

Verloop van de resultaten en van de financiële structuur van de ondernemingen in 2005

Frédéric Lagneaux
David Vivet*

Inleiding

Ieder jaar stelt de Nationale Bank in haar Economisch Tijdschrift van het vierde kwartaal de ontwikkelingen voor zoals die blijken uit de jaarrekeningen van de niet-financiële vennootschappen⁽¹⁾. In het najaar beschikt de Balanscentrale immers over een voldoende representatief staal van de jaarrekeningen die betrekking hebben op het jaar voordien. De op basis van dat staal getrokken conclusies kunnen dus met een vrij hoge mate van betrouwbaarheid worden geëxtrapoleerd naar het geheel van de onderzoeks populatie.

Traditiegetrouw bestaat dit artikel voornamelijk uit een analyse van het verloop van de resultatenrekening van de ondernemingen. De afgelopen jaren is deze studie geleidelijk aangevuld met een financiële en micro-economische analyse, niet alleen van de resultatenrekening, maar ook van de balans en van de bijlage bij de jaarrekeningen. Op basis van de resultaten van een intern voorspellingsmodel voor faillissementen, wordt sinds twee jaar ook een evaluatie voorgesteld van het financiële risico dat de ondernemingen lopen.

Dit artikel bestaat uit drie delen. In het eerste worden de gevolgde methodologie en het gebruikte staal in het kort beschreven. In het tweede worden de belangrijkste posten van de resultatenrekening geëxtrapoleerd. En in het derde, ten slotte, wordt de financiële situatie van de vennootschappen beoordeeld, in hoofdzaak hun rentabiliteit, solvabiliteit, liquiditeit en financieel risico.

1. Methodologie en constant staal

1.1 Kenmerken van de gebruikte gegevens en samenstelling van het constante staal

Sinds het einde van de jaren zeventig verzamelt de Balanscentrale ieder jaar de gegevens met betrekking tot de rekeningen van de niet-financiële vennootschappen. Hiertoe zijn de ondernemingen verplicht hun jaarrekeningen door middel van een gestandaardiseerd formulier in te dienen uiterlijk zeven maanden na de afsluiting van het boekjaar. Vervolgens worden de gegevens eventueel gecorrigeerd teneinde aan de vereiste kwaliteitsnormen te voldoen. Hierna kan, vanaf de maand september, een eerste analyse worden gemaakt. Vanwege de specificiteit van de gegevens die voor het laatst onderzochte jaar – in dit geval 2005 – beschikbaar zijn, rijzen evenwel ieder jaar twee vragen van methodologische aard.

Eenzijds is de populatie van de jaarrekeningen met betrekking tot 2005 onvolledig. Deze situatie heeft te maken met het feit dat tal van jaarrekeningen ofwel te laat worden ingediend, ofwel de rekenkundige en logische controles van de Balanscentrale niet doorstaan. Ieder jaar bedraagt het percentage van de op 31 augustus niet-neergelegde of onbruikbare rekeningen meer dan

* De auteurs bedanken hun collega's van de dienst Micro-economische analyse evenals Christine Muhl voor hun gewaardeerde medewerking.

(1) Pro memorie: deze analyse heeft betrekking op de statutaire jaarrekeningen, niet op de geconsolideerde jaarrekeningen. Aangezien de IAS/IFRS-normen momenteel slechts verplicht zijn voor deze laatste jaarrekeningen, heeft de invoering ervan geen invloed gehad op de in het kader van dit artikel voorgestelde gegevens.

20 pct.⁽¹⁾ Aangezien deze problemen voornamelijk betrekking hebben op eerder kleine ondernemingen, vertegenwoordigen deze ontbrekende rekeningen minder dan 10 pct. van de toegevoegde waarde van het geheel van de niet-financiële vennootschappen, wat een minder hoog maar toch niet te verwaarlozen percentage is⁽²⁾.

Anderzijds bevinden de ondernemingen die hun jaarrekeningen met vertraging ter beschikking stellen, zich in een structureel minder gunstige financiële positie dan de andere. In de vorige uitgaven van dit artikel werden de aanzienlijke verschillen die tussen de ondernemingen bestaan naargelang van het ogenblik waarop ze de jaarrekeningen indienen, reeds belicht: de ondernemingen die hun rekeningen met vertraging neerlegden, zijn veel minder liquide, minder solvabel en minder rendabel. Naar alle waarschijnlijkheid geven de momenteel voor 2005 beschikbare gegevens dus een te optimistisch beeld van de realiteit.

Als gevolg van deze dubbele vertekening zijn de gegevens voor 2005 niet rechtstreeks vergelijkbaar met die van de voorgaande jaren. Ten behoeve van de vergelijkbaarheid wordt de zogeheten methode van het constante staal gehanteerd. Het constante staal voor 2004-2005 bestaat uit de ondernemingen die zowel voor 2004 als voor 2005 jaarrekeningen hebben neergelegd, en die voldoen aan de volgende voorwaarden:

- de beide jaarrekeningen hebben betrekking op een boekjaar van twaalf maanden;
- de beide jaarrekeningen voldoen aan de kwaliteitsnormen van de Balanscentrale;
- de jaarrekeningen met betrekking tot het boekjaar 2004 zijn neergelegd vóór 31 augustus 2005;
- de jaarrekeningen met betrekking tot het boekjaar 2005 zijn neergelegd vóór 31 augustus 2006.

De methode bestaat erin de resultaten voor 2005 te extrapoleren op basis van de binnen het constante staal vastgestelde ontwikkelingen: de cijfers voor 2005 zijn verkregen door op de definitieve cijfers voor 2004 de binnen het staal opgetekende veranderingspercentages toe te passen. Men gaat dus uit van de hypothese dat de binnen het staal vastgestelde ontwikkelingen representatief zijn

(1) Pro memorie: dit percentage bedroeg op 31 december 2005 nog slechts 1 pct.

(2) Er zij bovendien opgemerkt dat ieder jaar een bepaald aantal vennootschappen geen jaarrekening indienen, hoewel zij daar wettelijk toe verplicht zijn. Het spreekt voor zich dat bij de vermelde percentages geen rekening is gehouden met deze vennootschappen.

(3) Artikel 15 van het wetboek van vennootschappen bevat nadere details over deze criteria. De criteria met betrekking tot de omzet en het balanstotaal werden recentelijk lichtjes herzien als gevolg van een Europese Richtlijn: voor de omzet is de drempel verhoogd van 6.250.000 euro tot 7.300.000 euro, en voor de balans van 3.125.000 euro tot 3.500.000 euro. Deze bedragen werden omgezet in Belgisch recht door het Koninklijk Besluit van 25 mei 2005 (Belgisch Staatsblad van 7 juni 2005). De nieuwe drempels zijn van toepassing op de jaarrekeningen afgesloten vanaf 31 december 2004. In het kader van het onderhavige artikel werden de gegevens uit het verleden die de ondernemingen indelen naar omvang, herzien om een vergelijking in de tijd mogelijk te maken, en dit door er de nieuwe criteria inzake omvang op toe te passen. De omvang van de door deze revisie teweeggebrachte wijzigingen, is gering.

voor de ontwikkelingen die een impact hebben gehad op de hele populatie. Zoals in de vorige uitgaven van dit artikel werd bevestigd, gaat deze hypothese grotendeels op, in die zin dat de ramingen – in de overgrote meerderheid van de gevallen – een goede weergave zijn van de richting en de omvang van de reële bewegingen.

1.2 Indeling naar omvang en bedrijfstak van de vennootschappen

De niet-financiële ondernemingen vormen een heterogene populatie waarbinnen zeer uiteenlopende ontwikkelingen kunnen worden vastgesteld. De tendensen zoals die naar voren komen uit de analyse van de globale resultaten, dienen bijgevolg te worden verfijnd met een studie naar de omvang en naar de bedrijfstak van de ondernemingen. Enerzijds verschillen de financieringswijze, en meer in het algemeen, de financiële situatie van de ondernemingen, naargelang het grote of kleine ondernemingen betreft. Anderzijds worden de ondernemingen geconfronteerd met voor iedere bedrijfstak specifieke conjuncturele achtergronden, die doorgaans tot uiting komen in het verloop van de jaarrekeningen.

Het onderscheid naar omvang is gebaseerd op de criteria die worden opgesomd in het Wetboek van Vennootschappen. Worden als grote ondernemingen beschouwd:

- de ondernemingen waarvan het jaargemiddelde van het personeelsbestand groter is dan 100 of
- de ondernemingen die meer dan één van de volgende criteria overschrijden:
 - jaargemiddelde van het personeelsbestand: 50;
 - jaaromzet, exclusief btw: 7.300.000 euro;
 - balanstotaal: 3.650.000 euro⁽³⁾.

De ondernemingen die deze criteria niet overschrijden, met andere woorden de kmo's, mogen hun jaarrekeningen volgens een verkort schema indienen, dit in tegenstelling tot de grote ondernemingen die verplicht zijn een volledig schema in te dienen. Niet alle kmo's maken evenwel gebruik van de hun toegestane faciliteit. Een en ander heeft tot gevolg dat de populatie van de volgens het volledige schema neergelegde jaarrekeningen niet alleen de jaarrekeningen omvat van de grote ondernemingen, maar tevens die van een groot aantal kmo's. Elk jaar heeft nagenoeg de helft van de ingediende volledige schema's betrekking op kmo's. Op basis van het type van schema dat wordt neergelegd, kunnen de ondernemingen bijgevolg niet nauwkeurig worden ingedeeld volgens hun omvang. Om die reden wordt sedert 2001 het onderscheid niet meer gemaakt op basis van het type van het neergelegde schema, maar wel op basis van de

strikte naleving van de criteria van het wetboek van vennootschappen. De kmo's die een volledig schema neerleggen, worden zodoende niet langer ondergebracht bij de populatie van de grote ondernemingen, maar in die van de kmo's⁽¹⁾.

Het onderscheid naar bedrijfstak, van zijn kant, is gebaseerd op de activiteitenomenclatuur Nace-Bel, die in België wordt gebruikt voor de meeste statistieken waarin een opsplitsing naar bedrijfstak wordt gemaakt. De samenstelling van de bestudeerde bedrijfstakken wordt voorgesteld in bijlage 1.

1.3 Representativiteit van het constante staal

Het constante staal voor 2004-2005 wordt voorgesteld in tabel 1. Het bestaat uit 149.818 ondernemingen, goed voor nagenoeg 57 pct. van de in 2004 neergelegde jaarrekeningen. Net als de vorige jaren, ligt de representativiteitsgraad in verhouding tot het balanstotaal beduidend hoger, aangezien hij 82 pct. overschrijdt. Dit kan worden verklaard door de traditioneel meer bevredigende representativiteit voor de grote ondernemingen dan voor de kmo's. In het staal voor 2004-2005 ligt de dekkingsgraad van de grote ondernemingen aldus 18 punten hoger wat het aantal ondernemingen en het balanstotaal betreft. De grote ondernemingen hebben immers een natuurlijke neiging om hun jaarrekeningen binnen een kortere tijdsperiode neer te leggen; zij worden bovendien specifiek opgevolgd door de Balanscentrale, die erop toeziet zo snel als mogelijk een hoge representativiteitsgraad te bereiken

in termen van toegevoegde waarde. Voornamelijk vanwege het overwicht van de grote ondernemingen heeft de verwerkende nijverheid overigens een hogere dekkingsgraad dan de niet-verwerkende bedrijfstakken.

