



De resultaten van de beurs-NV's en de aandelenhause

DRS. C. VAN DER POT*

Inleiding

Op de Amsterdamse effectenbeurs is sinds het derde kwartaal 1982 sprake van een ongekende hausse in de aandelensector. Zo stond aan het begin van het derde kwartaal 1982 de index „algemeen” op een stand van 89,2 (1970=100) terwijl op 29 december 1983 een (voorlopig) hoogtepunt werd bereikt op een stand van maar liefst 154,2. De index „algemeen” is een maatstaf voor de koersontwikkeling van alle op de Amsterdamse beurs genoteerde ondernemingen. Hoewel er binnen het geheel van deze ondernemingen natuurlijk ook fondsen zijn waarvan de koers zich minder goed heeft ontwikkeld (denk bij voorbeeld aan RSV) kan worden gesteld dat degene die medio 1982 „in de aandelen is gestapt” een zeer goede belegging heeft gedaan met een gemiddelde koerswinst van ca. 72% in anderhalf jaar tijd.

In dit artikel zal worden besproken welke factoren aan deze koersstijging ten grondslag hebben gelegen alsmede of deze hausse al dan niet door de huidige stand van zaken met betrekking tot de resultaten wordt ondersteund. Tevens zal de betekenis van de koersstijging voor de individuele onderneming worden bekeken.

Achterliggende oorzaken

In het algemeen kan worden gesteld dat de koersstijging van de aandelen op de Amsterdamse beurs het gevolg is van een drietal factoren. Deze drie factoren zijn:

- het verwachte economische herstel;
- de internationaal gezien lage prijs van de Nederlandse aandelen;
- de koersstijging van de aandelen op de beurs van New York.

Het verwachte economische herstel

Na een langdurige recessie brak in de loop van 1982 het besef door dat er tekenen van herstel waren, dan wel dat de voorwaarden voor dit herstel alom aanwezig waren. Na een periode van extreem hoge rentestanden in de wereld daalde de rente in 1982 internationaal fors. Bovendien was de inflatie internationaal sterk teruggelopen. Een lichte opleving manifesteerde zich het eerst in de VS in rentegevoelige sectoren als de woningbouw- en de duurzame-

consumptiegoederensector, daarbij gesteund door een verlaging van de directe belastingen. Met name in de VS heeft de beurs op dit (verwachte) economische herstel ingespeeld. De koersen schoten omhoog in anticipatie op een stijging van de winsten. Zo steeg de Dow Jones-index voor industriële fondsen van 784 midden 1982 tot ruim boven de 1270 eind 1983. Ook in Nederland drong het optimisme over winstherstel op de aandelenmarkt door. De aankondiging van verdere lastenverlichtende maatregelen voor het bedrijfsleven naast een verwacht internationaal economisch herstel leidde ook hier tot stijgende aandelenkoersen.

De lage prijs van Nederlandse aandelen

Internationaal gezien zijn de aandelen die op de Amsterdamse beurs zijn genoteerd goedkoop. De prijs van de aandelen wordt veelal uitgedrukt in het aantal malen winst per aandeel (de koers-winst-verhouding). In augustus 1982 bedroeg de koers-winst-verhouding in Nederland 4,8, terwijl de koers-winst-verhouding in de VS 7,2 bedroeg. De koers-winst-verhouding is echter ook indicatief voor de verwachting van de beleggers t.a.v. de ontwikkeling in de resultaten van de desbetreffende onderneming. Een lage koers-winst-verhouding kan dus betekenen dat de vooruitzichten van de onderneming niet al te best zijn.

De relatief lage prijs van de Nederlandse aandelen heeft er mede toe geleid dat buitenlandse beleggers zich in toenemende mate zijn gaan richten op de Nederlandse aandelenmarkt. Blijkens tabel 7.1 van het *Kwartalbericht 1983/2* van De Nederlandsche Bank steeg het bedrag van de netto aankopen van Nederlandse aandelen door buitenlandse beleggers van f. 533 mln. in 1981 tot f. 2.608 mln. in de periode juli 1982-juni 1983. Deze vergrote buitenlandse belangstelling voor Nederlandse aandelen heeft de koersen van de aandelen ongetwijfeld mede doen oplopen en heeft er toe geleid dat de achterstand t.o.v. de VS voor een groot deel is ingehaald. Begin december 1983 bedroeg de koers-winst-verhouding in Nederland 8,2 en in de VS 9,8.

