



Het beroep van bedrijven op de kapitaalmarkt

DRS. F.L.D. NIVARD*

Inleiding

De Nederlandse kapitaalmarkt staat de laatste jaren in het teken van de omvangrijke financieringstekorten van de overheid. Ofschoon het tekort in 1984 in procenten van het netto nationale inkomen is teruggegaan, bereikte het beslag op de kapitaalmarkt middelen met ruim 70% een record. Net zo opvallend als het omvangrijke beroep van de overheid was de geringe vraag van de zijde van het Nederlandse bedrijfsleven, welke de laatste 2 jaar een dieptepunt bereikte 1).

De allesoverheersende positie van de overheid als vrager op de kapitaalmarkt had uiteraard zijn consequenties voor de beleggingspolitiek van de aanbieders. Dit gold met name voor de belangrijkste aanbieder partij: de institutionele beleggers. Deze belegden in 1984 maar liefst 59% van hun aanbod in de overheids sfeer. De keerzijde van deze politiek was dat de institutionele beleggers een relatief gering deel van de hun toevertrouwde middelen aanwendden voor andere beleggingsmogelijkheden, waaronder de kredietverlening aan bedrijven.

In het hierna volgende zal nader worden ingegaan op het kapitaalmarktberoep van bedrijven in de afgelopen 15 jaar. Eerst wordt stilgestaan bij de omvang van deze financieringsbehoefte, daarna bij de bereidheid van de aanbodpartijen op de kapitaalmarkt, en speciaal de institutionele beleggers, om in deze behoefte te voorzien. Tot slot komen enkele mogelijke toekomstige ontwikkelingen aan de orde. Nu de verwachting is dat de overheid in de komende jaren haar financieringstekort verder zal terugbrengen, rijst de vraag of het bedrijfsleven zijn beroep op de kapitaalmarkt zal uitbreiden en zo ja, wie de benodigde middelen zal verschaffen.

Kapitaalmarktberoep van bedrijven

Statistische gegevens over de omvang van het beroep van Nederlandse bedrijven op de binnenlandse kapitaalmarkt ontbreken helaas. De Nederlandsche Bank maakt in haar publikaties geen onderscheid tussen gezinnen en bedrijven afzonderlijk. Wel splitst de Bank dit beroep in diverse

categorieën, te weten: aandelen, obligaties, onderhandse leningen, hypothecaire leningen en onroerend goed. Wij beperken ons in het vervolg tot het beroep op financiële middelen en laten het onroerend goed buiten beschouwing.

Vast staat dat het beroep van gezinnen en bedrijven, dat geschiedt in de vorm van aandelen en obligaties, geheel betrekking heeft op bedrijven. Voor het overgrote deel van de onderhandse leningen geldt hetzelfde. Wanneer we uit de hypothecaire kredietverlening het beroep van gezinnen verwijderen, wordt een benadering verkregen van het beroep van bedrijven op de Nederlandse kapitaalmarkt. Daartoe wordt de hypothecaire kredietverlening gesplitst aan de hand van de verdeling van het bedrag van de jaarlijks nieuw ingeschreven hypotheek tusschen woonhuizen en overige gebouwen 2). Benadrukt dient te worden dat het aldus berekende beroep van bedrijven (zie tabel 1) niet meer dan een ruwe schatting is. Niettemin is de weergegeven trend duidelijk.

Uit de cijfers blijkt dat het beroep van bedrijven op de Nederlandse kapitaalmarkt, in absolute bedragen gemeten, gedurende de jaren zeventig is gestegen. Vanaf 1979 is er echter sprake van een scherpe daling. In absolute bedragen lag het beroep van bedrijven in 1984 zelfs beneden het niveau van 1970. Bij een verklaring van de omvang van het netto kapitaalmarktberoep van bedrijven zijn de ontwikkeling van de bedrijfsbesparingen en die van de netto bedrijfsinvesteringen van groot belang. Telt men bij het saldo van deze twee de netto kapitaaloverdrachten van de over-

heid op, dan verkrijgt men het financieringssaldo van bedrijven. Normaal gesproken zal er voor de bedrijvensector als geheel sprake zijn van een financieringstekort. Een dergelijk tekort hoeft niet per se tot vraag op de Nederlandse kapitaalmarkt te leiden. Bedrijven kunnen immers ook een beroep doen op een buitenlandse kapitaalmarkt, kort krediet opnemen of interesten op hun liquide activa. Niettemin zal een financieringstekort van bedrijven voor een belangrijk deel leiden tot vraag naar lange middelen op de Nederlandse kapitaalmarkt.