2. Verloop van de belangrijkste componenten van de resultatenrekening

2.1 Globale ontwikkelingen en conjuncturele achtergrond

In 2005 bereikte de door de niet-financiële vennootschappen gecreëerde totale toegevoegde waarde, met andere woorden het verschil tussen de verkoopsopbrengsten en de kostprijs van de door derden geleverde goederen en diensten, bijna 145 miljard euro (tegen lopende prijzen). De toegevoegde waarde is in 2005 aldus met nagenoeg 4 pct. gestegen, wat neerkomt op een vertraging in vergelijking met het jaar voordien, toen de groei nog 6,6 pct. bedroeg (tabel 2).

Dit verloop, dat zich ook weerspiegelt in de nationale rekeningen, heeft zich voorgedaan tegen de achtergrond van een economische situatie die in 2005 minder gunstig was dan in 2004. Terwijl de bbp-groei (tegen vaste prijzen), na drie achtereenvolgende jaren van zwakke activiteitsexpansie, in 2004 fors was versneld tot een

(1) Voor meer details over deze indeling, zie het artikel gepubliceerd in het Economisch Tijdschrift van het vierde kwartaal van 2003.

TABEL 1 SAMENSTELLING EN REPRESENTATIVITEIT VAN HET CONSTATE STAAL 2004-2005

	Vennootschappen in het staal 2004-2005	Totaal van de niet-financiële vennootschappen in 2004	Representativiteit van het staal, in pct.
Aantal ondernemingen	149.818	264.666	56,6
Grote ondernemingen	6.117	8.171	74,9
Kmo's	143.701	256.495	56,0
Verwerkende nijverheid	13.832	22.897	60,4
Niet-verwerkende bedrijfstakken	135.986	241.769	56,2
Balanstotaal (miljoenen euro's)⁽¹⁾	784.833	952.928	82,4
Grote ondernemingen	667.035	777.749	85,8
Kmo's	117.798	175.179	67,2
Verwerkende nijverheid	220.466	226.719	97,2
Niet-verwerkende bedrijfstakken	564.367	726.209	77,7

Bron: NBB.

(1) Voor de vennootschappen uit het constante staal, is het in aanmerking genomen balanstotaal dat van 2004.

niveau van 3,0 pct., viel hij in 2005 terug tot 1,1 pct. In werkelijkheid is het vanaf eind 2004 en gedurende de eerste helft van 2005 dat de activiteit is vertraagd, als gevolg van de verzwakking van zowel de binnenlandse als de buitenlandse vraag.

De groei van de binnenlandse bestedingen is teruggelopen van 1,5 pct. in 2004 tot 0,9 pct. in 2005, vooral als gevolg van de verzwakking van zowel de particuliere consumptie als de brutovorming van vast kapitaal in de ondernemingen. De buitenlandse vraag, van zijn kant, werd enerzijds aangetast door de opflakking van de grondstoffenprijzen, in het bijzonder de olieproducten, en anderzijds door de beduidende appreciatie van de euro. Vanaf oktober 2005, toen de wisselkoers van de euro en de olieprijs geleidelijk minder gunstig werden en de groei zich in Europa herstelde, heeft de Belgische economie weer wat vaart gekregen. Onvoldoende evenwel om de vertraging van de voorgaande maanden te compenseren.

Door de toegevoegde waarde die een onderneming creëert, kan deze laatste haar bedrijfskosten dekken en, met de rest, een nettobedrijfsresultaat laten optekenen. Dit laatste is een maatstaf voor de lopende industriële en commerciële efficiëntie van de onderneming, los van haar financieringsbeleid en van eventuele uitzonderlijke elementen. De personeelskosten nemen van oudsher het leeuwendeel van de bedrijfskosten voor hun rekening: in 2005, bijvoorbeeld, waren zij goed voor nagenoeg 57 pct. van de toegevoegde waarde van de niet-financiële vennootschappen. In het kielzog van de nieuwe werkgelegenheidstoename, zijn de personeelskosten in 2005 blijven stijgen (+2,7 pct.), dat wil zeggen in een iets minder strak tempo dan het jaar voordien (+3,4 pct.). Ze zijn bijgevolg minder snel gegroeid dan de toegevoegde waarde, zoals reeds het geval was geweest in 2003 en 2004. Na de personeelskosten vormen de afschrijvingen veruit de belangrijkste bedrijfslasten. In 2005 zijn de afschrijvingsdotaties, na drie achtereenvolgende jaren te zijn gekrompen, weer flink aangetrokken. Deze toename

TABEL 2 BELANGRIJKSTE COMPONENTEN VAN DE RESULTATENREKENING

	Veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar					Miljoenen euro's	Procenten van de toegevoegde waarde
	2001	2002	2003	2004	2005 r	2005 r	2005 r
Toegevoegde waarde	2,1	1,4	4,4	6,6	3,9	144.987	100,0
Personeelskosten	3,9	3,2	1,6	3,4	2,7	82.121	56,6
Afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen	5,2	-2,3	-2,9	-1,8	2,5	24.534	16,9
Overige bedrijfskosten	7,7	-2,1	9,3	9,7	5,5	8.611	5,9
<i>Totale bedrijfskosten</i>	<i>4,4</i>	<i>1,5</i>	<i>1,0</i>	<i>2,7</i>	<i>2,8</i>	<i>115.265</i>	<i>79,5</i>
Nettobedrijfsresultaat	-10,6	0,7	25,5	26,5	8,4	29.722	20,5
Financiële opbrengsten	5,4	24,5	6,8	-12,4	12,2	49.192	33,9
Financiële kosten	4,6	38,9	4,6	-15,9	8,8	41.153	28,4
<i>Financieel resultaat</i>	<i>9,4</i>	<i>-42,2</i>	<i>31,8</i>	<i>18,0</i>	<i>34,0</i>	<i>8.039</i>	<i>5,5</i>
Courant resultaat	-5,7	-11,3	26,7	24,9	13,0	37.761	26,0
Uitzonderlijk resultaat ⁽¹⁾	-	-	-	-	-	10.985	7,6
Nettoresultaat vóór belastingen	-10,1	-26,9	77,0	2,3	45,8	48.746	33,6
Belastingen op het resultaat	-0,2	-5,0	7,0	11,5	8,8	7.992	5,5
Nettoresultaat na belastingen	-13,1	-34,5	112,1	-0,1	56,3	40.754	28,1
<i>p.m. Nettoresultaat na belastingen, met uitzondering van het uitzonderlijk resultaat</i>	<i>-7,7</i>	<i>-13,7</i>	<i>34,8</i>	<i>29,2</i>	<i>14,2</i>	<i>29.769</i>	<i>20,5</i>

Bron: NBB.

(1) Het berekenen van een veranderingspercentage heeft nauwelijks zin voor dit aggregaat dat, enerzijds, positief of negatief kan zijn en, anderzijds, niet op een betrouwbare wijze kan worden geraamd.

is toe te schrijven aan het verloop van de investeringen in materiële vaste activa, die in 2005 de in 2004 ingezette opleving hebben voortgezet.

De totale bedrijfskosten, die in hoge mate worden beïnvloed door het verloop van de personeelskosten en afschrijvingen, zijn in 2005 met 2,8 pct. opgelopen. Voor het derde jaar op rij was de groei van de toegevoegde waarde aldus krachtiger dan die van de bedrijfskosten. Deze situatie heeft geleid tot een nieuwe en gevoelige toename van het nettobedrijfsresultaat (+8,4 pct.), dat reeds een uitzonderlijke stijging had laten optekenen in 2003 en 2004. Op drie jaar tijd is het bedrijfsresultaat van de niet-financiële vennootschappen met circa 12 miljard aandedikt, dit is een toename met bijna 70 pct., die voornamelijk is toe te schrijven aan de beheersing van de bedrijfskosten in een over het algemeen gunstig conjunctuurklimaat. Nooit eerder werd een verloop van een dergelijke omvang waargenomen sinds de Balanscentrale de jaarrekeningen verzamelt. Dit getuigt van het huidige vermogen van de ondernemingen om winst te genereren in de uitoefening van hun handelsactiviteit.

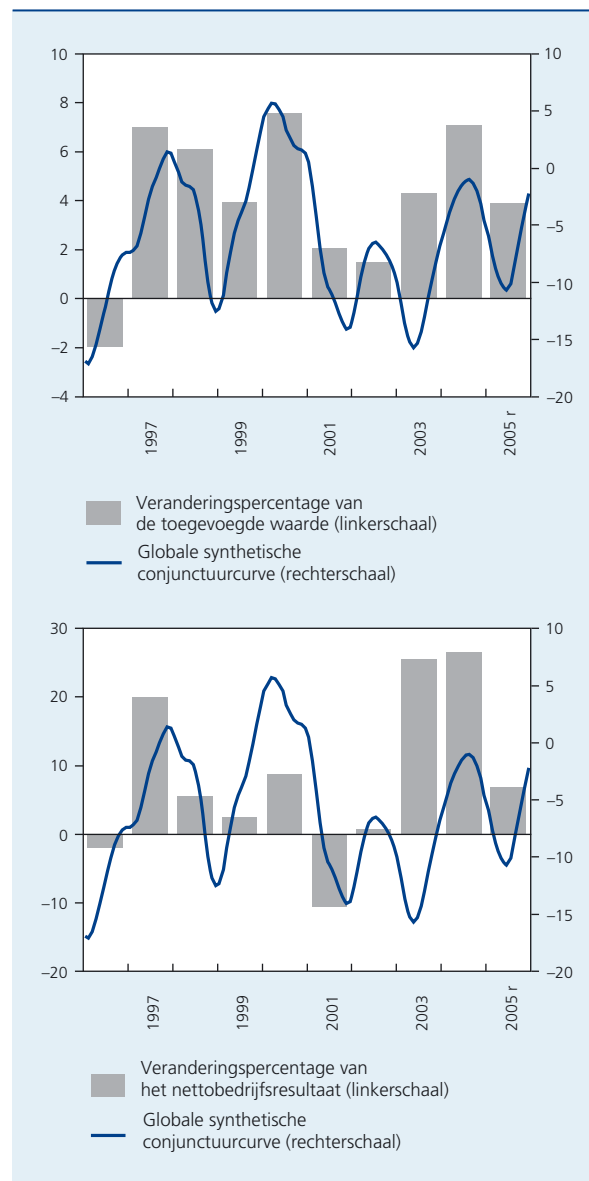
Het verloop van de toegevoegde waarde en van het bedrijfsresultaat van de niet-financiële vennootschappen kan worden vergeleken met het verloop van de conjunctuurindicator van de Bank, die het ondernemersvertrouwen meet (grafiek 1). De tendensen die door deze drie grootheden worden gevolgd, zijn over het algemeen vergelijkbaar. Dit werd nogmaals bevestigd in 2005, aangezien de vertraging van de groei van de toegevoegde waarde en van het bedrijfsresultaat overeenstemde met het dieptepunt dat medio 2005 werd bereikt door het ondernemersvertrouwen.

