

# De onschatbare waarde van het Rijk

C. Cools, H.A.A. Verbon en M.J.M. Verhoeven\*

**E**en staatsbalans die inzicht verschaft in de waarde van het totale rijksbezit is een onbereikbaar ideaal. Een vergelijking met de waardebepaling van ondernemingen leert dat er bij de overheid naar verbouding veel meer uitgaven zijn waar de markt geen waarde aan toekent en waarvan de opbrengsten moeilijk zijn te bepalen. De staatsbalans vormt daarom geen bruikbaar instrument voor de beoordeling van het begrotingsbeleid. Als alternatief wordt voorgesteld die activiteiten buiten de begrotingsnormering te houden, waarvoor de markt bereid is risicodragend kapitaal te verschaffen.

De staatsbalans mag zich in de afgelopen jaren verheugen in een sterk toenemende belangstelling van zowel economen als politici<sup>1</sup>. Voorstanders zien in de staatsbalans een uitstekend middel om de in de politieke besluitvorming verloren gegane aandacht voor het rijksbezit weer nieuw leven in te blazen. Zij beargumenteren dat door de huidige begrotingsnormering de politici eenzijdig gefixeerd zijn geraakt door het jaarlijkse (of, op zijn best, het vierjaarlijkse) financieringstekort. Hierdoor is, zo luidt de redenering, langzamerhand het rijksbezit uitgehold. Gat in de begroting door tegenvallende onderwijs- of WIR-uitgaven zijn gedekt met de verkoop van rijksbezit. Dit is gebeurd met rijksaandelen in DSM en de Postbank. Bovendien is het staatsbezit in omvang afgenomen doordat de rijksinvesteringen in procenten van het nationaal inkomen in de loop der tijd zijn gedaald. Ook hiervoor wordt het op de korte termijn gerichte begrotingsbeleid verantwoordelijk gehouden. Als niet gekeken wordt naar het effect van uitgaven op langere termijn zijn investeringen met hun meerjarig nuts karakter immers in het nadeel bij uitgaven waarvan het nut op korte termijn wordt gerealiseerd.

Ondanks de hernieuwde aandacht voor de staatsbalans bestaat er geen duidelijkheid over wat deze nu voorstelt en op welke wijze er informatie aan zou kunnen worden ontleend voor het te voeren begrotingsbeleid. In dit artikel willen wij hier nader op ingaan. Aangezien de balans een aan de bedrijfseconomie ontleend instrument is gaan we hierbij uit van de functie die de balans bij bedrijven vervult en de problemen die daar spelen bij de balansopstelling. Onze conclusie luidt dat een staatsbalans die inzicht verschaft in de waarde (mutaties) van het totale rijksbezit een onbereikbaar ideaal is. Als alternatief stellen wij voor te kijken naar dat deel van de rijksbezittingen waarvoor de markt bereid is risicodragend kapitaal te verschaffen. Dat deel zou buiten de afweging rond de rijksbegroting kunnen worden gehouden.

## De ondernemingsbalans

Ondernemingen streven in het algemeen naar een zo hoog mogelijke winst op lange termijn<sup>2</sup>. De jaarrekening, in het bijzonder de resultatenrekening, geeft aan in hoeverre dat doel in de betreffende periode is bereikt. Daarnaast bestaat een jaarrekening uit de balans, de toelichtingen op resultatenrekening en balans en soms een staat van herkomst en besteding van middelen.

De balans van een onderneming wordt bepaald op één moment en geeft een inzicht in de bezittingen (debet) en de samenstelling van het vermogen (credit) waarmee de bezittingen zijn gefinancierd. Het balanstotaal geeft aan wat de bruto (boek)waarde van de onderneming is. Na aftrek van het vreemd vermogen resteert het eigen vermogen, wat men

\* De auteurs zijn achtereenvolgens registeraccountant en verbonden aan de sectie Ondernemingsfinanciering, hoogleraar bij de sectie Openbare Financiën en Sociale Zekerheidseconomie en assistent in opleiding bij de sectie Openbare Financiën van de Katholieke Universiteit Brabant. Onze dank gaat uit naar J. de Haan, H.A. Keuzenkamp, P.W. Moerland, F. van der Ploeg, J.C.H.A.M. Ramaekers en de leden van de sectie Openbare Financiën die commentaar leverden op een eerdere versie.