Exacte cijfers van het financieringssaldo van de bedrijvensector ontbreken door de statistische onmogelijkheid de sector gezinnen en bedrijven te splitsen. Toch is het mogelijk enige kwalitatieve opmerkingen te maken over de ontwikkeling in de afgelopen 15 jaar. In de jaren zeventig bleef de groei van de bedrijfsbesparingen achter bij die van de bedrijfsinvesteringen. Een groot deel van de investeringen moest gefinancierd worden met een beroep op externe middelen. Als gevolg hiervan liep het kapitaalmarktberoep in de eerste helft van de jaren zeventig sterk op. In de tweede helft was de groei van dit beroep meer gematigd. Waarschijnlijk speelde het investerings-subsidiebeleid van de overheid hierbij een rol. Neemt men de som van belastingverminderingen, subsidies, kredieten en deelnemingen, dan steeg de totale steun van de overheid aan het bedrijfsleven van f. 565 mln. in 1973 tot f. 7.133 mln. in 1980 3).

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

1) Bedoeld wordt in dit artikel steeds het *netto* aanbod en de *netto* vraag, d.w.z. het bruto aanbod van financieringsmiddelen minus ontvangen aflossingen resp. de bruto vraag naar financieringsmiddelen minus betaalde aflossingen.

2) Deze methode werd ook toegepast door P.D. van Loo, *Schuldfinanciering en liquiditeitsbezit van bedrijven op macro-economisch niveau*, in: *Financiering en belegging, stand van zaken anno 1982*, Rotterdam, 1982.

3) Cijfers ontleend aan Tweede Kamer, vergaderjaar 1984-1985, 17 817, nr. 43. Tot belastingverminderingen worden gerekend die overdrachten aan bedrijven welke worden verrekend via inkomsten- en vennootschapsbelasting (WIR, vervoegde afschrijvingen, winst-, vermogens- en voorraadaftrek, zelfstandigenaftrek).

Tabel 1. Benaderd beroep van bedrijven op de kapitaalmarkt (in mln. gld.), excl. onroerend goed

Jaar	Bedrag	In procenten van het kapitaalmarktberoep	Jaar	Bedrag	In procenten van het totaal kapitaalmarktberoep
1970	5.463	42,0	1978	12.038	23,0
1971	6.773	42,7	1979	11.489	25,1
1972	9.456	43,2	1980	9.729	20,7
1973	9.348	45,1	1981	8.883	21,4
1974	9.639	43,0	1982	9.942	20,5
1975	10.403	35,9	1983	5.186	10,3
1976	10.727	29,7	1984	4.767	10,5
1977	9.199	19,9			

Bron: Berekend uit jaarverslagen van De Nederlandsche Bank en *Maandstatistiek Financieuzen* van het CBS.

Bezien over de gehele jaren zeventig leidde uitholling van de winsten van Nederlandse bedrijven tot een grotere afhankelijkheid van externe middelen bij de financiering van de verslechtering van de solvabiliteit van Nederlandse bedrijven. Zo nam bij beurs-NV's (excl. internationals) het vreemd vermogen als percentage van het balanstotaal toe van 65 in 1970 tot 77 in 1980. Soortgelijke cijfers zijn voor de totale bedrijvensector niet te geven, maar het zal duidelijk zijn dat het beeld hetzelfde is.

