 1983 10,6%. Het niveau van de rentabiliteit van het eigen vermogen in de sector metaal bleef sterk achter bij de overige sectoren (3,6%).

Aan de daling van de solvabiliteit in de

Tabel 2. De solvabiliteit gedurende de periode 1966 - 1983 a)

	1966	1970	1974	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Alle beurs-NV's	53	44	35	32	32	33	32	33	34
Internationals	56	46	38	35	35	36	35	35	36
Industrie	44	36	27	24	23	22	23	27	28
Handel	34	34	28	27	26	24	23	22	24
Scheep- en luchtvaart	50	47	38	40	37	35	35	33	31

a) De vermelde gegevens hebben niet betrekking op een constante groep van ondernemingen daar een aantal bedrijven failliet is gegaan dan wel gefuseerd is met andere ondernemingen. Desondanks is niet gekozen voor een tabel met een constante groep beurs-nv's omdat dan een eenzijdig beeld, namelijk van de sterkste ondernemingen, wordt verkregen.

sector metaal is nog steeds geen einde gekomen. Deze nam af van 45 in 1977 tot 42 in 1982 en 40 in 1983. De solvabiliteit in de chemie is in lijn met de afgelopen vijf jaar verder gestegen: in 1977 27 en in 1983 31. De verhouding eigen vermogen – totaal vermogen van de sector bouw en hout bleef ten opzichte van 1982 onveranderd op 26 en steeg in de sector voeding, landbouw en visserij van 41 in 1982 tot 43 in 1983.

## Conclusies

Zowel de gegevens van de beurs-NV's als van de grote industriële ondernemingen wijzen op een rendementsherstel. Wanneer deze gegevens worden geconfronteerd met het in vergelijking met 1982 constant gebleven overig inkomen (na verdeling) van alle bedrijven (exclusief banken) zoals door het Centraal Planbureau berekend, is het duidelijk dat deze restgrootte in andere sectoren moet zijn gedaald. Niet alleen tussen de sectoren maar binnen de sectoren is er sprake van een onevenwichtige winstontwikkeling. Een groot deel van de winststijging komt voor rekening van de „internationals" en ondernemingen die voor buitenlandse markten produceren. De resultaten van de grote ondernemingen in de sector nijverheid zijn bemoedigend. Wanneer de rentabiliteit op het eigen vermogen van de nijverheid in 1983 (9,0) echter vergeleken wordt met het gemiddeld rendement op staatsobligaties in 1983 (8,6%), met inachtneming van een risico-premie van ca. 2%, kan worden gesteld dat de kapitaalverschaffer in dat jaar beter af was met een meer risico-ongevoelige belegging in staatsobligaties.

De rendementscijfers zijn bovendien optisch „hoog" als gevolg van de nog steeds te lage solvabiliteit. Ondanks de gesignaleerde verbetering van de solvabiliteit bij de onderzochte bedrijven is de verhouding eigen vermogen – totaal vermogen historisch gezien erg laag. Op grond van toenemende onzekerheden in het ondernemingsklimaat en vanuit het oogpunt van het aantrekken van vreemd vermogen ter financiering van investeringen is het noodzakelijk dat de vermogenspositie van het bedrijfsleven nog verder verstevigd wordt. Voor de versterking van de in de jaren zeventig verslechterde vermogenspositie van het bedrijfsleven is een verdergaand winstherstel dan ook onontbeerlijk.

**P.A. Haal**