1. Zie bij voorbeeld J. de Haan, De staatsbalans: wikkelen en wegen, *Openbare uitgaven*, 1989, nr. 1, blz. 31-36, C.A. de Kam, J. de Haan en C. Sterks, *De kerfstok van Nederland*, Amsterdam, 1990 en H.A. Keuzenkamp en F. van der Ploeg, Het grote onvermogen: een kritiek op de gangbare analyse van de overheidsfinanciën, *ESB*, 4 juli 1990, blz. 608-612. In de politiek speelt met name de discussie over de sterk aan de staatsbalans verwante kapitaaldienst, zie de vraagpuntennotitie van de Commissie voor de Rijksuitgaven (Kamerstuk 21 616) en de *Miljoenennota 1991*, blz. 38-39.

2. Zie bij voorbeeld P.W. Moerland, *De overnemingsmarkt: theorie, empirie en regelgeving*, Vuga, Den Haag, 1989 en C. Cools, Financiële topmanagers over hun vermogensstructuur, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 65, nr. 3, maart, 1991.

	1979	1989
<b>Activa</b>		
Kas-, bank en giroaldi	3195	994
Vorderingen	89.437	127.405
Deelnemingen	37.045	75.766
(On)roerende goederen	81.950	131.500
Rest	77	78
<b>Totaal</b>	<b>211.704</b>	<b>335.743</b>
<b>Passiva</b>		
Schulden en verplichtingen	127.131	343.973
Reserve waardeveranderingen	54.040	96.765
Saldo	30.533	-104.995
<b>Totaal</b>	<b>211.704</b>	<b>335.743</b>

**Tabel 1. De staatsbalans (in mln. gld., per ultimo)**

zou kunnen noemen de netto (boek)waarde van de onderneming; de waarde die volgens de boeken toekomt aan de aandeelhouders. De mutatie in het eigen vermogen van twee opeenvolgende balansen is gelijk aan het winstsaldo over de betrokken periode. De resultatenrekening geeft aan hoe de verandering in het eigen vermogen tot stand is gekomen. Voor onze discussie is het van belang dat uitsluitend die bezittingen worden geactiveerd (als bezit op de balans gezet) die ook in de toekomst nog een bijdrage zullen leveren aan de realisatie van het ondernemingsdoel, winstmaximalisatie. Het gaat dus om die bezittingen die in de toekomst nog opbrengsten met zich meebrengen. De activering van de bezittingen vindt deels plaats op basis van conventies en deels op basis van subjectieve oordelen van het management. De conventies betreffen allereerst de keuze van de waarderinggrondslagen. Vaak waardeert men de activa op basis van historische kosten. Idealiter echter dienen hiervoor de huidige marktprijzen van de activa te worden genomen. Dit is gebaseerd op het idee dat het marktmechanisme ervoor zorgdraagt dat deze prijzen een weerspiegeling zijn van de waarde van de activa voor een onderneming, i.c. van de ermee verbonden toekomstige opbrengsten. Daarnaast gaat het bij de conventies om het voorzichtigheidsbeginsel (verlies nemen zodra het verschijnt en winst nemen pas op het moment van realisatie) en regels betreffende het al dan niet activeren van bezittingen. Human capital wordt bij voorbeeld nooit geactiveerd en uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling kunnen worden geactiveerd, maar worden meestal ten volle als kosten van de betreffende periode beschouwd. Subjectieve oordelen van het management spelen met name een rol bij de toepassing van de gekozen boekhoudconventies, zoals de waardebepaling van immateriële activa en de inschatting van de levensduur van gebouwen en machines. De boekwaarde zoals die tot uitdrukking komt in de balans, beoogt de werkelijke – dat is economische – waarde van de onderneming zo dicht mogelijk te benaderen<sup>3</sup>. De economische waarde of de marktwaarde (het produkt van de koers en het aantal aandelen) kan immers worden beschouwd als de netto contante waarde van de verwachte kasstromen die toekomen aan de aandeelhouders (dus na aftrek van rente en belastingen). Voor het gros van de

Nederlandse ondernemingen is echter geen marktwaarde bekend, zij moeten het stellen met hun boekwaarde. Met name voor de niet-beursondernemingen is het dus van belang dat de boekhoudconventies ervoor zorg dragen dat de boekwaarde de economische waarde (marktwaarde) zo dicht mogelijk benadert.