In de scherpe recessie, welke na de tweede oliecrisis in 1979 inzette, is het kapitaalmarktberoep van bedrijven teruggelopen. Belangrijke oorzaak was de sterk verminderde investeringsbereidheid van bedrijven. Daarnaast was de animo van de aanbodpartijen op de kapitaalmarkt om middelen aan het bedrijfsleven te verschaffen zeer gering. Door de verslechterde rentabiliteit en solvabiliteit van veel bedrijven waren de debiteurenrisico's immers sterk toegenomen.

Sinds 1983 is een herstel van de bedrijfs-winsten opgetreden. Het kapitaalmarktberoep van bedrijven nam verder af. Bedrijven gebruikten de uit de toegenomen winst verkregen middelen vooral om schulden af te lossen of hielden deze middelen in liquide vorm aan. Als gevolg hiervan gaf de solvabiliteit van Nederlandse bedrijven een duidelijke verbetering te zien. Beperken we ons weer tot de beurs-NV's (excl. internationals) dan nam het aandeel van het vreemd vermogen in het balanstotaal af van 77% in 1980 tot 74% in 1983.

Bij de verbetering van de solvabiliteit speelde overigens ook de aandelenmarkt een rol. Door de hausse op de aandelenbeurs die eind 1982 inzette, zijn de mogelijkheden voor bedrijven om extern eigen vermogen aan te trekken verbeterd. Het totale bedrag van door Nederlandse (niet financiële) bedrijven geplaatste aandelen nam toe van een dieptepunt van f. 84 mln. in 1979 tot f. 1.153 mln. in 1984. In het eerste kwartaal van 1985 was de totale uitgifte f. 1.041 mln. bijna evenveel dus als in geheel 1984.

Aanbod op de kapitaalmarkt

De door bedrijven op de kapitaalmarkt aangetrokken middelen worden gevoed uit de besparingen van gezinnen en besparingen uit het buitenland. Het aanbod van buitenlandse besparingen op de Nederlandse kapitaalmarkt wordt bepaald door het niveau van de rente en inflatie ten opzichte van die in het buitenland en het vertrouwen van buitenlandse beleggers in de gulden. De gezinsbesparingen leiden slechts in beperkte mate tot direct aanbod op de kapitaalmarkt. Het totaal aan gezinsbesparingen valt uiteen in contractuele besparingen bij institutionele beleggers en vrije besparingen. De vrije besparingen worden onderscheiden in besparingen bij banken, aanwas van chartale en girale saldi, aflossingen op eerder opgenomen leningen en de netto aankoop van effecten. De besparingen bij institutionele beleggers en

Tabel 2. Verdeling van het kapitaalmarktaanbod van institutionele beleggers (in procenten van het totale aanbod)

	Levensverzekeringsmaatschappijen				
	1970-1975	1976-1981	1982	1983 a)	1984 a)
Vaste eigendommen	7,1	7,8	0,4	-10,8	0,9
Hypothecaire leningen	20,8	28,8	6,0	7,8	5,4
Effecten en onderhandse leningen	72,1	63,4	93,6	103,0	93,7
w.v.					
- overheid	1,4	28,1	81,0	52,6	46,6
- financiële instellingen b)	51,7	29,9	-40,2		
- niet-financiële bedrijven	18,0	2,9	39,6	41,9	40,1
- overig binnenland	—	2,3	-4,3		
- buitenland	1,0	0,2	17,5	8,5	7,0
	100	100	100	100	100
	Pensioenfondsen				
	1970-1975	1976-1981	1982	1983 a)	1984 a)
Vaste eigendommen	9,7	8,0	11,3	9,8	8,7
Hypothecaire leningen	2,1	3,7	8,3	3,5	1,0
Effecten en onderhandse leningen	88,2	88,3	80,4	86,7	90,3
w.v.					
- overheid	43,1	54,7	50,4	55,5	62,1
- financiële instellingen	13,1	21,7	-0,6		
- niet-financiële bedrijven	27,5	8,4	21,2	15,1	17,4
- overig binnenland	—	0,9	0,1		
- buitenland	4,5	2,6	9,3	16,1	10,8
	100	100	100	100	100

a) Cijfers over 1983 en 1984 zijn gebaseerd op een steekproef en dragen derhalve een voorlopig karakter.

b) Enige vertekening treedt op doordat hier tot 1980 deelnemingen en leningen in concernverband zijn inbegrepen.