Het financiële resultaat is opnieuw flink gestegen in 2005, en beliep circa 8 miljard euro. Zoals reeds benadrukt in de vorige uitgaven van het Economisch Tijdschrift, waren we in het afgelopen decennium getuige van een aanzienlijke toename van het financiële resultaat, die voornamelijk kan worden verklaard door het groeiende aandeel van de financiële activa in de ondernemingsbalans⁽¹⁾. Het uitzonderlijke resultaat, van zijn kant, heeft – na in 2004 nagenoeg een nulsaldo te hebben vertoond – in 2005 een recordpeil van bijna 11 miljard euro bereikt, als gevolg van diverse waardeherzieningen in verband met financiële vaste activa⁽²⁾. Tot slot is ook het bedrag van de door de vennootschappen betaalde belastingen voor het derde jaar op rij gestegen. Dit verloop kan uiteraard worden

(1) Onder financiële activa verstaat men de financiële vaste activa evenals de rentedragende vlottende activa (waaronder de thesauriebeleggingen en de liquide middelen).

(2) Deze herzieningen deden zich onder meer voor in het kader van verkopen van activa..

GRAFIEK 1 TOEGEVOEGDE WAARDE, NETTOBEDRIJFSRESULTAAT EN CONJUNCTUURINDICATOR

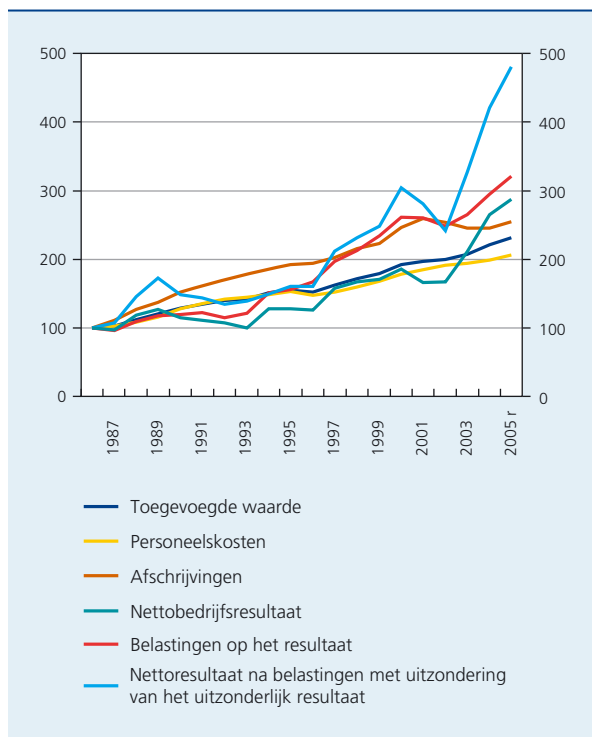


Bron : NBB.

gerelateerd aan de stijging van het bedrijfsresultaat, dat veruit de belangrijkste component van het belastbare inkomen van de vennootschappen vormt.

Na aggregatie van alle componenten van de resultatenrekening, hebben de niet-financiële vennootschappen een recordnettowinst van bijna 41 miljard euro laten optekenen, een groei met meer dan 50 pct. in vergelijking met 2004. Deze nieuwe, aanzienlijke stijging is het resultaat van de gelijktijdige toename van het bedrijfsresultaat, het financiële resultaat en het uitzonderlijke resultaat. Overigens is het, vanwege de steeds volatielere weerslag

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN DE BELANGRIJKSTE COMPONENTEN VAN DE RESULTATENREKENING
(indexcijfers 1986 = 100)



Bron: NBB.

van het uitzonderlijke resultaat op de eindwinst⁽¹⁾, interessant het gedrag van het nettoresultaat ongerekend het uitzonderlijke resultaat te onderzoeken, waarvan het verloop meer afgevlakt is en representatiever voor de recurrente prestaties van de ondernemingen. In 2005 bereikte dat resultaat nagenoeg 30 miljard euro, een winst van 14 pct. ten opzichte van 2004. Ter herinnering, sinds 2002 is dat resultaat verdubbeld.

Vanuit historisch oogpunt is de omvang van de sinds 2002 opgetekende winstgroei uitzonderlijk. Dit blijkt uit grafiek 2, die het verloop weergeeft van de belangrijkste componenten van de resultatenrekening in de afgelopen twintig jaar. Het is sinds de tweede helft van de jaren negentig dat het nettoresultaat na belastingen (ongerekend het uitzonderlijke resultaat) een groei heeft ingezet in een veel krachtiger tempo dan de andere componenten van de resultatenrekening, in het bijzonder de toegevoegde waarde. Uiteindelijk is de in 2001 en 2002 opgetreden winstcorrectie slechts een adempauze

(1) Het aandeel van het uitzonderlijke resultaat in de winst na belastingen is aldus gezakt van 23 pct. in 2003 naar 0 pct. in 2004, en is vervolgens opnieuw gestegen tot 27 pct. in 2005. Het uitzonderlijke resultaat kan overigens ook een negatieve bijdrage leveren tot de winst; dit was met name het geval in 2002

(2) Het betreft vooral de geactiveerde kosten voor onderzoek en ontwikkeling, maar ook octrooien.

gebleken, aangezien deze in de loop van 2003 in één jaar tijd meer dan gecompenseerd werd. De uiteenlopende ontwikkelingen van het nettoresultaat na belastingen en het bedrijfsresultaat, van hun kant, getuigen van het groeiende aandeel van het financiële resultaat in de winst van de vennootschappen.

2.2 Resultaten naar bedrijfstak

In de verwerkende nijverheid is de groei van de toegevoegde waarde in 2005 vertraagd tot 2 pct. (tabel 3). In het eerste gedeelte van 2005 werd de Belgische industrie bijzonder hard getroffen door de verslechterende internationale omgeving, als gevolg van het grote belang van de buitenlandse afzetmarkten en van het hoge energiegehalte van de productie. De ijzer- en staalnijverheid en de metaalverwerkende nijverheid, die tot de meest open bedrijfstakken van de Belgische economie behoren, hebben het zwaarst gewogen op de activiteit in de verwerkende nijverheid. De chemische nijverheid daarentegen was een van de weinige industrieën waarin de groei versnelde. Met name in de chemische basisproducten nam de toegevoegde waarde toe, ondanks de inkrimping van de productie, aangezien de ondernemingen de grondstofprijsstijgingen immers hebben kunnen doorberekenen in hun producentenprijzen.

Het bedrijfsresultaat van de industrie, dat tussen 2001 en 2004 met 80 pct. gestegen was, is in 2005 verder toegenomen, zij het in een veel matiger tempo (+3,6 pct.): terwijl de groei van de toegevoegde waarde vertraagde, gingen de totale bedrijfskosten, na drie jaar te zijn gedaald, dan weer de hoogte in. Die opflakkering kan in hoofdzaak worden toegeschreven aan de aanzienlijke toename van de immateriële vaste activa in de balans van sommige farmaceutische vennootschappen⁽²⁾, die geleid heeft tot belangrijke afschrijvingen. Na de uitzonderlijke resultaten van 2004, is de bedrijfswinst in de metaalindustrie in 2005 nog nauwelijks gestegen, omdat de mondiale vraag naar producten uit die bedrijfstak minder krachtig geworden is; het weze echter opgemerkt dat het bedrijfsresultaat van de metaalindustrie de drie voorgaande jaren verviervoudigd was. Ten slotte veerde de bedrijfswinst van de metaalverwerkende nijverheid, in tegenstelling tot de industrie in haar geheel, op, ondanks een neerwaarts bijgestelde groei. Die beweging is vooral het gevolg van besparingen op de personeelskosten, die zelf de afspiegeling zijn van de daling van het aantal in die bedrijfstak tewerkgestelde werknemers.

In de niet-verwerkende bedrijfstakken is de groei van de activiteit in 2005 eveneens aanzienlijk vertraagd (+4,9 pct., tegen 8,2 pct. in 2004). Die vertraging kan

TABEL 3 TOEGEVOEGDE WAARDE EN NETTOBEDRIJFSRESULTAAT NAAR BEDRIJFSTAK
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	Toegevoegde waarde		Nettobedrijfsresultaat		<i>p.m.</i> Procentueel belang van de bedrijfstak in de totale toegevoegde waarde in 2005 r
	2004	2005 r	2004	2005 r	
Verwerkende nijverheid	3,5	2,0	26,4	3,6	32,2
waarvan:					
Voedingsnijverheid	4,9	0,7	19,6	-3,9	4,3
Textiel, kleding en schoeisel	-2,6	-7,8	7,0	-29,7	1,3
Houtnijverheid	-7,9	0,8	37,1	20,2	0,6
Papier, uitgeverijen en drukkerijen	3,8	-0,4	24,0	-5,3	2,4
Chemische nijverheid	2,3	6,0	14,6	5,9	8,7
Ijzer- en staalnijverheid	16,5	0,3	121,9	4,4	4,7
Metaalverwerkende nijverheid	6,0	3,0	3,5	26,2	6,7
Niet-verwerkende bedrijfstakken	8,2	4,9	26,5	10,8	67,8
waarvan:					
Kleinhandel	6,5	4,3	28,6	6,2	8,3
Groothandel	8,1	6,5	42,7	14,9	13,0
Horeca	4,6	1,1	12,8	8,2	1,6
Vervoer	10,7	5,8	237,6 ⁽¹⁾	125,3 ⁽¹⁾	7,8
Post en telecommunicatie	7,7	3,2	48,3	1,1	5,2
Verhuur en handel in onroerende goederen	8,1	8,1	21,3	5,4	3,2
Diensten aan ondernemingen	8,8	6,4	20,6	8,3	12,7
Energie en water ⁽¹⁾	12,7	-2,1	-9,7	-7,8	3,9
Bouwnijverheid	4,7	3,4	17,2	16,5	6,1

Bron: NBB.

(1) De aanzienlijke veranderingspercentages van het bedrijfsresultaat in de tak vervoer komen vooral doordat het saldo van dat aggregaat in 2003 nagenoeg nihil (maar positief) was.