Toch bestaan er vaak discrepanties tussen de markt- en boekwaarde van een onderneming. Daarvoor zijn in hoofdzaak twee oorzaken aan te wijzen<sup>4</sup>. Op de eerste plaats beschikken ondernemingen over allerlei activa waarvan de economische waarde hoger is dan de boekwaarde, of die helemaal niet op de balans voorkomen, zoals in het geval van een oliebron die slechts voor de opsporingskosten op de balans staat of machines die zijn afgeschreven maar nog steeds functioneren. Een ander voorbeeld zijn immateriële activa, zoals uitgerechten die, omdat eenduidige en betrouwbare waarderinggrondslagen ontbreken, over het algemeen niet worden geactiveerd, maar die wel een grote waarde kunnen vertegenwoordigen. Dat dit in de papieren kan lopen blijkt uit het voorbeeld van Elsevier. Terwijl de marktwaarde van het eigen vermogen van deze onderneming ultimo 1989 meer dan vijf miljard gulden bedroeg, stond het eigen vermogen op dat moment voor slechts vijfhonderd miljoen in de boeken. Een tweede oorzaak voor het verschil tussen markt- en boekwaarde is het bestaan van monopoliewinsten door toetredingsbelemmeringen. Bij voorbeeld de belemmeringen om zelf over de capaciteiten van Karel Appel te beschikken zijn voor vrijwel iedereen eindeloos groot. Dit heeft als gevolg dat de optelsom van de actuele waarde van de verftubes, penselen, doek (dat is de boekwaarde; ervan uitgaande dat zijn opleiding van 1940 tot 1943 aan de Rijksacademie te Amsterdam al is afgeschreven) van een schilderij van Karel Appel veel lager is dan de marktwaarde van een 'Appel'. De marktprijs van olieverf komt immers niet tot stand op een markt van schilders als Karel Appel, maar op een markt waar amateurs een grote rol spelen.

### De staatsbalans

De staatsbalans wordt jaarlijks als bijlage bij de Miljoenennota opgenomen. Een verkorte versie daarvan is weergegeven in tabel 1. Op de huidige staats-

3. Uit recent interview-onderzoek onder leden van de raden van bestuur van vijftig beursfondsen, waaronder de dertig grootste (zie C. Cools, op.cit.), blijkt dat inderdaad slechts 10% de boekwaarde een relevantere maatstaf vindt voor de waarde van de onderneming dan de marktwaarde. Bovendien blijken vooral de ondernemingen wiens boekwaarde de marktwaarde het dichtst benadert het meest aan hun boekwaarde te hechten.

4. De soms grote discrepanties tussen boekwaarde en marktwaarde beginnen nu zelfs bij de traditioneel behoudende Nederlandse accountants en boekhouders tot een gevoel van onbehagen te leiden, getuige recente publikaties zoals Het naderende bankroet van het boekhouden; activering van merken stelt accountants voor groot probleem, *Account*, januari 1991, blz. 21-29; Afboeken goodwill flatteert cijfers; enige juiste methode: activeren en afschrijven, *FEM*, nr. 26, 15 december 1990, blz. 86-90; en F. Krens, Financiële bodybuilding en financial accounting-theorie, in *Maanblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 64, nr. 11, november 1990, blz. 491-495.

balans worden alleen kapitaaluitgaven geactiveerd: investeringen, deelnemingen en kredieten. Als waardeeringsgrondslag wordt voor de meeste activa de vervangingswaarde gebruikt. De twee belangrijkste activa-posten zijn de roerende en onroerende goederen en de deelnemingen. Tegenover de staatsbezittingen staat als grootste post aan de passiefzijde de uitstaande schuld op lange termijn. De post reserve waardeverandering en het balanssaldo vormen samen het eigen vermogen van de Nederlandse staat (dit wordt ook wel het netto vermogen genoemd). Deze reserve waardeverandering geeft de omvang weer van de geaccumuleerde 'winst' door het jaarlijks herwaarderen van de activa. De mutatie van het saldo van twee opeenvolgende balansen geeft aan in hoeverre tegenover de toename van de activa geen stijging van schulden of herwaarderingswinsten staan<sup>5</sup>.