Bron: CBS, *Beleggingen van institutionele beleggers en Maandstatistiek Financieringen*.

banken worden niet tot het aanbod op de kapitaalmarkt gerekend. Wel is het natuurlijk zo dat deze besparingen indirect tot aanbod leiden, namelijk voor zover de financiële instellingen de aan hen toevertrouwde middelen zelf uitzetten op de kapitaalmarkt. Het directe aanbod van gezinnen op de kapitaalmarkt bestaat uitsluitend uit de netto aankoop van effecten. De omvang van dit directe aanbod hangt af van een groot aantal factoren zoals de ontwikkeling van de beschikbare gezinsinkomen, de liquiditeitsvoorkeur en risicobereidheid van gezinnen, en het ecart tussen het rendement op de kapitaalmarkt en de rente op spaarrekeningen met vergelijkbare looptijd.

Zowel het aanbod van het buitenland als het (directe) aanbod van gezinnen kunnen in de loop der tijd sterk fluctueren, doch blijven relatief beperkt ten opzichte van het totale aanbod op de kapitaalmarkt. Bedrijven zullen daarom bij financiering met externe middelen vooral zijn aangewezen op de financiële instellingen. Binnen de groep van financiële instellingen vormen de institutionele beleggers (de levensverzekeringsmaatschappijen en de pensioenfondsen) de grootste aanbodpartij. Gemeten in procenten van het totale aanbod op de kapitaalmarkt nam hun aandeel toe van 44 in 1970 tot 60 in 1984. In absolute bedragen was er sprake van een toename van f. 6,7 mrd. in 1970 tot f. 29 mrd. in 1984.

Met behulp van tabel 2 is het mogelijk een beeld te vormen van het beleggingsgedrag van institutionele beleggers in de peri-

ode 1970-1984. De cijfers geven aan welke bijdrage de institutionele beleggers in deze periode hebben geleverd aan de lange financiering van het Nederlandse bedrijfsleven. Daarbij is de verdeling van het kapitaalmarktaanbod naar sectoren van bestemming alleen geschied bij financiering in de vorm van aandelen, obligaties en onderhandse leningen. Een zelfde verdeling is bij de vaste eigendommen en de hypothecaire kredietverlening op grond van de CBS-statistiek niet mogelijk. Aangenomen mag echter worden dat het overgrote deel van de door institutionele beleggers verstrekte hypothecaire leningen betrekking heeft op woninghypotheken en dus terecht komt bij de sector gezinnen.

Uit de cijfers van tabel 2 blijkt dat zowel de levensverzekeringsmaatschappijen als de pensioenfondsen in de tweede helft van de jaren zeventig het aanbod van lange middelen aan niet-financiële bedrijven relatief scherp hebben ingekrompen. Het aandeel van het aanbod aan niet-financiële bedrijven in het totale kapitaalmarktaanbod nam bij de levensverzekeraars af van 18% in de eerste helft van de jaren zeventig tot 2,9% in de tweede helft. Bij de pensioenfondsen was er een afname van 27,5% tot 8,4%. Kijkt men uitsluitend naar de particuliere bedrijven en laat men de overheidsbedrijven, de woningbouwverenigingen en de instellingen op het gebied van de gezondheidszorg en de maatschappelijke dienstverlening buiten beschouwing, dan is de afname nog markanter, namelijk bij levensverzekeraars van 7,8% in de periode

1970-1975 tot -5,5% in de periode 1976-1981 en bij pensioenfondsen van 13,5% tot -5,4%.