De Amerikaanse beurs

Ten slotte heeft de koersstijging op de effectenbeurs van New York op tweeërlei

wijze bijgedragen aan de hausse in Amsterdam. In de eerste plaats leidde de koersstijging in Wall Street ertoe dat de Amsterdamse aandelen in eerste instantie relatief nog goedkoper werden. Een deel van de hiervoor gesignaleerde toename in de buitenlandse belangstelling voor Nederlandse aandelen is uit dit grotere koersverschil te verklaren. Het blijkt dat de toename van de buitenlandse belangstelling met name het gevolg is van vergrote aankopen door beleggers uit de VS. Ten tweede heeft de koersstijging in de VS ook het optimisme over het economisch herstel bij de Nederlandse beleggers doen toenemen.

De resultaten van de beurs-NV's over 1982

Uit het voorgaande blijkt dat de hausse op de verschillende effectenmarkten voor een groot deel het gevolg is van toenemend vertrouwen. De verwachting van verbeterde resultaten bij de ondernemingen bleek op zich al voldoende om de koersen te doen stijgen. Overigens heeft in de loop van 1982 en 1983 een aantal ondernemingen inderdaad goede resultaten behaald.

Onlangs heeft het CBS de balans en de resultatenrekening van een groot aantal beurs-NV's over 1981 en 1982 uitgebracht. Aan de hand van deze statistiek kan worden berekend hoe de ontwikkeling bij de verschillende groepen beurs-NV's in 1982 is geweest. Het CBS publiceert deze statistiek al geruime tijd, zodat een vergelijking met voorgaande jaren mogelijk is. Hierbij dient echter te worden aangetekend dat de beschouwde beurs-NV's niet ieder jaar dezelfde zijn. Zowel aantal als samenstelling wisselt in de loop der jaren. Over een langere periode bezien is het materiaal niet erg „hard”. Wel kunnen conclusies getrokken worden over de richting waarin de verschillende kengetallen zich bewegen. Het CBS heeft verleden jaar de balans en resultatenrekening van een constante groep beurs-NV's voor een aantal jaren doorgerekend. Ook een reeks met een constante groep beurs-NV's heeft bezworen. Daar alle beurs-NV's over de gehele periode een jaarrekening moeten hebben ingediend om in de statistiek te kunnen worden opgenomen, betekent dit dat alleen die ondernemingen zijn opgenomen die tussentijds niet failliet zijn gegaan. Op deze wijze wordt een beeld gegeven van de ontwikkeling van de sterkere ondernemingen, terwijl de statistiek met een wisselend aantal beurs-NV's gedurende een deel van de periode ook de later gefailleerde ondernemingen bevat.

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de AMRO-Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) Voor een overzicht van de resultaten over een langere periode zie: P.A. Geljon en D.M.N. van Wensveen, *Kapitaalmarktontwikkelingen en de positie van het bedrijfsleven, Rotterdamse monetair studies*, nr. 9; en C. van der Pot, *De jaarrekening van de beurs-NV's over 1980 en 1981*, ESB, 26 januari 1983.

Daar over 1982 nog geen cijfermateriaal van de constante groep beurs-NV's beschikbaar is, wordt in het onderstaande gebruik gemaakt van cijfers voor wisselende beurs-NV's. De cijfers over 1981 en 1982 zijn wel vergelijkbaar omdat zij betrekking hebben op dezelfde groep ondernemingen (zie tabel 1). In het onderstaande worden enkele saillante ontwikkelingen voor de verschillende beurs-NV's weergegeven waarbij de nadruk zal liggen op de ontwikkeling in de resultaten over 1982 1).