In de vorige paragraaf hebben we gezien dat activa voor een bedrijf waarde vertegenwoordigen als daarmee in de toekomst opbrengsten gegenereerd kunnen worden. Analooq daaraan heeft staatsbezit (economische) waarde als dit in de toekomst de bereidheid oproept bij burgers en bedrijfsleven om ervoor te betalen. Dit kan direct, via de markt ofwel toepassing van het profijtbeginsel (direct renderende uitgaven), of indirect, via vergroting van de belastingbasis of de bereidheid om een hoger belastingtarief te accepteren (indirect renderende respectievelijk duurzaam-nutsuitgaven). De waarde van het rijksbezit is derhalve gelijk aan de contante waarde van de inkomsten die het naar verwachting in de toekomst zal genereren.

Wanneer we de staatsbalans in de huidige opzet bezien dan blijken daarop (net zoals bij ondernemingen) niet alle waardevolle bezittingen uit indirect renderende en duurzaam-nutsuitgaven voor te komen. De ontbrekende activa zijn voornamelijk immateriële activa, zoals de investeringen in human capital via het onderwijs. Bovendien kunnen wat betreft de wel geboekte activa vraagtekens worden gezet bij de huidige waarderingsgrondslag, te weten de vervangingswaarde<sup>6</sup>. Voor staatsbezittingen die op dezelfde wijze tot inkomsten leiden als bedrijfsbezittingen, zoals deelnemingen, kan met deze waarderingsgrondslag de werkelijke waarde goed worden benaderd. Maar voor activa uit indirect renderende en duurzaam-nutsuitgaven ligt het niet in de rede dat de contante waarde van de verwachte belastingopbrengsten op een eenduidige manier zal samenhangen met de vervangingswaarde van deze goederen. Deze waarde weerspiegelt immers, zoals we gezien hebben, de toekomstige opbrengsten die ermee op de markt verkregen kunnen worden en niet de waarde die deze activa voor het Rijk vertegenwoordigt. De waardering van deze rijksbezittingen is te meer twijfelachtig omdat niet bekend is op welke wijze deze activa de (belasting)inkomsten van de staat beïnvloeden. Zo kan ook achteraf niet worden vastgesteld welk deel van de rijksinkomsten toe te schrijven is aan bij voorbeeld de uitgaven voor onderwijs uit het verleden. Zodoende biedt de staatsbalans in de huidige opzet onvoldoende houvast bij de bepaling van de totale economische waarde en het eigen vermogen van de Nederlandse staat.

## De staatsbalans en staatsschuld

In de huidige discussie wordt de staatsbalans met name gezien als een hulpmiddel bij de vraag in hoeverre uitgaven met schuld mogen worden gefinancierd<sup>7</sup>. De conclusie luidt dan dat schuldfinanciering in principe alleen mag worden aangewend voor de verwerving van geactiveerd c.q. activeerbaar staatsbezit, met andere woorden dat het eigen vermogen van het Rijk niet mag dalen. Dit staat van oudsher bekend als de gulden financieringsregel. Als de rijksbezittingen worden gewaardeerd op de contante waarde van de inkomensstromen die ermee kunnen worden verworven, geeft de omvang van het eigen vermogen van de staat aan in hoeverre de contante waarde van de verwachte inkomensstromen uit bezit de kosten van de uitstaande staatsschuld overtreft. Een daling van het eigen vermogen betekent dat de mogelijkheden voor de staat om in de toekomst opbrengsten te genereren voor het nakomen van de de schuldverplichtingen is afgenomen. Daardoor is ook de beleidsruimte voor het Rijk gekrompen; vroeg of laat zal het pad van de rijksuitgaven naar beneden moeten worden omgehoogd ten opzichte van de centrale projectie om een staatsfaillissement te vermijden.

De uit de balans af te leiden sterke daling van het eigen vermogen in het afgelopen decennium (zie tabel 1) zou dus gezien kunnen worden als een bewijs voor het tekortschieten van het begrotingsbeleid in deze periode. Echter, in de huidige opstelling van de staatsbalans kan de daling van het eigen vermogen puur het gevolg zijn van de onnauwkeurige waardering van de geregistreerde bezittingen, terwijl er bovendien een waardeverhoging van de niet-geregistreerde activa tegenover zou kunnen staan. Kortom, omdat de staatsbalans in de huidige vorm onbruikbaar is voor de bepaling van de waarde van het Rijk kan deze ook niet als instrument dienen voor de bepaling van de omvang van de gewenste schuld.