Bij beide groepen instellingen is er dus in de tweede helft van de jaren zeventig sprake van een negatief netto aanbod, wat niet anders wil zeggen dan dat de ontvangen aflossingen op uitzettingen bij particuliere bedrijven de verstrekking van nieuwe middelen in omvang overtroffen. De verklaring voor deze terughoudende opstelling ligt voor de hand. Vanzelfsprekend waren de lage rentabiliteit van veel bedrijven, de verslechterde vermogensverhoudingen en de daardoor toegenomen debiteurenrisico's de doorslaggevende factoren. Zowel de levensverzekeringsmaatschappijen als de pensioenfondsen gaven onder deze omstandigheden in nog sterkere mate dan zij voordien al deden de voorkeur aan risicomijdende beleggingen. Daarbij ging de interesse van de levensverzekerders uit naar (woning)hypotheken en de kredietverlening aan de overheid. Bij de pensioenfondsen werd naast de kredietverlening aan de overheid ook die aan de geldscheppende financiële instellingen sterk uitgebreid. Doordat de institutionele beleggers zich terugtrokken uit de lange kredietverlening aan particuliere bedrijven, waren de mogelijkheden voor het aantrekken van externe middelen voor deze bedrijven beperkt. Een aandelen- of obligatie-emissie was voor een slechts zeer beperkt aantal, rendabele ondernemingen weggelegd. De meeste bedrijven waren derhalve aangewezen op bankkrediet. Voor de slechtst draaiende ondernemingen was ook dit uitgesloten, tenzij aanvullende ondersteuning van de overheid werd verkregen.

Tot slot nog een aantal opmerkingen over de laatste drie jaar. Ofschoon de cijfers over deze periode nog onvolledig zijn is het toch aannemelijk dat de betrokkenheid van institutionele beleggers bij de financiering van bedrijven beperkt is gebleven. Hoewel in 1982 het aanbod aan niet-financiële bedrijven relatief sterk uitgebreid was, was het aandeel van de particuliere bedrijven daarin gering. Slechts 4,3% van het aanbod van levensverzekerders had betrekking op particuliere bedrijven. Bij de pensioenfondsen was dat 0,9%. Mede door de geringe vraag van bedrijven naar kapitaalmarkt middelen zal hier in 1983 en 1984 niet veel verandering in zijn gekomen.

Ook op een aantal andere terreinen waren de beleggingsmogelijkheden voor de institutionele beleggers de laatste jaren beperkt. De vraag naar hypothecaire leningen nam af, met name door de malaise op de woningmarkt, en op de onroerend-goedmarkt was een gebrek aan rendabele projecten. Ook het beroep van de geldscheppende financiële instellingen, dat in de tweede helft van de jaren zeventig tot grote hoogten was gestegen, bereikte een dieptepunt. De keuze voor sterke uitbreiding van de lange uitzettingen bij de overheid was bij gebrek aan alternatieve mogelijkheden dan ook min of meer noodgedwongen. Daaraan moet worden toegevoegd dat de keuze ook aantrekkelijk was door de hoge reële rente welke op beleggin-

gen in overheidsschuld kon worden gerealiseerd.

Toekomstige ontwikkelingen

De omvang van het kapitaalmarktberoep van bedrijven in de komende jaren hangt voor een belangrijk deel af van het toekomstige niveau van de bedrijfsinvesteringen, de beschikbaarheid van eigen financieringsmiddelen, en het investerings-subsidiebeleid van de overheid⁴⁾. Of er de komende jaren sprake zal zijn van een structurele groei van de bedrijfsinvesteringen wordt bepaald door een groot aantal factoren. Belangrijk is in ieder geval dat het huidige beleid van gematigde loonontwikkeling door werkgevers en werknemers wordt voortgezet, zodat de concurrentiekracht van Nederlandse bedrijven ten opzichte van hun buitenlandse concurrenten wordt behouden en zo mogelijk verder versterkt. Daarnaast zullen de afzetverwachtingen zich door een stijging van de reële besteedbare inkomens gunstig moeten ontwikkelen.