Tabel 1. De netto winst van de beurs-NV's in 1981 en 1982

	1981		1982	
	netto winst (in mln. gld.)	rendement op het eigen vermogen	netto winst (in mln. gld.)	rendement op het eigen vermogen
Internationals	7.251	11,4	7.006	10,5
Totaal handel, industrie en diversen	652	4,9	841	6,1
waarvan - handel	40	1,8	-5	-0,2
- industrie	559	5,3	798	7,2
Scheep- en luchtvaart	296	7,1	171	4,0
Alle ondernemingen	8.198	10,1	8.017	9,5

Het is opvallend dat de sector industrie opnieuw de netto winst fors wist op te voeren 2). In 1981 groeide de netto winst met 115%, terwijl in 1982 de netto winst toenam met bijna 43%. Met name in de sector industrie kan dan ook gesteld worden dat er sprake is van een fors (en langer durend) winstherstel. De daling van de winst in de handelssector heeft zich in 1982 voortgezet. De sector als geheel leidt thans netto zelfs een verlies. Hierbij dient te worden aangetekend dat de heterogeniteit in deze sector zeer groot is. Uit tabel 1 blijkt ten slotte dat de beurs-NV's exclusief de internationals (tevens exclusief bank- en verzekeringswezen) na belasting een winst maken van nauwelijks meer dan f. 1 mrd. De absolute omvang van de netto winst zegt echter op zich niet al te veel. Van veel groter belang is het rendement op het eigen vermogen.

Het rendement op het eigen vermogen ligt bij de internationals op een historisch gezien normaal niveau. Ronduit verontwaardigend is natuurlijk de rendementsontwikkeling bij de sector handel. Het rendement in de sector industrie heeft zich in 1982 alleszins bevredigend ontwikkeld. De scheep- en luchtvaartsector vertoont een scherpe terugval.

Het rendement op het eigen vermogen bij de internationals is vergeleken met het rendement op staatsobligaties (in 1982 ca. 10%) redelijk te noemen. Tevens kan worden opgemerkt dat het rendement in een belangrijke sector als de industrie fors is gestegen. Dit is des te opmerkelijker indien wordt bedacht dat in Nederland in 1982 beslist nog geen sprake was van conjunctuurherstel. Het duidelijkst manifesteert de economische stagnatie zich in de omzetcijfers. Voor de totaliteit van de beurs-NV's bedroeg de groei van de omzet in 1982 slechts 2,3% (1981: 17,4%). Voor de sector industrie bedroegen de cijfers respectievelijk 3,3% en 8,3%, en voor de

handel 3,6% en 4,4%. De winstverbetering bij de industrie is dan ook voornamelijk te danken aan sanering van het productieproces en een lagere rentestand. Deze twee effecten kunnen het best worden geïllustreerd aan de hand van de verdeling van de netto toegevoegde waarde (hier gedefinieerd als omzet minus goederenverbruik) van de verschillende sectoren (zie tabel 2).

Uit tabel 2 blijkt dat in de industrie zowel de post belastingen als rente alsmede

de lonen en salarissen relatief zijn gedaald. Over een iets langere periode bezien valt met name de post lonen en salarissen op. Deze bedroeg in 1980 voor de sector industrie nog ca. 81% van de netto toegevoegde waarde. Het in 1982 voortgezette beleid van loonmatiging heeft de rendementen in de industrie verbeterd. Ook de in 1982 sterk gedaalde rente heeft bij de meeste sectoren de resultaten positief beïnvloed. De belastingen ten slotte leggen in bijna alle sectoren een minder groot beslag op de netto toegevoegde waarde. De lastenverlichtende maatregelen van de overheid zijn hier waarschijnlijk mede debet aan. Daarnaast bestaat er de mogelijkheid dat de in het verleden opgebouwde fiscale verliescompensatie de belastingdruk in de verschillende sectoren heeft doen afnemen. De geaggregeerde cijfers geven hier geen uitsluitsel over. Voor wat betreft de resultaten over 1982 kan worden geconcludeerd dat aan het proces van teruggang een einde is gekomen (met uitzondering van de sector handel) en dat hier en daar tekenen van winstherstel zichtbaar zijn (industrie).