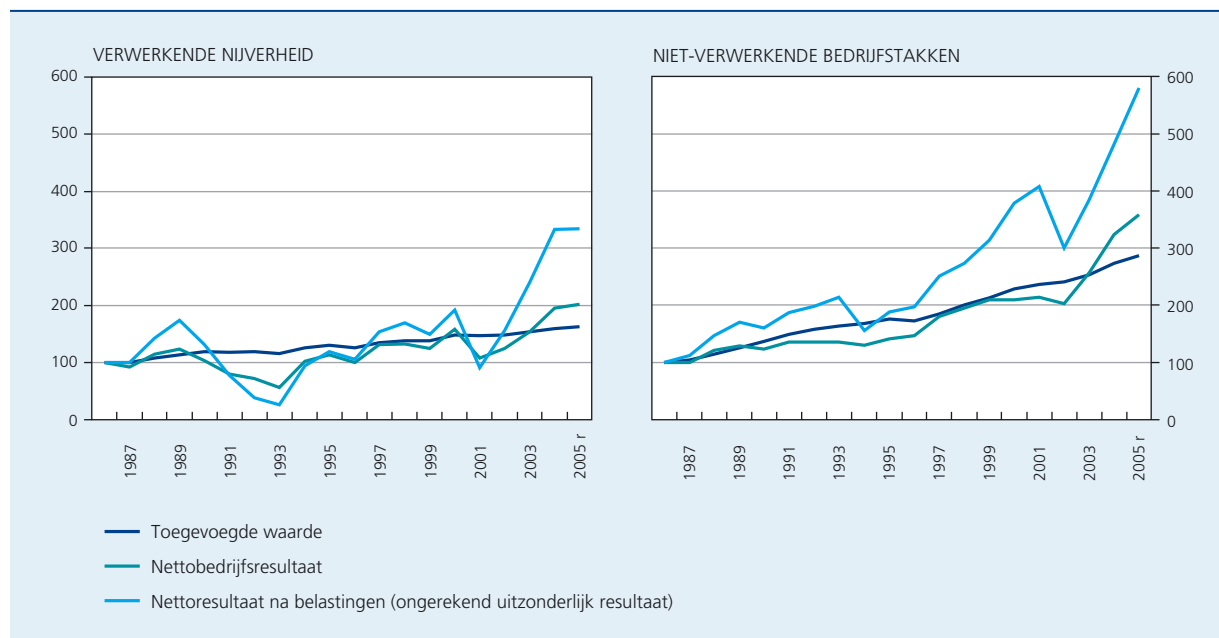
vooral worden toegeschreven aan de minder dynamische binnenlandse vraag. Met name de consumptie van de gezinnen, die in 2004 actief bijgedragen had aan de groei, gaf blijk van enige zwakte in 2005 en de meeste niet-verwerkende bedrijfstakken hadden daaronder te lijden. De bedrijfswinst van de niet-verwerkende bedrijfstakken bleef in 2005 stevig groeien (+10,8 pct.). Hoewel dat een vertraging betekent in vergelijking met 2004, moet worden onderstreept dat de bedrijfswinst de twee voorgaande jaren met zowat 60 pct. gestegen was. Al met al hebben de dienstverlenende bedrijven, zoals de industriële ondernemingen, meer gedaan dan enkel hun bedrijfswinst handhaven op het in 2004 bereikte peil.

Grafiek 3 schetst die sectorale ontwikkelingen vanuit een lange-termijnperspectief. Ze beschrijft het verloop dat de toegevoegde waarde, het bedrijfsresultaat en het nettoresultaat na belastingen (exclusief uitzonderlijk resultaat) de voorbije twintig jaar lieten optekenen, en zulks

afzonderlijk voor de verwerkende en de niet-verwerkende bedrijfstakken. Dat de toegevoegde waarde in de laatstgenoemde veel sneller groeide dan in de eerstgenoemde wijst op de ingrijpende trendmatige krachten desindustrialisering en mondialisering⁽¹⁾. Wat betreft het vermogen van de ondernemingen om winst te maken, is het opvallend dat het bedrijfsresultaat alsook de nettowinst van de industrie in 2002 geslonken waren tot hetzelfde niveau als in 1986. Die vaststelling wijst op zijn zachtst gezegd op de structurele moeilijkheden die de industrie al twintig jaar ondervindt. De winst van de niet-verwerkende ondernemingen verzesvoudigde in twintig jaar tijd, wat kan worden toegeschreven zowel aan hun commerciële resultaten (die tot uiting komen in het bedrijfsresultaat) als aan hun financiële resultaten, waarvan de toenemende weerslag op de winst hiervoor aan de orde is gekomen.

(1) De impact van die twee verschijnselen werd recentelijk geanalyseerd door Dresse L. en B. Robert (2005), «De industrie in België: vroegere ontwikkelingen en toekomstige uitdagingen», Economisch tijdschrift III-2005, Nationale Bank van België, Brussel.

GRAFIEK 3 VERLOOP VAN ENKELE COMPONENTEN VAN DE RESULTATENREKENING
(indexcijfers 1986 = 100)



Bron: NBB.

2.3 Verkoopmarges

De analyse van het resultaat van de niet-financiële vennootschappen kan worden verduidelijkt door een bijkomende indicator: het verloop van de verkoopmarges, een ratio waarbij de variabele van de omzet wordt gehanteerd⁽¹⁾.

De bruto verkoopmarge maakt het mogelijk de winst (of het verlies) voortvloeiend uit de handels- of industriële activiteit aan te geven, zonder rekening te houden met

(1) De vermelding van de « omzet » (rubriek 70) is facultatief in de neergelegde rekeningen volgens het verkorte schema. Als gevolg hiervan worden van 2003 tot 2005 gemiddeld maar 27 pct. van de kmo's in deze paragraaf in aanmerking genomen.

TABEL 4 VERKOOPMARGES (GLOBALISATIE⁽¹⁾)
(procenten)

	Grote ondernemingen			Kmo's		
	2003	2004	2005 r	2003	2004	2005 r
Verwerkende nijverheid						
Brutomarge	9,7	9,3	9,0	8,1	8,3	8,3
Nettomarge	4,4	5,2	5,0	2,8	2,9	3,3
Niet-verwerkende bedrijfstakken						
Brutomarge	6,4	7,1	6,8	8,0	8,5	8,7
Nettomarge	3,5	4,2	4,1	3,4	4,0	4,3
Alle bedrijfstakken						
Brutomarge	7,5	7,9	7,5	8,0	8,5	8,6
Nettomarge	3,8	4,5	4,4	3,3	3,8	4,2

Bron: NBB.

(1) Zie toelichtingen in hoofdstuk 3.

de niet-bestede lasten. Ze is dus gelijk aan de verhouding tussen de som van het bedrijfsresultaat, de afschrijvingen en waardeverminderingen op voorraden en de voorzieningen voor risico's en lasten, enerzijds, en de omzet, de overige bedrijfsopbrengsten min de exploitatiesubsidies, anderzijds.

De ratio van de netto verkoopmarge heeft betrekking op het ondernemingsresultaat na afschrijvingen, waardeverminderingen op voorraden en voorzieningen voor risico's en lasten. Ze deelt de som van het bedrijfsresultaat en de kapitaalsubsidies door dezelfde noemer als de brutomarge.

Zoals blijkt uit tabel 4, zijn de bruto- en de nettomarge in 2005 iets gekrompen bij de grote ondernemingen, terwijl het omgekeerde werd opgetekend bij de kmo's, waardoor de goede score van 2004 werd bevestigd.

In de grote ondernemingen betrof de inkrimping van de brutomarge de houtnijverheid (verwerkende nijverheid) en de sector energie en water (niet-verwerkende nijverheid), die direct getroffen werden door de stijging van de grondstoffenprijzen, alsook de bedrijfstak verhuur en handel in onroerende goederen. Die marge nam daarentegen iets toe in de chemische nijverheid, waarvan de uitvoer fors groeide, de metaalverwerkende nijverheid, een bedrijfstak waarvan de leveringen, dankzij de opleving in de tweede helft van het jaar, weerstand boden aan de stijging van de grondstoffenprijs, en eveneens bij post en telecommunicatie. De brutomarge verruimde in de verwerkende kmo's in de textiel, de houtnijverheid, de chemische nijverheid en de niet-verwerkende kmo's van de horeca, terwijl inkrimpingen werden opgetekend in de papiersector, post en telecommunicatie en energie en water.

Op enkele uitzonderingen na, gaf de nettomarge hetzelfde verloop te zien als de brutomarge in dezelfde takken. Bij de grote ondernemingen nam ze nochtans toe in de houtnijverheid en verhuur en handel in onroerende goederen, wat, in tegenstelling tot hun brutomarge, wijst op een aanzienlijke afname van de afschrijvingen en waardeverminderingen in die bedrijfstakken. De relatieve toename van de nettomarge bij de kmo's volgt op de positieve ontwikkelingen die werden opgetekend in de meeste verwerkende bedrijfstakken, met uitzondering evenwel van de papiernijverheid, alsook in de groothandel, de horeca en de vastgoedsector. Alle bedrijfstakken lieten positieve nettomarges optekenen, met uitzondering van de kmo's in energie en water, vervoer en post en telecommunicatie, die respectievelijk getroffen werden door sterk stijgende grondstoffenprijzen en de concurrentie van de grote groepen. Indien een onderneming lange tijd een negatieve nettomarge te zien geeft, kan ze

de vergoeding op het eigen vermogen en het vermogen van derden niet meer dekken. Nu, dat is het geval voor ongeveer 9 pct. van de kmo's en voor 18 pct. van de grote ondernemingen.

3. Financiële situatie van de ondernemingen

De hierna volgende financiële analyse van de financiële ratio's berust op de interpretatietheorie van de jaarrekeningen. Ze worden voorgesteld in de vorm van globalisaties en in die van een mediaan. De eerstgenoemde methode bestaat erin de som van de tellers van alle beschouwde vennootschappen te delen door de som van de noemers. De tweede methode komt overeen met de centrale waarde van een geordende verdeling: een bepaalde ratio is voor 50 pct. van de vennootschappen hoger dan de mediaanratio en voor 50 pct. lager dan de mediaan. Die twee maatstaven geven verschillende realiteiten weer en vullen elkaar dan ook aan. Indien elke onderneming in aanmerking wordt genomen volgens haar reële gewicht in de teller en de noemer, weerspiegelt de geglobaliseerde ratio de situatie van de grootste ondernemingen. Door de situatie van de centrale onderneming te doen uitkomen, geeft de mediaan dan weer het verloop van de gehele populatie weer; ze wordt immers in gelijke mate beïnvloed door elke onderneming, ongeacht de omvang van de balans.

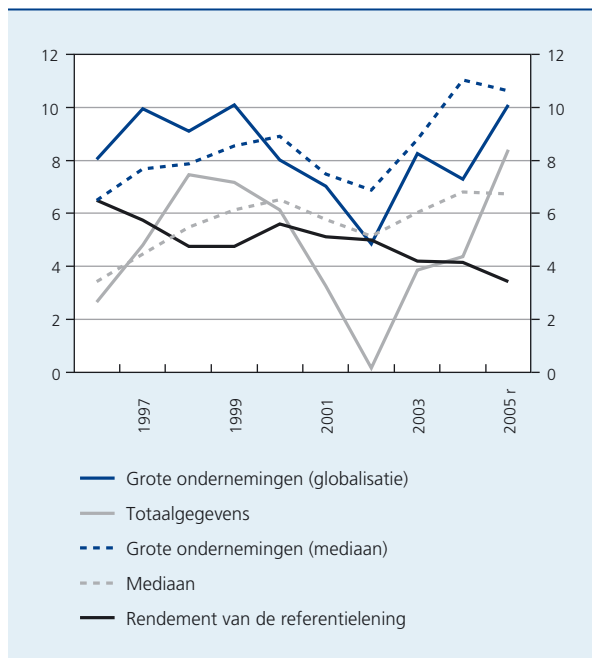
3.1 Rentabiliteit

3.1.1 Netto-rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen

De rentabiliteit staat voor het vermogen van de ondernemingen om winst te maken. Ze kan met name worden geraamd aan de hand van de netto-rentabiliteit van het eigen vermogen en komt overeen met *return on equity* (ROE). Ze biedt een indicatie van het financiële rendement waarop de aandeelhouders aanspraak kunnen maken, na aftrek van alle kosten en belastingen. De risicopremie, dat is de financiële compensatie van het door de aandeelhouder over een bepaalde periode gelopen risico, wordt gemeten aan de hand van het verschil tussen de rentabiliteit van het eigen vermogen en het rendement van een risicoloze belegging. Dat laatste wordt berekend op basis van de referentielening of lineaire obligaties (OLO's) op tien jaar en wordt weergegeven in grafiek 4.