Gaan we uit van een structurele groei van de bedrijfsinvesteringen in de komende jaren, dan zal dit pas met enige vertraging leiden tot een toename van het beroep van bedrijven op de kapitaalmarkt. Op dit moment is de solvabiliteitspositie van veel bedrijven, ondanks de verbetering in de laatste jaren, nog onvoldoende. Bij de financiering van investeringen bestaat derhalve een voorkeur voor financiering uit eigen middelen boven een beroep op de kapitaalmarkt. Veel bedrijven beschikken op dit moment over een relatief ruime liquiditeitspositie. Deze bedrijven zullen, wanneer zij overgaan tot investeringen, eerst interen op hun liquide activa.

Als laatste factor die van invloed is op het toekomstig kapitaalmarktberoep van bedrijven noemen we het investerings-subsidiebeleid van de overheid. Onlangs sprak de Tweede Kamer zich uit voor een afschaffing van de zogenaamde „negatieve aanslag” in de huidige WIR. De effecten van een dergelijke maatregel op de vraag naar kapitaalmarkt middelen door bedrijven zijn moeilijk in te schatten. Enerzijds leidt een vermindering van netto kapitaaloverdrachten van de overheid aan bedrijven tot een grotere afhankelijkheid van andere financieringsbronnen. Anderzijds is het goed denkbaar dat van een beperking van investeringssubsidies een negatieve invloed uitgaat op de investeringen, waardoor de vraag van bedrijven op de kapitaalmarkt, ondanks de geringere subsidieontvangsten, niet toeneemt.

Naast de vraag naar de omvang van het kapitaalmarktberoep van bedrijven in de komende jaren is ook de vraag wie de benodigde middelen zal verschaffen interessant. Daarbij zijn de toekomstige aanbodverhoudingen op de Nederlandse kapitaalmarkt relevant. Vast staat dat de institutionele beleggers ook in de voor ons liggende periode de aanbodkant van de kapitaalmarkt zullen domineren. Van belang is hoe zij hun financieringsoverschotten zullen leggen. Uit het voorgaande is duidelijk

geworden dat zij zich de laatste jaren hebben geconcentreerd op activiteiten met een geringe risicograad met name de lange kredietverlening aan en onder garantie van de overheid. Indien de financieringstekorten van de overheid in de komende jaren verder afnemen, het herstel van de bedrijfsinvesteringen doorzet en de rentabiliteit en solvabiliteit van bedrijven zich bevredigend ontwikkelen, is het aannemelijk dat de institutionele beleggers zich weer zullen begeven op de markt voor de zakelijke kredietverlening, die zij in de jaren zeventig hebben verlaten. Dit impliceert dat de concurrentie op deze markt, zeker met de toetreding van de Postbank en enkele spaarbanken, sterk zal toenemen.

Conclusies

In de jaren zeventig is de rentabiliteit van Nederlandse bedrijven sterk verminderd, waardoor de afhankelijkheid van externe financieringsbronnen toenam. Doordat zowel institutionele als particuliere beleggers zich terughoudend opstelden, waren bedrijven voor hun additionele financiering aangewezen op bankkrediet of overheidssteun.

In de jaren tachtig nam het kapitaalmarktberoep van bedrijven sterk af. Zowel banken als institutionele beleggers breidden bij gebrek aan keus hun beleggingen in overheidsschuld sterk uit. Voor de toekomst wordt verwacht dat een opleving van de investeringen pas met enige vertraging leidt tot verhoging van het kapitaalmarktberoep van bedrijven. Doordat de risico's bij de kredietverlening aan bedrijven zijn verminderd zal de bereidheid van geldgevers om geld aan het bedrijfsleven te verstrekken toenemen. Hierdoor zal de concurrentie op de markt voor zakelijke kredietverlening verscherpen.

F.L.D. Nivard

4) Een financieringstekort van bedrijven kan geheel of gedeeltelijk worden gedekt door de netto opname van kort krediet. Een bespreking van determinanten welke ten grondslag liggen aan de keuze voor kortlopende dan wel langlopende financiering blijft hier achterwege.