Voor 1983 zijn in het algemeen nog geen cijfers beschikbaar. De internationals echter hebben hun resultaten over de eerste negen maanden gepubliceerd. Uit de verschillende publikaties blijkt dat de netto winst

Tabel 2. Verdeling van de netto toegevoegde waarde over de diverse sectoren in 1981 en 1982

	Internationals		Handel		Industrie		Scheep- en luchtvaart	
	1981	1982	1981	1982	1981	1982	1981	1982
Lonen en salarissen	55,7	55,9	77,2	77,9	75,7	75,5	72,2	74,1
Saldo van betaalde en ontvangen rente	4,8	4,2	10,6	9,0	4,6	4,3	3,7	4,3
Afschrijvingen	11,0	12,2	7,3	7,8	11,1	11,4	17,0	18,1
Belastingen	18,9	19,1	2,9	2,7	3,5	2,7	1,8	0,8
Overig	-1,2	-1,6	1,1	2,7	1,5	1,1	-2,0	-1,5
Netto winst	10,8	10,2	0,9	-0,1	3,6	5,0	7,3	4,3

in de eerste negen maanden van 1983 bij vier van de vijf internationals is gestegen. In tabel 3 zijn de verschillende groeipercenages van de omzet en de netto winst van de vijf internationals weergegeven.

Uit tabel 3 blijkt dat de resultaten van de internationals in de eerste negen maanden van 1983 t.o.v. de overeenkomstige periode van 1982 aanmerkelijk zijn verbeterd. Alleen de resultaten van Hoogovens blijven onder druk staan. De algehele malaise op de internationale staalmarkt is hier debet aan. Een mogelijke verklaring voor de verbetering van de bedrijfsresultaten van de internationals zou kunnen zijn dat zij hebben kunnen profiteren van het in 1983 ingezette economische herstel in met name de Verenigde Staten. Daarnaast heeft de koersstijging van de dollar een gunstige invloed gehad op de resultaten.

In het *NRC Handelsblad* van 30 november 1983 zijn de tussentijdse resultaten, merendeels de halfjaarcijfers, van 100 beurs-NV's gepubliceerd. Voor een groot deel van deze beurs-NV's is de ontwikkeling van de Nederlandse markt van dominante invloed op de resultatenontwikkeling. Deze bedrijven hebben in veel mindere mate kunnen profiteren van het herstel van de economie in de VS. Naast de hierboven beschreven internationals hebben 76 beurs-NV's de omvang van de netto winst over een deel van 1983 bekend gemaakt. In

Tabel 3. Groei van de omzet en de netto winst in de eerste 9 maanden van 1983 van de internationals t.o.v. de overeenkomstige periode van 1982

	Omzet	Netto winst
Koninklijke Olie	12%	42,5%
Unilever	3%	2,0%
Philips	4%	9,7%
Akzo	4%	147,5%
Hoogovens	-8,7%	-224,2% ^{a)}

a) Voor belasting.

2) Het jaarlijks opnemen van andere beurs-NV's komt bij deze sector sterk naar voren. In de vorige statistiek van het CBS was bij voorbeeld RSV nog opgenomen in de sector industrie. In die statistiek groeide de netto winst van de industrie van f. 233 mln. in 1980 tot f. 500 mln. in 1981.

vergelijking met de overeenkomstige periode van 1982 tonen 55 bedrijven (72%) een stijging van de winst dan wel een teruggang van het verlies, 18 bedrijven (24%) een daling en bij 3 bedrijven (4%) blijft de winst onveranderd. Al met al lijkt de conclusie gewettigd dat ook de overige beurs-NV's in de eerste helft van 1983, ondanks het nog immer zwakke verloop van de conjunctuur in Nederland, betere resultaten hebben geboekt. Gezien de bovenstaande constateringen m.b.t. de groei van de winst kan worden geconcludeerd dat de beurs-NV's uit het financiële dal beginnen te komen. De stelling dat de beurskoersen op het herstel van de winsten van de beurs-NV's zijn vooruitgelopen wordt dan ook bevestigd.

