

Rendementen die geen winsten zijn

1. Inleiding

Het artikel van drs. J. Keus dat is verschenen in *ESB* van 19 maart jl. kan als een welkome nieuwe bijdrage tot verruiming van de discussie over de verbetering van de rendementspositie van het bedrijfsleven worden beschouwd. Het is verheugend dat in toenemende mate bedrijfseconomische geluiden doorklinken in de discussie over dit onderwerp die tot voor kort leek te zijn gemonopoliseerd door de algemene economen. Het valt op dat de bedoelde bedrijfseconomische inbreng in hoofdzaak van *financieel*-economische oorsprong is. Dit kan althans worden gezegd van het artikel van prof. J. Vuchelen, *Kapitaalrendabiliteit en winstdaling in België (Maandschrift Economie, jg. 43, 1979, no. 9)*, van het van mijn hand in *ESB* van 12 december 1979 verschenen artikel *Interesttarieven, kostenvoeten en de rentabiliteit van ondernemingen*, en van het hierboven genoemde artikel van drs. J. Keus.

Doel van deze ingezonden reactie is enkele kanttekeningen te maken bij het onderzoek van Keus. Centraal in dit onderzoek staat de behoefte om de bruto winstgevendheid van het bedrijfsleven te splitsen in een aantal samenstellende componenten ter verbetering van het inzicht in de oorzaken van rendementsveranderingen. Datzelfde doel stond ook mij voor ogen bij het schrijven van het reeds genoemde *ESB*-artikel van 12 december jl. Keus denkt bij de term bruto winstgevendheid aan de kapitaalinkomensquote d.i. het bedrijfsresultaat in procenten van de netto toegevoegde waarde van een onderneming. In mijn artikel werd bruto winstgevendheid gedefinieerd als de bruto rentabiliteit, d.i. het bedrijfsresultaat in procenten van het totale geïnvesteerde vermogen van een onderneming. De splitsing is dienovereenkomstig verschillend. Keus splitst de kapitaalinkomensquote in een rentequote, een belastingquote en een winstquote. In mijn benadering werd de bruto rentabiliteit herleid tot een netto rentabiliteit over *eigen* vermogen door expliciet rekening te houden met het hefboom-effect van de vermogensstructuur, en de effectieve belastingdruk.

De conclusie van deze reactie zal zijn dat een bedrijfseconomische analyse van de rentabiliteit van het eigen vermogen

de voorkeur verdient boven een analyse van de kapitaalinkomensquote.

2. Verdrongen winsten?

Terecht kritiseert Keus de grote verwarring rondom het begrip „rendement” in diverse macro-economische en economisch-politieke publikaties. De kern van de verwarring is het identificeren van „rendement” met „netto winst”. De belangrijkste oorzaak voor deze verwarring is de onvoldoende aandacht van vele algemene economen voor de wijze van financiering van de activa van ondernemingen.

Aansluitend op deze kritiek signaleert Keus vervolgens de veranderingen die zich gemiddeld in de vermogensstructuur van ondernemingen in de richting naar meer vreemd vermogen hebben voltrokken. In directe samenhang daarmee bespreekt hij de stijging van de rentelasten voor ondernemingen. Ten slotte verbindt hij aan deze stijging onmiddellijk de conclusie dat de winsten gedaald zijn: „De hierboven genoemde factoren (de veranderde vermogensstructuur en de gestegen rentevoet) deden de rentelasten voor de ondernemingen stijgen en de winsten dalen” (blz. 338). Bij deze drietrapsredenering willen wij even stilstaan.

Vooreerst de veranderingen in de vermogensstructuur. Deze zijn onmiskenbaar en onomstreden.

De tweede trap in de redenering draagt twee elementen in zich, t.w. een volume-effect en een prijseffect. Het *volume*-effect heeft betrekking op de stijging van rentelasten als uitvloeisel van de stijging van de verhouding vreemd vermogen/totaal vermogen van ondernemingen. Tot zover is er sprake van substitutie van winst door rente. Dit is niets anders dan een afspiegeling van de gewijzigde balansverhoudingen. Het *prijseffect* heeft betrekking op wat Keus noemt de rentevoet. Deze zou in zijn visie om drie redenen zijn gestegen:

1. verschaffers van vreemd vermogen eisen een hogere risicopremie i.v.m. de relatieve daling van het eigen vermogen;
2. de doorwerking in Nederland van de gestegen rente in het buitenland;
3. de renteverhoging die is voortgevloeid uit het beleid van de centrale bank ter verdediging van de gulden.