In 2005 beliep de geglobaliseerde rentabiliteit van het eigen vermogen 10,1 pct. voor de grote ondernemingen en 8,4 pct. voor de kmo's (grafiek 4); voor beide

GRAFIEK 4 NETTORENTABILITEIT VAN HET EIGEN VERMOGEN EN RENDEMENT VAN DE REFERENTIELEENING (procenten)



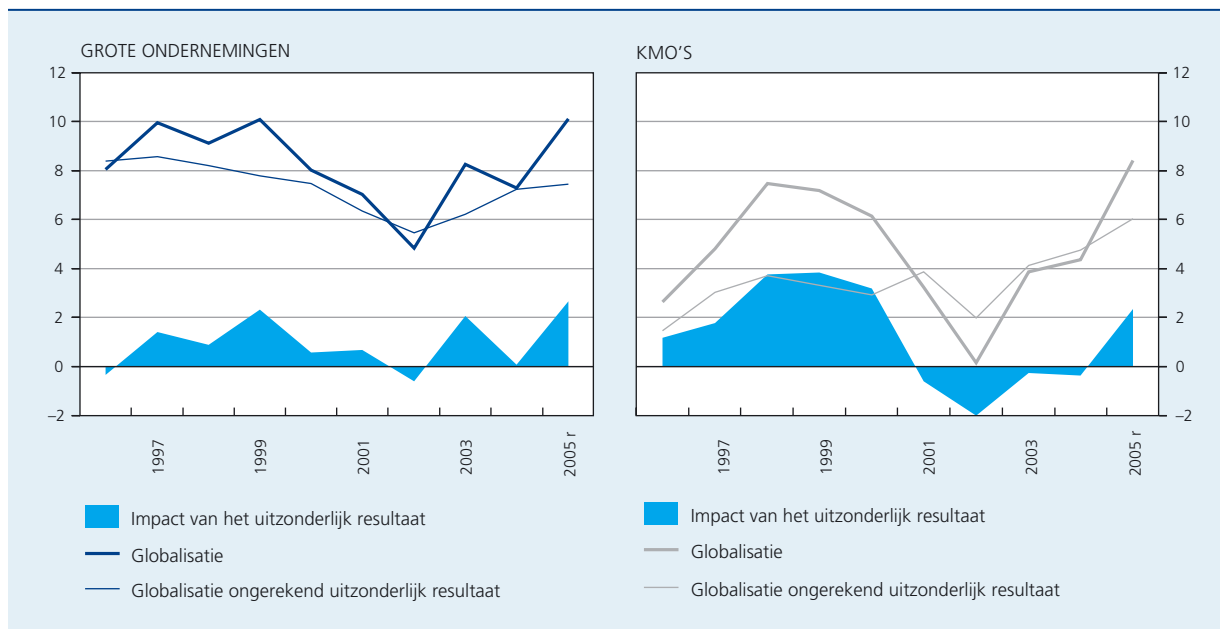
Bron : NBB.

ondernemingscategorieën werd een opwaartse tendens opgetekend. Aan die verhogingen lagen vooral de krachtige stijging van het financiële en het uitzonderlijk resultaat van enkele niet-financiële grote vennootschappen ten grondslag, met name in de chemische nijverheid, de metaalverwerkende nijverheid en de groothandel. Ook het bedrijfsresultaat groeide, zij het in geringere mate (zie hierboven).

In grafiek 5 worden de ontwikkelingen van de geglobaliseerde rentabiliteit in de grote ondernemingen en de kmo's weergegeven, met en zonder uitzonderlijk resultaat⁽¹⁾. Het uitzonderlijk resultaat oefent een niet onaanzienlijke invloed uit op de netto-rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen. De geglobaliseerde rentabiliteit van de grote ondernemingen kan worden vergeleken met het rendement van de staatsleningen. Na de daling in 2002 en in 2004, is de rentabiliteit van de belangrijkste vennootschappen in 2005 opnieuw gestegen tot meer dan het dubbele van het peil van het referentierendement van de OLO's, waardoor de aandeelhouders een aanzienlijke risicopremie geboden werd. In vergelijking met de voorgaande jaren, bleek een belegging in aandelen in

(1) Het uitzonderlijk resultaat van 2005 is de som van de uitzonderlijke resultaten van de ondernemingen die hun jaarrekening bij de afsluiting op 31 augustus 2006 hebben neergelegd en niet de extrapolatie van de cijfers op basis van het constante staal.

GRAFIEK 5 NETTORENTABILITEIT VAN HET EIGEN VERMOGEN NA BELASTINGEN EN INVLOED VAN HET UITZONDERLIJK RESULTAAT (procenten)



Bron : NBB.

2005 dus veel interessanter⁽¹⁾. De geglobaliseerde rentabiliteit van de kmo's kwam ook aanmerkelijk uit boven dat referentieniveau.

Voor de grote ondernemingen toont grafiek 5 de impact van het uitzonderlijk resultaat op de rentabiliteitsratio. Het hoge uitzonderlijk resultaat van 1999 (linkergrafiek) is enkel toe te schrijven aan de met de petrochemie verbonden groothandel. De volgende pieken zijn dan weer het gevolg van uitzonderlijke opbrengsten bij energie en telecommunicatie in 2003 en bij de petrochemie en de groothandel in 2005. Het uitzonderlijk resultaat heeft voor meer dan de helft bijgedragen aan de geglobaliseerde-rentabiliteitsratio in de kmo's (rechtergrafiek) van 1998 tot 2000, een periode die gekenmerkt werden door uitzonderlijke opbrengsten in de diensten aan ondernemingen. In 2002 lieten de telecommunicatie en de diensten aan ondernemingen uitzonderlijke kosten

optekenen, wat een verklaring bood voor een dergelijke ommekeer. In 2005 werden aanzienlijke uitzonderlijke opbrengsten opgetekend in de kmo's uit de bedrijfstakken energie en diensten aan ondernemingen.

De mediaanrentabiliteit, die minder gevoelig is voor individuele schommelingen en dus voor de impact van het financieel of uitzonderlijk resultaat, vertoonde een lichte daling, respectievelijk tot 10,6 en tot 6,7 pct. voor de grote ondernemingen en de kmo's.

In tabel 5 worden deze ontwikkelingen voor de voornaamste bedrijfstakken weergegeven. Ter herinnering, de mediaan maakt het mogelijk de in de gehele populatie opgetekende wijzigingen te onderstrepen. In 2004 bereikte de mediaanratio een recordhoogte voor het geheel van de niet-financiële vennootschappen. In 2005 kwam een lichte daling van die ratio bij de grote ondernemingen – zowel verwerkende als niet-verwerkende vennootschappen – tot uiting. De rentabiliteit van de bedrijfstakken metaalverwerkende nijverheid, kleinhandel, horeca, post en telecommunicatie, verhuur

(1) Die vergelijking laat twee realiteiten buiten beschouwing: de aandelen en de staatsleningen zijn twee verschillende financiële instrumenten en talrijke grote ondernemingen zijn niet op de beurs genoteerd. Ze dient dus met enige omzichtigheid te worden beschouwd.

TABEL 5 NETTORENTABILITEIT VAN HET EIGEN VERMOGEN NA BELASTING NAAR BEDRIJFSTAK (MEDIAAN)
(procenten)

	Grote ondernemingen			Kmo's		
	2003	2004	2005 r	2003	2004	2005 r
Verwerkende nijverheid	7,3	10,0	9,2	5,3	6,7	6,8
waarvan:						
Voedingsnijverheid	7,8	10,7	9,9	6,1	7,5	8,0
Textiel, kleding en schoeisel	4,2	6,4	5,2	2,8	3,3	3,7
Houtnijverheid	3,5	9,9	9,4	4,0	5,7	4,9
Papier, uitgeverijen en drukkerijen	9,7	12,0	8,1	5,4	6,8	5,7
Chemische nijverheid	9,3	9,6	8,8	5,5	6,5	6,0
Ijzer- en staalnijverheid	7,7	13,0	11,9	6,7	7,9	8,6
Metaalverwerkende nijverheid	5,8	10,7	12,1	6,2	7,9	8,4
Niet-verwerkende bedrijfstakken	9,5	11,6	11,5	6,1	6,8	6,7
waarvan:						
Kleinhandel	10,0	12,5	12,5	6,8	7,8	7,2
Groothandel	10,9	13,3	13,3	6,3	6,9	6,6
Horeca	5,3	6,9	7,2	4,3	4,0	4,6
Vervoer	8,8	10,9	10,4	7,5	7,6	6,5
Post en telecommunicatie	7,7	9,5	10,0	8,8	8,0	8,4
Verhuur en handel in onroerende goederen	5,0	6,0	6,5	1,4	1,6	2,1
Diensten aan ondernemingen	6,3	9,5	8,4	9,1	10,4	10,1
Energie en water	9,8	6,9	6,1	3,9	8,4	3,4
Bouwnijverheid	8,3	9,6	12,2	8,0	9,1	8,7

Bron: NBB.

en handel in onroerende goederen en bouwnijverheid vertoonden evenwel een gunstiger verloop. In de kmo's is de balans meer genuanceerd: belangrijke stijgingen werden opgetekend in sommige verwerkende bedrijfstakken, zoals de ijzer- en staalnijverheid, wat werd getemperd door de dalingen van de niet-verwerkende bedrijfstakken vervoer en energie en water. De nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen blijft bovendien in meer dan een vierde van de kmo's negatief.

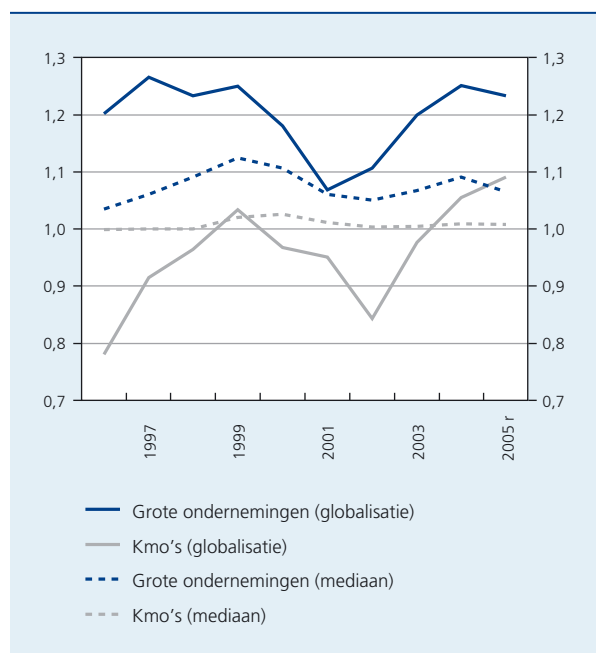
3.1.2 Het hefboomeffect

De rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen geeft een indicatie van de financiële rentabiliteit van de onderneming. Een andere indicator vult het onderzoek van de rentabiliteit aan: het hefboomeffect. Die indicator relateert de nettorentabiliteit van het eigen vermogen aan de nettorentabiliteit van de aangetrokken middelen⁽¹⁾, beide berekend vóór belastingen en uitzonderlijk resultaat. Het hefboomeffect wordt gedefinieerd door de volgende quotiënt:

$$\frac{\text{courant resultaat} / \text{eigen vermogen}}{(\text{courant resultaat} + \text{kosten van de schulden}) / \text{aangetrokken middelen}}$$

(courant resultaat + kosten van de schulden) /
aangetrokken middelen

GRAFIEK 6 HEFBOOMEFFECT



Bron: NBB.