## Verbetering van de staatsbalans mogelijk?

Er zijn twee opties voor verbetering van de staatsbalans. Een groot probleem is, zoals we hebben gezien, dat voor vrijwel alle staatsactiva, wellicht met uitzondering van de deelnemingen, de markt geen indicatie verschaft over de waarde ervan voor het Rijk. Voor deze activa zou de waardebepaling kunnen geschieden door een rechtstreekse inschatting te maken van de toekomstige opbrengsten die aan dat staatsbezit verbonden zijn. Hierbij zullen subjectieve inschattingen per definitie een bepalende rol spelen. Dit impliceert dat de waardebepaling van

5. Voor een uitgebreidere beschrijving van de verschillende onderdelen van de balans, waarderingsgrondslagen en afschrijvingstermijnen, zie de meest recente toelichting op de staatsbalans (Kamerstuk 21 300, nr. 2) en J. de Haan, op.cit., 1989.

6. De staatsschuld is in de huidige staatsbalans op nominale waarde gewaardeerd. Deze zou echter op marktwaarde gewaardeerd moeten worden. Dat is immers de economische waarde van de staatsschuld; de staat kan voor die prijs zijn schuld terugkopen.

7. Zie bij voorbeeld C.A. de Kam, J. de Haan en C.G.M. Sterks, op.cit., 1990; J. de Haan, op.cit., 1989; en H.A. Keuzenkamp en F. van der Ploeg, op.cit., 1990.

dat staatsbezit zoals die in het politieke proces tot stand zou komen in beginsel oncontroleerbaar is. Er is, met andere woorden, een agency-probleem. De kiezers (huidige of toekomstige) kunnen niet precies nagaan in welke mate hun belangen door het beleid van de politici worden behartigd. Het inschakelen van onafhankelijke deskundigen als accountants of de Rekenkamer lost het agency-probleem bij de waardering van deze staatsbezittingen niet op omdat deze zich, bij gebrek aan een marktwaarde, evenals de politici zullen moeten baseren op subjectieve inschattingen van toekomstige overheidsinkomsten. Dit geeft de politiek in deze optie een grote manoeuvreerruimte die tot een ongewenste intertemporele afweging zou kunnen leiden. Het ligt immers voor de hand dat er een neiging bij politici zal ontstaan toekomstige inkomstenstromen, die verbonden zijn aan specifieke uitgaven, te hoog in te schatten zodat evenredig meer kan worden geleend en uitgegeven. Deze optie waarborgt derhalve niet dat de staatsschuld en het staatsvermogen zich parallel ontwikkelen.

De tweede optie is ingegeven door het feit dat de prijs waarvoor een aantal rijksactiva verkocht kunnen worden op de markt waarneembaar is. De private sector is, met andere woorden, bereid deze activa bij de produktie van goederen voor de markt in te zetten. Voor de betreffende bezittingen zou deze marktprijs als waarderingsgrondslag kunnen worden genomen. In deze optie mag in beginsel geleend worden voor activa waarvan de marktwaarde de waarde voor de overheid weerspiegelt, zoals bij deelnemingen, en voor overige activa tot aan de verkoopwaarde zo deze bestaat. Hieraan ligt een voorzichtigheidsbeginsel ten grondslag: omdat deze activa in ieder geval tegen de boekwaarde kunnen worden verkocht, mag er een even grote schuld tegenover staan. Een voordeel van een dergelijke schuldpolitiek is dat de vermogenspositie van het Rijk nooit wordt aangetast en dat derhalve de solvabiliteit van de staat te allen tijde gegarandeerd is. Bovendien zal een groot aantal trucs waarbij toekomstige inkomsten naar voren worden gehaald om de uitgavenruimte in het lopende jaar wat op te rekken niet meer effectief zijn. Zo dient het vervroegd innemen van toekomstige dividendontvangsten en koerswinsten door de verkoop van staatsdeelnemingen dan gepaard te gaan met een even grote verkleining van het toegestane leenbedrag.