Berekeningen onzerzijds hebben echter aangetoond dat de door Keus bedoelde rentevoetstijgingen vooralsnog geen neerslag hebben gevonden in de gemiddelde *kostenvoet* van vreemd vermogen. Deze kostenvoet is niet alleen *niet gestegen* maar zelfs enigszins *gedaald*, althans voor de sectoren handel, industrie, diversen, scheep- en luchtvaart (CBS-basiscijfers) in de periode 1974 t/m 1977. Voor meer details en een mogelijke verklaring voor dit opmerkelijke verschijnsel zij hier verwezen naar het reeds genoemde *ESB*-artikel van 12 december jl. De conclusie is dat van een *prijseffect* (te meten als *kosteneffect*) gemiddeld gezien niet kan worden gesproken 1).

Blijft over de derde trap van de redenering, i.c. de daling van de winsten als gevolg van de in gulden gestegen rentelasten. Uit het vervolg van het artikel van Keus begrijpen wij dat dit zo moet worden geïnterpreteerd dat de gestegen *rentequote* de *winstquote* heeft doen dalen. Hij spreekt in dit verband van „verdringing van winsten” door stijging van de rentelasten. Een daling van de winstquote kan vanzelfsprekend ook het gevolg zijn van een stijging van de arbeidsinkomensquote of van een stijging van de belastingquote 2). Waarom Keus met uitsluiting van de overige quoten nu precies de winst- en rentequote met elkaar vergelijkt is niet duidelijk. Het lijkt prematuur om van „verdringing van winst door rente” te spreken.

3. Verdringingscriterium

De door Keus genoemde „verdringing” van winst door rente wordt gemeten m.b.v. de veranderingen van de winstquote en de rentequote in de netto toegevoegde waarde. Maar zo er al sprake zou zijn van een dergelijke verdringing wat is dan haar betekenis? Ons inziens is deze betekenis uitermate beperkt omdat tegelijk met deze „verdringing” in de resultaten sfeer een verdringing in de balanssfeer heeft plaatsgevonden! Of de rentelasten ook zijn gestegen als percentage van het gemiddeld aanwezige vreemd vermogen, als gemiddelde kostenvoet dus, wordt door Keus niet becijferd. Toch is dit, bedrijfseconomisch

1) Voor verliesgevende althans niet-dividendbetalende ondernemingen kan en zal dit wellicht anders zijn. Vergelijk tabel 4 uit het artikel van Keus en tabel 2 uit mijn artikel.

2) Men bedenke dat de belastingquote is uitgedrukt in de netto toegevoegde waarde, dus niet in de fiscale winst. Veranderingen in de samenstelling van de netto toegevoegde waarde kunnen dus zeer wel tot een verandering in de belastingquote leiden.

gezien, het criterium bij uitstek voor het meten van een eventuele „verdringing” van winst door rente. Stijging van de gemiddelde kostenvoet van vreemd vermogen betekent ceteris paribus verdringing van relatieve winst door relatieve rente. Eerder (zie par. 2) zagen we dat deze gemiddelde kostenvoet *niet* blijkt te zijn gestegen. Als winsten zijn gedaald — in relatieve zin is dat stellig het geval (zie par. 4) — kan dat dus niet veroorzaakt zijn door een verandering van het hefboomeffect van de vermogensstructuur uit hoofde van kostenvoetstijgingen. Samenvattend zien we dus dat — zo al aannemelijk kan worden gemaakt dat de winstquote is gedaald onder invloed van een stijging van de rentequote — dit nog niet behoeft te impliceren en feitelijk ook niet impliceert dat van verdringing van relatieve winst door relatieve rente mag worden gesproken. De reden is dat aan het rekenen in termen van quoten in de netto toegevoegde waarde het bezwaar van een ontbrekende vermogensbasis kleeft. De netto toegevoegde waarde zelf kan die functie van vermogensbasis niet vervullen: het is zelf inkomen.

4. Gedaalde netto rentabiliteit over eigen vermogen

Het voorgaande mag zeker niet worden geïnterpreteerd als een ontkenning van de stelling dat de winsten relatief zijn gedaald. Deze daling heeft zich wel degelijk voltrokken, althans in de periode 1974 t/m 1977. De oorzaak moet echter niet worden gezocht in de gestegen rentelasten per eenheid vreemd vermogen maar in de gedaalde bruto rentabiliteit over het totale geïnvesteerde vermogen van ondernemingen (d.i. RBZ gedeeld door het totale geïnvesteerde vermogen). Hoe lang het bedrijfsleven er na 1977 in is geslaagd de kostenvoet van het vreemd vermogen constant te houden, kan bij gebrek aan statistisch materiaal niet worden overzien. De hoge tarieven van geld- en kapitaalmarkt in de afgelopen twee jaar maken het twijfelachtig of men een ontwikkeling in de richting van negatieve hefboomeffecten van de vermogensstructuur heeft weten te voorkomen.