Door op die wijze de financiële rentabiliteit met de economische rentabiliteit van de onderneming te vergelijken, geeft die multiplicator het positieve effect indien hij hoger is dan één – of het negatieve effect – bij een multiplicator van minder dan één – weer dat de schuldenlast uitoefent op de rentabiliteit van het eigen vermogen. Een economische rentabiliteit die hoger is dan de gemiddelde kosten van de schulden, zal de onderneming dankzij een positief hefboomeffect in staat stellen een hogere nettorentabiliteit van het eigen vermogen te behalen dan voor de activa als geheel. Het hefboomeffect is dus ook afhankelijk van de relatieve omvang van de financiële schulden, die worden gestimuleerd bij een positief hefboomeffect en ontmoedigd bij een negatief.

Het structurele rendementsverschil tussen de grote ondernemingen en de kmo's (zie hierboven) komt tot uiting in de ontwikkeling van het hefboomeffect, dat vooral in de grote ondernemingen hoog is. Hoewel de mediaan nagenoeg gelijk is aan één in beide gevallen, zij het in het voordeel van de grote ondernemingen, geeft de geglobaliseerde ratio beter het verloop weer van de resultaten van de voornaamste niet-financiële vennootschappen (grafiek 6). Hoewel het geglobaliseerde hefboomeffect nog altijd ruimschoots positief is, liep het in 2005 licht terug in de grote ondernemingen. Dit is onder meer het geval in de houtnijverheid en de chemische nijverheid. Die daling werd getemperd door gunstige ontwikkelingen in niet-verwerkende bedrijfstakken als energie en water, horeca en vervoer, en door de terugkeer naar een positief hefboomeffect in de vastgoedsector. Het hefboomeffect zette de in 2003 begonnen klim voort in de kmo's, waar het voor het tweede opeenvolgende jaar positief was, als gevolg van het positieve verschil tussen een hoog financieel rendement van het eigen vermogen en historisch lage rentetarieven. Opmerkelijk was de stijging, in 2005, van de ratio in de meeste verwerkende bedrijfstakken, waaronder de chemische en de metaalverwerkende nijverheid; in deze laatste branche is het hefboomeffect opnieuw positief geworden.

De afgelopen jaren gaven de voornaamste niet-financiële vennootschappen dus, vanuit boekhoudkundig oogpunt, een bijzonder gunstig beeld te zien inzake hun financiële schuldenlast. Deze bleef echter stabiel tijdens de periode en is in 2005 zelfs enigszins afgenomen, tot minder dan 29 pct. van de totale passiva, in de niet-financiële vennootschappen als geheel. Die daling houdt gedeeltelijk verband met de afname van het hefboomeffect in de

(1) Onder aangetrokken middelen verstaat men het eigen vermogen en de financiële verplichtingen, dat wil zeggen de door derden verstrekte middelen die worden vergoed door de opbrengst van de door die middelen gefinancierde activa. Om de economische rentabiliteit van een onderneming te beoordelen in het kader van het hefboomeffect, is dat begrip te kiezen boven de totale activa. De berekeningswijze wordt toegelicht in bijlage. Voor nadere informatie wordt verwezen naar de website van de Balanscentrale: www.nbb.be.

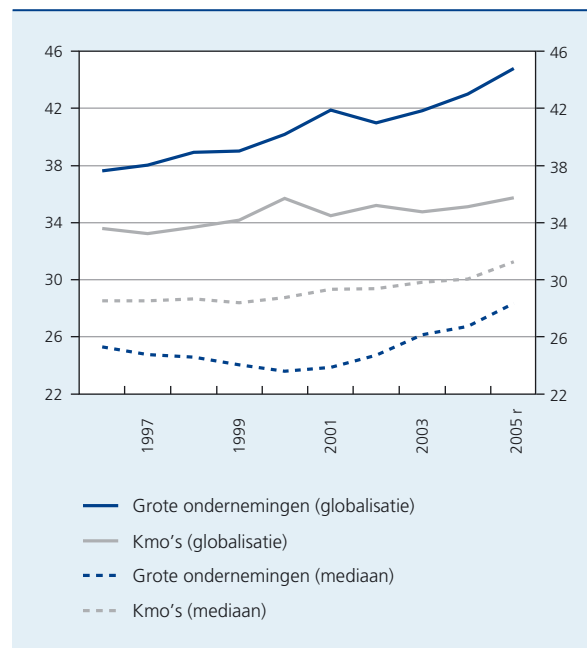
grote ondernemingen tijdens dat jaar. Diezelfde vaststelling geldt voor de totale schuldenlast⁽¹⁾, die een maximum bereikte van 55 pct. van de totale passiva van de grote ondernemingen en van 65 pct. van die van de kmo's. Dit verschijnsel hangt, enerzijds, samen met de onzekere conjunctuur van de laatste semesters, die leidde tot een uitstel van belangrijke investeringen en, anderzijds, met de bovenvermelde groei van de rentabiliteit van het eigen vermogen, die deze financieringswijze zeer aantrekkelijk maakte voor de aandeelhouders, soms ten koste van de schuldbelasting. Een andere factor, die verband hield met de bedrijfsfiscaliteit, oefende eveneens een invloed uit. Die factor wordt uitvoeriger geanalyseerd in het volgende punt.

3.2 Solvabiliteit

De solvabiliteit stemt overeen met het vermogen van de ondernemingen om te voldoen aan het geheel van hun financiële verplichtingen op korte en op lange termijn. Ze wordt geanalyseerd aan de hand van de volgende begrippen: de graad van financiële onafhankelijkheid, de dekking van het vreemd vermogen door de *cashflow* en de rentelasten van de financiële schulden.

De graad van financiële onafhankelijkheid komt overeen met de verhouding tussen het eigen vermogen en de totale passiva. Een hoge ratio geeft aan dat de onderneming onafhankelijk is van vreemde middelen. Dit is in twee opzichten positief: ten eerste zijn de financiële lasten gering en oefenden ze een minder sterke druk uit op het resultaat; ten tweede beschikt de onderneming over een grotere beleidsruimte om nieuwe schulden aan te gaan onder gunstige voorwaarden. Vanuit die invalshoek bekeken is de solvabiliteit eveneens te interpreteren als een maatstaf voor het financiële risico van de onderneming, aangezien de vergoeding van derden vast is, in tegenstelling tot de resultaten van de onderneming. In 2005 bedroeg de geglobaliseerde financiële onafhankelijkheidsgraad 44,8 pct. in de grote bedrijven en 35,7 pct. in de kmo's, een stijging ten opzichte van het voorgaande jaar. Tussen die beide waarden blijft een verschil bestaan dat structureel is en zelfs oploopt sinds 2003 (grafiek 7), als gevolg van de stijging van het aandeel van het eigen vermogen van de grootste ondernemingen. In de bedrijven als geheel is de financiële onafhankelijkheid toegenomen sedert 2001, zoals blijkt uit de twee curven van de mediaanratio's. Het aandeel van het eigen vermogen in de totale passiva is dan ook versterkt tijdens die periode, en met name in 2005, het jaar waarin een nieuw vennootschapsbelastingstelsel werd ingevoerd dat betrekking had op de aftrek van de notionele rente (zie kader 1). De mediaan van de kmo's is hoger dan die

GRAFIEK 7 FINANCIËLE ONAFHANKELIJKHEIDSGRAAD (procenten)



Bron: NBB.

van de grote ondernemingen en vertoont een omgekeerd verloop ten opzichte van de geglobaliseerde curven, wat onder meer te verklaren is doordat veel kmo's een gering beroep doen op schulden⁽²⁾. Rond die centrale waarden is de ratio echter zodanig gespreid dat bijna 16 pct. van de beschouwde ondernemingen met een negatieve financiële onafhankelijkheid kampt, doordat de overgedragen verliezen groter zijn dan de som van het geplaatste kapitaal en de reserves. Die bevinding tempert het hierboven geschetste positieve beeld.

De analyse van de solvabiliteit kan worden aangevuld met twee andere elementen: het vermogen van de ondernemingen om hun schulden af te lossen en de uit die schulden voortvloeiende lasten; deze begrippen hangen samen met de mogelijke gevolgen van de financiële afhankelijkheid van de bedrijven.

De maatstaf van het aandeel van de schulden die een onderneming zou kunnen aflossen indien ze daartoe de totale *cashflow*⁽³⁾ van het boekjaar zou aanwenden, dat is de dekkingsgraad van het vreemd vermogen door de

(1) Som van de schulden op korte en op lange termijn.

(2) Wat niet noodzakelijk betekent dat het aantal kmo's met een hoge schuldratio kleiner zou zijn dan dat van de grote ondernemingen.

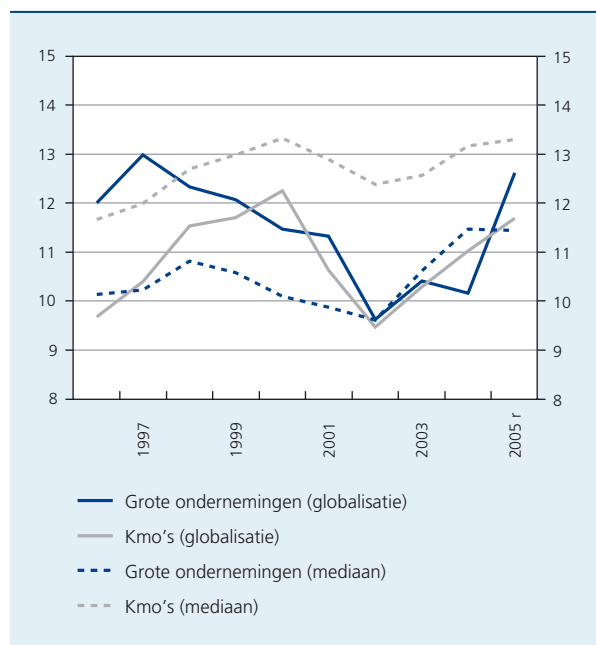
(3) Stemt overeen met de door de onderneming voortgebrachte netto liquiditeitsstroom en is gelijk aan het verschil tussen de ontvangen opbrengsten en de bestede lasten.