Een bezwaar van deze waarderingsgrondslag is dat deze in het algemeen niet zal overeenstemmen met de economische waarde voor de staat in de vorm van verdisconteerde inkomensstromen. De marktprijs geeft weer wat een onderneming met het betreffende activum kan doen, en niet zozeer wat de waarde ervan is voor het Rijk. Bovendien zijn bij een dergelijke marktwaardebalans de activa waarvan de waarde alleen met subjectieve methoden te bepalen is, altijd in het nadeel in de afweging ten opzichte van de overige activa. Voor deze 'subjectieve-waarde-activa' mag immers niet geleend worden, terwijl de activa waarvan een boekwaarde te bepalen is wel buiten de afweging van de begrotingsruimte vallen. Hierdoor geeft het Rijk een voorrangbehandeling aan activa die weliswaar een zeker rendement kennen in geval van verkoop, maar waarvan het rendement voor de staat bij normaal ge-

bruik onzeker is. Een maximaal 'rendement' op de uitgaven van de staat biedt dit voorzichtigheidsbeginsel dus niet.

### **Implicaties voor het begrotingsbeleid**

Onze behandeling van de staatsactiva verschilt niet fundamenteel van de positie van de bedrijfsactiva. Ook daar wordt activering van bezit waarvan de marktwaarde niet waarneembaar is vermeden, hetgeen bij voorbeeld verklaart waarom immateriële activa in het algemeen niet worden geactiveerd. Het verschil is dat de staat relatief veel meer van dit soort niet verhandelbare activa bezit dan bij vele bedrijven het geval is. Voor sommige bedrijven geeft de markt een indicatie van de waarde van het bedrijf in de vorm van aandelenkoersen op de effectenbeurzen. De staat ontbeert een dergelijke indicatie ten ene male. Bovendien kan de wijze waarop inkomsten samenhangen met specifieke activa zowel vooraf als achteraf meestal niet worden vastgesteld bij de overheid. Dat maakt dat het onderscheid tussen investerings- en lopende uitgaven bij het Rijk niet te maken is. Het aanbrengen van een dergelijke scheiding door middel van een balans maakt de afweging van overheidsvoorzieningen ten opzichte van elkaar onzuiver en is derhalve niet gewenst. Om dezelfde reden geeft een balans al evenmin enig inzicht in de verantwoorde omvang van schuld-financiering.

Als we de huidige begrotingsindeling handhaven, resteert nog het in de inleiding vermelde bezwaar, namelijk dat het leidt tot de uitverkoop van staatsbezit. Dit kan gedeeltelijk verholpen worden door op een andere wijze met debudgetteringen om te gaan. Wij stellen voor om, in plaats van de huidige systematiek, alle middelen die de staat gebruikt voor de financiering van activiteiten waarvoor ook de markt risicodragend kapitaal (aandelen) verschaft te debudgetteren en buiten de genormeerde begrotingsruimte te laten. In de praktijk zullen vrijwel alle deelnemingen op deze wijze kunnen worden gedebudgetteerd, alsmede een deel van de kredietverlening. Ook een aantal activiteiten die door de staat in eigen beheer worden verricht, zouden wellicht gedebudgetteerd kunnen worden indien het voor de markt mogelijk wordt gemaakt om risicodragend kapitaal te verschaffen. Deze zal daartoe natuurlijk alleen bereid zijn als er sprake is van geormeerde inkomsten, zoals bij kredieten (studieleningen) en sommige infrastructuure werken. Het vertrouwen dat de markt uitspreekt in deze staatsactiviteiten blijkend uit de bereidheid om een deel van het risico op zich te nemen is de best mogelijke waarborg dat deze ook daadwerkelijk rendabel zullen blijken te zijn. Bovendien is het dan in principe onmogelijk de omvang van het debudgetteren bedrag te manipuleren. Kortom, op deze wijze kan op een verantwoorde wijze een einde worden gemaakt aan een groot aantal trucs die in de huidige begrotingspraktijk worden toegepast. De vervroegde aflossing van studieleningen en de verkoop van aandelen hebben onder deze debudgetteringsregel immers geen effect op het genormeerde niveau van de staatsschuld en het rijkstekort.

**Kees Cools**  
**Harrie Verbon**  
**Marijn Verhoeven**