5. Samenvatting

- Met de kern van het betoog van Keus kan volledig worden ingestemd. Dit is de stelling dat „de overheid bij haar beleidsbepaling, direct dan wel indirect, steunt op economische concepties en analyses die fundamentele veranderingen in vermogens- en vermogenskostenstructuren van ondernemingen versluieren”.
- Een analyse van de rendementspositie van ondernemingen in termen van quoten in de netto toegevoegde waarde schenkt geen aandacht aan de grootte van het ingezette eigen en

vreemd vermogen. Om die reden is een dergelijke analyse minder relevant. Een bedrijfseconomische rentabiliteitsanalyse die gebaseerd is op de hoeveelheid ingezet vermogen en daardoor de efficiency van het vermogensgebruik meet, verdient de voorkeur boven een verdelingsgerichte analyse van de netto toegevoegde waarde.

- Indien men winst relateert aan eigen vermogen en rente aan vreemd vermogen kan — zo blijkt uit empirisch onderzoek — niet worden gesproken van verdringing van winsten door rente, althans niet tot en met 1977. Wel kan dan worden geconstateerd dat de netto rentabiliteit is gedaald als gevolg van de gedaalde bruto rentabiliteit van het bedrijfsleven.

P. J. W. Duffhues

Naschrift

Evenals witte bloedlichaampjes (WB) een andere functie vervullen dan rode (RB), vervult winst (Z) een andere functie dan rente (R) en vennootschapsbelasting (B). Een patiënt met een tekort aan WB heeft niet veel aan de mededeling dat bij hem na enige tijd de som van WB en RB is toegenomen. Dat zelfde geldt m.m. voor het bedrijfsleven. Ook daar heeft de mededeling dat het kapitaalinkomen ($Z + R + B$) is toegenomen een beperkte betekenis. Immers, het denken in termen van kapitaalinkomen verluist de verandering van de samenstellende delen. Op de signalering van die verandering was mijn artikel speciaal gericht.

Ik ben de heer Duffhues erkentelijk voor zijn reactie op mijn artikel. Met de kern ervan is hij het eens. Graag wil ik reageren op enkele kritische opmerkingen van hem.

- Met de heer Duffhues ben ik van mening dat een daling van de winstquote ook een gevolg kan zijn van een stijging van de arbeidsinkomensquote. Dat ik desalniettemin spreek over verdringing van winsten door rente komt omdat ik — zoals hiervóór is aangegeven — het accent wilde leggen op veranderingen binnen het kapitaalinkomen. Met die verdringing wilde ik geen oorzakelijk, doch een functioneel 1) verband aangeven. Anders gezegd: winst is door mij als een restpost beschouwd; elke gulden toegevoegde waarde die geen winst is, heeft winst verdrongen.

• „Een analyse van de rendementspositie van ondernemingen in termen van quoten in de netto toegevoegde waarde” schenkt, volgens Duffhues, „geen aandacht aan de grootte van het ingezette eigen en vreemd vermogen”. Akkoord. Maar is daarom die analyse minder relevant? In elk geval is die analyse niet irrelevant. Immers, decenia lang heeft die analyse een rol gespeeld bij vraagstukken van inkomensverdeling. Een splitsing van de inkomens

in een aantal quoten (waaronder een winst-, rente- en een belastingquote) kan ook in de toekomst nuttige informatie verschaffen voor het oplossen van verdelingsvraagstukken. Uiteraard is een bedrijfseconomische rentabiliteitsanalyse eveneens belangrijk 2). Mijn voorkeur gaat derhalve uit naar een benadering waarin beide analyses worden gebruikt.

• Uit een onderzoek van Duffhues blijkt dat in de periode 1974-1977 de gemiddelde kostenvoet van vreemd vermogen bij een groot aantal beurs-NV's niet is gestegen. Dit is een belangrijke constatering. De betrokken ondernemingen hebben klaarblijkelijk kans gezien het niet expliciet rentedragende vreemde vermogen (voorzieningen, crediteuren e.d.) zodanig te vergroten dat de gemiddelde rentelast per gulden vreemd vermogen nagenoeg constant bleef. Terecht wijst de heer Duffhues in zijn artikel echter op de trage doorwerking van de vermogensmarktvariaties: aflossing van laagrentende leningen en vervanging door hoogrentende leningen zal in de komende jaren als zodanig de gemiddelde kostenvoet van het vreemde vermogen doen stijgen. Overigens is de door Duffhues beschouwde periode vrij kort. (Op basis van een door mij opgezette databank „Jaarrekeningen van beurs-NV's” over de periode 1971-1978, hoop ik binnen afzienbare tijd een onderzoek te publiceren dat over een langere periode de ontwikkeling van o.a. de kostenvoet van het vreemde vermogen analyseert.) Verder kan men zich afvragen of men bij de bepaling van de gemiddelde kostenvoet van het vreemde vermogen geen rekening moet houden met impliciete kosten van niet expliciet interestdragend vreemd vermogen.

J. Keus

1) Zie voor dit begrip: E. Nagel, *The structure of science*, 1979, blz. 77.

2) Daarop wees ik in mijn artikel, blz. 340, eerste alinea.