Kader 1

Het aldus bereikte evenwicht van de balanscijfers ligt ten grondslag aan de redenering die werd gevolgd om een nieuw stelsel te ontwerpen in verband met de **af trek van de «notionele rente»**. Deze regeling stemt overeen met een aftrek voor risicokapitaal en stimuleert derhalve de aan de Belgische vennootschapsbelasting onderworpen bedrijven om risico's te nemen. Vóór de wetgever die regeling in juni 2005 had ingevoerd in het wetboek van de inkomstenbelastingen, gaf in principe enkel geleend kapitaal aanleiding tot de aftrek van rentelasten, terwijl de vergoeding van het door de aandeelhouders ingebrachte kapitaal een element van de belastinggrondslag van de bedrijven vormde. Door de invoering van een aftrek voor risicokapitaal kunnen de bestaande verschillen in de kapitaalkosten volgens hun oorsprong worden teruggeschroefd. De belastinggrondslag kan aldus worden verlaagd met een fictieve rente die wordt berekend over het eigen vermogen tegen het referentietarief van de 10-jarige OLO's. Die nieuwe bepalingen treden in werking vanaf het aanslagjaar 2007, waarbij het eigen vermogen op 31 december 2005 in principe als grondslag dient voor de berekening van de eerste aftrek. Tegelijkertijd werden de rechten op aandelenemissies (0,5 pct.) begin 2006 afgeschaft. Als gevolg van die verlaging van de vennootschapsbelasting verwacht de regering een toename van de kapitaalinvesteringen op het nationale grondgebied en een grotere efficiëntie, op het vlak van de belastingen, van de intergroepsfinanciering. Bovendien biedt de regeling een alternatief voor het stelsel van de coördinatiecentra, waaraan een einde wordt gemaakt. Een ander gevolg ervan zou een relatieve daling van de schuldenlast van de in België belaste bedrijven zijn, zoals reeds werd aangestipt in punt 3.1.2. en zoals het verloop van de financiële-onafhankelijkheidsratio in 2005 lijkt te bevestigen (zie hierboven). De regeling schrijft echter geen enkele differentiatie volgens de bestemming van het eigen vermogen voor.

(1) De datum 31 december 2005 is van toepassing op elke onderneming waarvan het boekjaar overeenstemt met het kalenderjaar. De berekening vindt plaats *pro rata temporis*, voor elke verhoging van het eigen vermogen die wordt opgetekend vanaf 1 januari 2006. Nadere inlichtingen in het Financial Stability Review 2006 en op www.fiscus.fgov.be.

GRAFIEK 8 DEKKINGSGRAAD VAN HET VREEMD VERMOGEN DOOR DE CASHFLOW

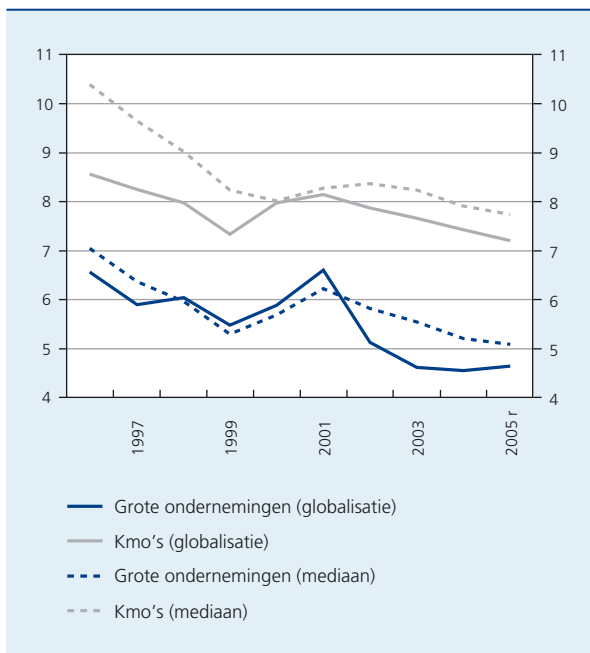


Bron: NBB.

cashflow, geeft het aflossingspotentieel van de onderneming aan. Het aantal jaren dat nodig zou zijn om de schulden op korte en op lange termijn terug te betalen, bij een constante *cashflow*, wordt verkregen door inversie van die ratio. Een geringe financiële onafhankelijkheid, die gepaard gaat met een hoge schuldenlast, kan zeer goed worden gerelativeerd door een hoge terugbetalingscapaciteit, die door deze ratio wordt aangeduid, en omgekeerd.

In 2005 is de geglobaliseerde dekkingsgraad van het vreemd vermogen zowel in de grote ondernemingen als in de kmo's gestegen (grafiek 8). Na een daling in 2004 is dat percentage het jaar nadien in de grote ondernemingen aanzienlijk toegenomen tot 12,6 pct., dat is dicht in de buurt van het in 1997 bereikte peil. De stagnatie van de schuld en de sterke groei van de cashflow – soms met inbegrip van omvangrijke uitzonderlijke resultaten – van de voornaamste bedrijven verklaren het genoemde verschijnsel dat vooral merkbaar was in de verwerkende bedrijfstakken chemische nijverheid en metaalnijverheid, maar ook in de niet-verwerkende takken vervoer en post en telecommunicatie. De ontwikkeling van de geglobaliseerde ratio was eveneens positief in de kmo's, met een peil van 11,7 pct. Al die stijgingen samen dragen naast

GRAFIEK 9 GEMIDDELTE RENTELASTEN VAN DE FINANCIËLE SCHULDEN (procenten)



Bron: NBB.

de groei van de financiële onafhankelijkheid bij tot een reële toename van de solvabiliteit van de niet-financiële vennootschappen.

Wat de populatie als geheel betreft, bleef de mediaanratio van de grote ondernemingen, na in 2004 een hoogtepunt te hebben bereikt, het daaropvolgende jaar stabiel op 11,4 pct. In de kmo's brak die ratio daarentegen een record voor de periode, met 13,3 pct. Die cijfers verschillen aanzienlijk van de geglobaliseerde waarden, wat onderstreept welke invloed een klein aantal bedrijven kunnen uitoefenen op de tellers en noemers in de berekening van de globalisatie.

De kosten van het beroep op schulden worden geraamd aan de hand van de gemiddelde rentelasten van de financiële schulden. In 2005 bedroegen die lasten voor de geglobaliseerde ratio 4,6 pct. voor de grote ondernemingen en 7,2 pct. voor de kmo's; deze cijfers zijn vergelijkbaar met die van het voorgaande jaar (grafiek 9), onder meer omdat de marktrente permanent historisch laag bleef. Samen met een financiële schuldenlast die stabiel was in de tijd (zie hierboven), leidde de rentedaling tot een inkrimping van de lasten vanaf 2002, ongeacht de omvang van de

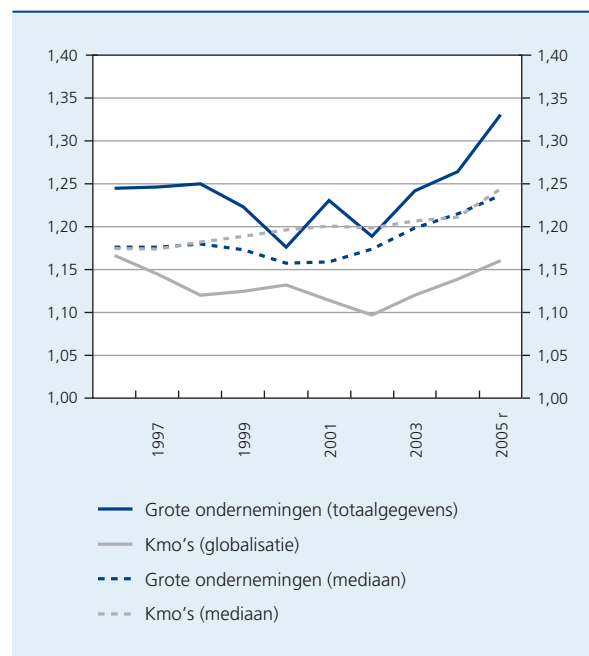
(1) De kmo's maken bovendien meer gebruik van kaskredieten, die een duurder kredietvorm zijn.

ondernemingen. Structureel is die ratio minder hoog in de grote ondernemingen dan in de kmo's. Dit komt doordat de kredietverstrekkers vinden dat kmo's, bij eenzelfde financieringswijze, over het geheel genomen een minder solide financieel profiel vertonen dan de grote ondernemingen, zodat kmo's een extra risicopremie opgelegd krijgen⁽¹⁾. Hoewel het verschil tussen de financiële lasten van de twee ondernemingscategorieën varieerde in de tijd, lijkt het toch te zijn verminderd na 2003, een jaar waarin het een piek had bereikt. De mediaanwaarden wijzen eveneens op een daling van de rentelasten.

3.3 Liquiditeit

De liquiditeit heeft te maken met het vermogen van de ondernemingen om de liquide middelen te mobiliseren die ze nodig hebben om te voldoen aan hun kortetermijnverplichtingen, met andere woorden om de schulden af te lossen die binnen het jaar vervallen. In het kader van die analyse wordt doorgaans de liquiditeitsratio in ruime zin gebruikt. Deze weergave van het netto bedrijfskapitaal in de vorm van een ratio vergelijkt het totaal van de realiseerbare en beschikbare activa (voorraden, vorderingen op ten hoogste één jaar, thesauriebeleggingen, liquide middelen en overlopende rekeningen) met de kortetermijnpassiva (schulden op ten hoogste één jaar en overlopende rekeningen). Een onderneming kan des

GRAFIEK 10 LIQUIDITEIT IN RUIME ZIN



Bron: NBB.

te vlotter haar financiële verplichtingen op korte termijn nakomen naarmate de liquiditeit in ruime zin hoger is. Wanneer deze ratio meer dan één bedraagt, is het netto bedrijfskapitaal positief.