De gevolgen van de koersstijging voor de individuele onderneming

De beurshausse heeft de beleggers veelal verblijd met een forse (boek)winst. Ook voor de individuele onderneming heeft een stijgende aandelenprijs gunstige gevolgen. Zoals in de inleiding al is gesteld, is de koers-winst-verhouding van de aandelen in Amsterdam fors opgelopen. Een hogere koers-winst-verhouding betekent dat de belegger bereid is genoegen te nemen met een lager (dividend)rendement. Nu is sinds augustus 1982 tevens de kapitaalmarktrente per saldo gedaald. Vast-rentend papier werd zodoende relatief minder aantrekkelijk ten opzichte van aandelen, zij het dat het rendement op obligaties (in de vorm van rente) nog steeds in de meeste gevallen boven dat van aandelen (in de vorm van dividend) ligt. Afgezien van het vraagstuk van de gewenste spreiding in de beleggingsportefeuille zal de belegger slechts met het geringere dividendrendement genoegen nemen indien hij een additionele vergoeding verwacht in de vorm van een koerswinst. Daarnaast spelen verwachtin-

gen mee m.b.t. de fiscale behandeling van aandelenbezit.

Het lagere dividendrendement op aandelen maakt het voor veel beurs-NV's aantrekkelijk om nieuw eigen vermogen aan te trekken ten einde de in het verleden scheefgetrokken vermogensverhoudingen weer enigszins te corrigeren. Voorwaarde voor de emittent om de emissie te doen slagen is dan wel dat er uitzicht kan worden geboden op koerswinst in de toekomst. Dit betekent dat met name de beurs-NV's die perspectief hebben, in toenemende mate in staat moeten worden geacht om nieuw eigen vermogen aan te trekken. In 1983 is dan ook een historisch gezien fors volume aan nieuwe aandelen geëmitteerd. In 1981 bedroeg het volume f. 81 mln. (exclusief financiële instellingen), hetgeen in 1982 terugviel tot f. 41,5 mln. In 1983 is echter tot op heden een bedrag geëmitteerd van maar liefst f. 680 mln. effectief.

Naast de directe emissie van aandelen is een aantal bedrijven ertoe overgegaan om aan uitgegeven obligaties en/of aandelen zogenoemde warrants te verbinden. Een warrant belichaamt het recht om gedurende een bepaalde periode één of verscheidene nieuwe aandelen te kopen tegen een van tevoren vastgestelde prijs (die boven de huidige beurskoers ligt). Bij een emissie met warrants kunnen twee aspecten worden onderscheiden:

- in geval van een obligatie-emissie met warrants kan de emittent een lagere couponrente bieden. Een deel van het rendement op de obligatie ligt immers besloten in de waarde van de warrant;
- de emittent kan zijn vermogensvoorziening op termijn reguleren. Dit is met name van belang indien de emittent grote investeringen pleegt die pas in een later stadium rendement opleveren. Een aandelenemissie zou de winst per aandeel kunnen doen verwateren en een emissie in de toekomst kan onzeker

zijn in geval van een slecht emissieklimaat.

De combinatie van een gunstig beursklimaat en betere toekomstverwachtingen voor de bedrijfsresultaten hebben ertoe geleid dat het volume van de emissies met warrants enorm is toegenomen. Het totale volume van de in 1983 geëmitteerde warrants (aantal aandelen \times uitoefeningsprijs) bedroeg ca. f. 550 mln., terwijl in 1982 geen enkele emissie met warrants plaatsvond. In hoeverre deze warrants ook daadwerkelijk zullen worden omgezet in aandelen zal moeten worden afgewacht.

Conclusie

De hausse op de aandelenmarkt kan worden gezien als een teken van vertrouwen van beleggers in de ontwikkeling van de resultaten van de beurs-NV's. Voorlopige cijfers duiden erop dat dit vertrouwen zeker voor 1983 niet ongegrond is geweest. De stijgende koersen leiden ertoe dat de sterkere, perspectief biedende ondernemingen meer en meer in staat moeten worden geacht om de in het verleden scheefgetrokken vermogensverhoudingen weer enigszins te corrigeren. Van een daadwerkelijke sanering van de vermogensverhoudingen en een substantieel herstel van de rendementen is echter in veel sectoren nog geen sprake. Met name in de sector handel liggen de rendementen nog veel te laag om van een herstel te kunnen spreken, terwijl de terugval bij de sector scheep- en luchtvaart zorgen baart.

C. van der Pot