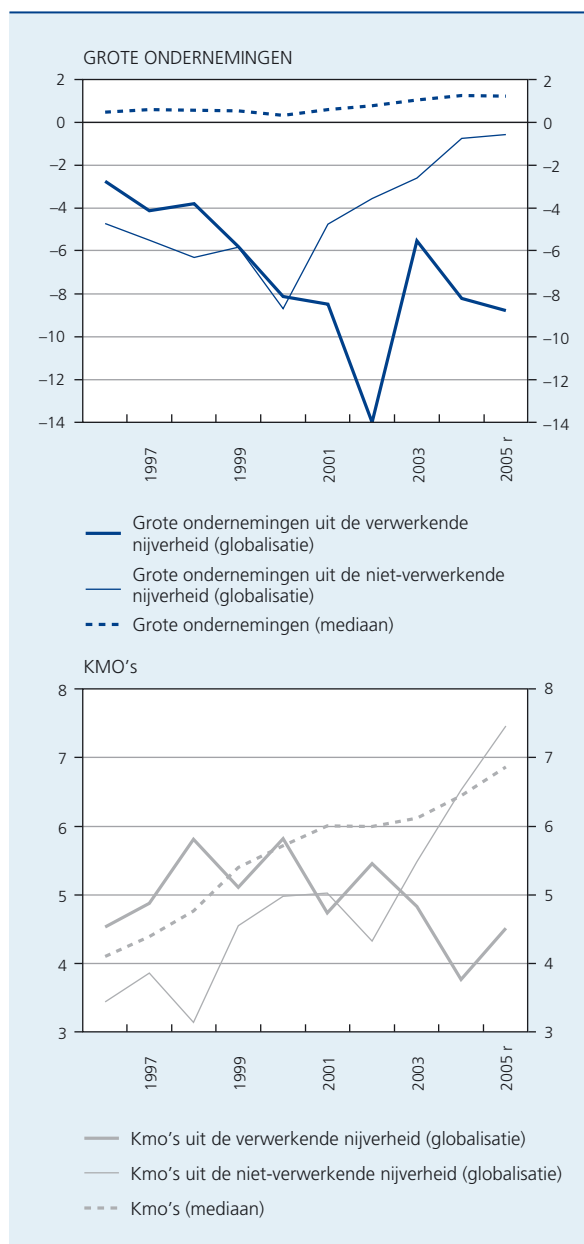
In 2005 bedroeg de geglobaliseerde ratio 1,33 voor de grote ondernemingen en 1,16 voor de kmo's, na een aanhoudende stijging sinds 2003 (grafiek 10). De ondernemingen bereikten een al met al beter financieel evenwicht dan tijdens de afgelopen jaren, zodat ze er vlotter in slagen hun schulden op korte termijn af te lossen. Bij de grote ondernemingen is de situatie sterk verbeterd in de chemische nijverheid, de metaalverwerkende nijverheid, de tak energie en water, de bouwnijverheid, de branche post en telecommunicatie, het vastgoed en de diensten aan ondernemingen. Bij de kmo's werden forse stijgingen opgetekend in de metaalverwerkende nijverheid, energie en water, alsook in de diensten aan ondernemingen. De mediaanliquiditeit is eveneens verder toegenomen in 2005, zodat de curves van de grote ondernemingen en de kmo's samenvielen. Er zij aan herinnerd dat de globalisatie meer gewicht toekent aan grote bedrijven en derhalve slechts gedeeltelijk de realiteit weerspiegelt, terwijl de mediaan voorbijgaat aan de verschillen in omvang tussen de actoren. De goede resultaten die in grafiek 10 zijn afgebeeld, verhullen aldus dat meer dan 38 pct. van de ondernemingen een negatief netto bedrijfskapitaal vertoont. De liquiditeitsratio in ruime zin houdt bovendien geen rekening met een belangrijke dimensie van het thesauriebeheer in de onderneming; in volgende grafiek wordt getracht die leemte op te vullen.

Het beeld van de liquiditeit kan immers aanzienlijk variëren, naargelang van de ratio die voor de analyse ervan wordt gehanteerd. Zo toont de verhouding tussen de netto kaspositie en de totale activa, waarvan het verloop is weergegeven in grafiek 11, duidelijk aan dat de grootste ondernemingen een netto kastekort vertonen, terwijl hun liquiditeit in ruime zin hoog is.

De netto kaspositie is berekend als het verschil tussen de kastegoeden (thesauriebeleggingen en liquide middelen) en de kasverplichtingen (financiële schulden op korte termijn). De geglobaliseerde ratio wijst erop dat deze laatste, in de grote ondernemingen, doorgaans hoger uitvallen dan de kastegoeden, aangezien die ratio er zeer negatief is, ondanks een relatieve stijging sinds 2003. Dit geeft aan dat de behoefte aan bedrijfskapitaal boven het netto bedrijfskapitaal uitstijgt, een dimensie waarmee de voorgaande ratio juist geen rekening houdt. De aan de bedrijfscyclus van de onderneming verbonden behoeften

(1) Het ruime kastekort van de coördinatiecentra is inherent aan hun definitie en werking.

GRAFIEK 11 NETTO KASPOSITIE TEN OPZICHTE VAN DE TOTALE ACTIVA
(procenten)



Bron: BNB.

worden dus niet meer door haar netto bedrijfskapitaal alleen gedekt. De voornaamste opwaartse en neerwaartse veranderingen tijdens de periode werden opgetekend in de grote ondernemingen uit de niet-verwerkende bedrijfstak diensten aan ondernemingen – coördinatiecentra⁽¹⁾ en financiële diensten – en uit de verwerkende bedrijfstakken chemische nijverheid en petrochemie. De kaspositie van de grote ondernemingen uit de niet-verwerkende bedrijfstakken was in 2005 nagenoeg in evenwicht, terwijl ze verder terugliep in de verwerkende

bedrijfstacken papier en ijzer- en staalnijverheid, zodat het verschil tussen beide categorieën van ondernemingen opnieuw groter werd. De toename van de netto kaspositie die zich datzelfde jaar voordeed in de kmo's, vloeit voort uit stijgingen in de metaalverwerkende nijverheid en in de tak energie en water, die deels werden getemperd door dalingen in de chemische nijverheid en in de branche post en telecommunicatie.

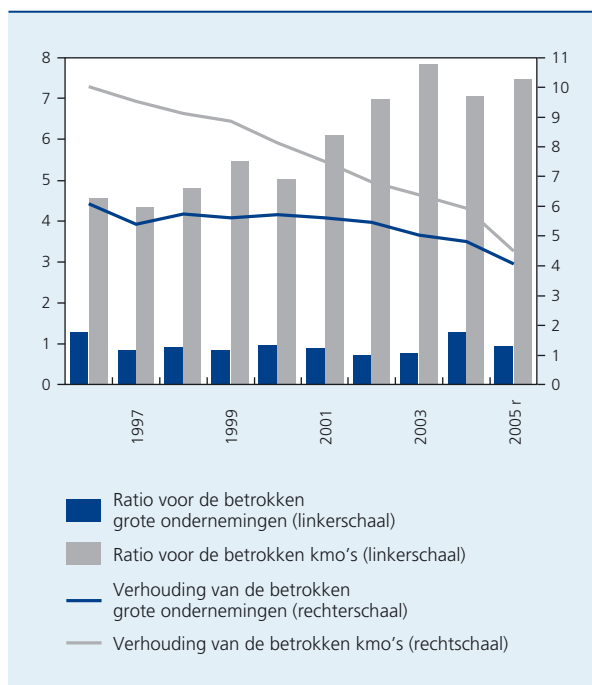
De mediaanwaarden, van hun kant, zijn positief, ongeacht de omvang van de bedrijven, maar lagen meer dan 5 punten hoger in de kmo's. Het verschil tussen de netto kaspositie van de grote ondernemingen en de kmo's ontstaat doordat de grote ondernemingen bij de inning van de financiële schulden over een aanzienlijke speelruimte beschikken, dankzij hun vorderingen en voorraden. Bovendien genieten ze een langere mediaanduur voor leverancierskrediet dan de kmo's. Vanuit een meer theoretisch oogpunt dienen ondernemingen met een netto kastekort dit zo spoedig mogelijk weg te werken door het liquiditeitsbeheer te optimaliseren, wat erop neerkomt dat ze hun netto bedrijfskapitaal verbeteren.

De situatie van de bedrijven met een ongunstige kaspositie kan worden beoordeeld aan de hand van de vervallen schuld jegens de fiscus en de RSZ, die wordt megedeeld

in de bijlage van de jaarrekening. Hoewel steeds minder ondernemingen door dat verschijnsel worden beïnvloed, zijn de ermee gemoeide bedragen verder gestegen, zowel in de grote ondernemingen als in de kmo's. Die vaststelling kan echter worden genuanceerd op grond van de ontwikkeling van de verhouding tussen die bedragen en de totale activa van enkel de betreffende ondernemingen (grafiek 12). Bovendien blijkt dat die ratio structureel hoger is in de kmo's dan in de grote ondernemingen. De linkschaal toont, per omvang, het percentage dat die geglobaliseerde ratio bereikt in de ondernemingen met een vervallen schuld jegens de fiscus en de RSZ. Het aandeel dat die ondernemingen vertegenwoordigen in de beschouwde populatie, is afgebeeld op de rechterschaal.

Bijna alle ondernemingen die vervallen schulden jegens de fiscus en de RSZ hebben, namelijk 97 pct., zijn kmo's. Toch is dat percentage in 2005 nauwelijks hoger dan de verhouding van het aantal kmo's tot de totale populatie. Het aantal grote ondernemingen en kmo's die in deze situatie verkeren groeit immers tijdens hetzelfde jaar naar elkaar toe: het bedraagt namelijk 4,1 pct. voor de eerstgenoemde en 4,5 pct. voor de laatstgenoemde. De eerder gesignaleerde verbetering van de financiële situatie van de kmo's lijkt hiermee opnieuw te worden bevestigd. Terwijl de verhouding van het bedrag van de vervallen schulden tot de totale activa onder de drempel van 1 pct. was gezakt in de grote ondernemingen, is deze in de kmo's, na een jaar van daling, in 2005 opnieuw toegenomen tot 7,5 pct. De eerste bedrijfstacken die door deze stijging werden getroffen zijn de chemie en de textielnijverheid. De teruggang in de grote ondernemingen deed zich vooral voor in de niet-verwerkende bedrijfstacken, zoals de groothandel en de diensten aan ondernemingen.

GRAFIEK 12 VERVALLEN SCHULD JEGENS DE FISCUS EN DE RSZ TEN OPZICHTE VAN DE TOTALE ACTIVA (GLOBALISATIE)
(procenten)



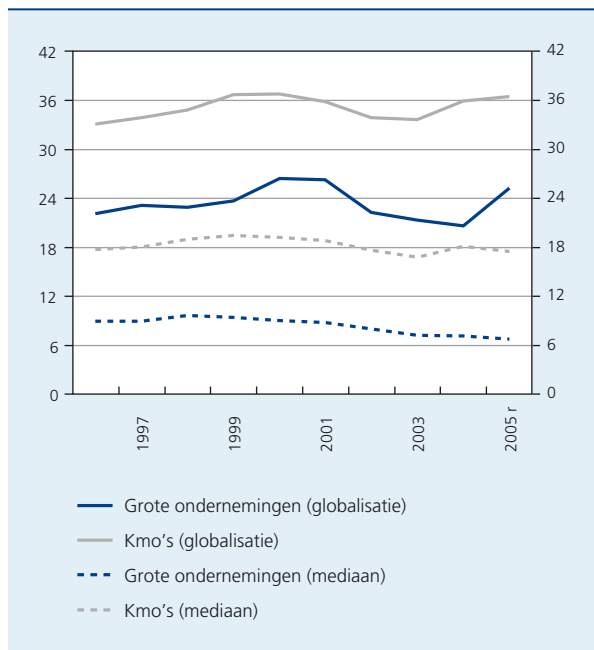
Bron: NBB.

3.4 Investerings

De investeringsinspanningen van de ondernemingen kunnen worden gemeten aan de hand van de investeringsratio, die gelijk is aan de verhouding tussen de aankopen van materiële vaste activa en de toegevoegde waarde in het boekjaar. Een hoge ratio betekent dat de ondernemingen in de loop van het verslagjaar aanzienlijke investeringsinspanningen hebben geleverd.

Het jaar 2005 gaf een opleving te zien van de totale investeringen, na een forse daling tijdens de voorgaande jaren. Deze ontwikkeling lijkt te wijzen op een inhaalbeweging, na een periode waarin investeringen werden uitgesteld in afwachting van een verbetering van het economisch klimaat. De toename van de investeringen was nog sterker in de grote ondernemingen (grafiek 13 globalisatie), waar het percentage in een jaar tijd met bijna 5 punten oplet

GRAFIEK 13 **INVESTERINGSGRAAD**
(procenten)



Bron: NBB.

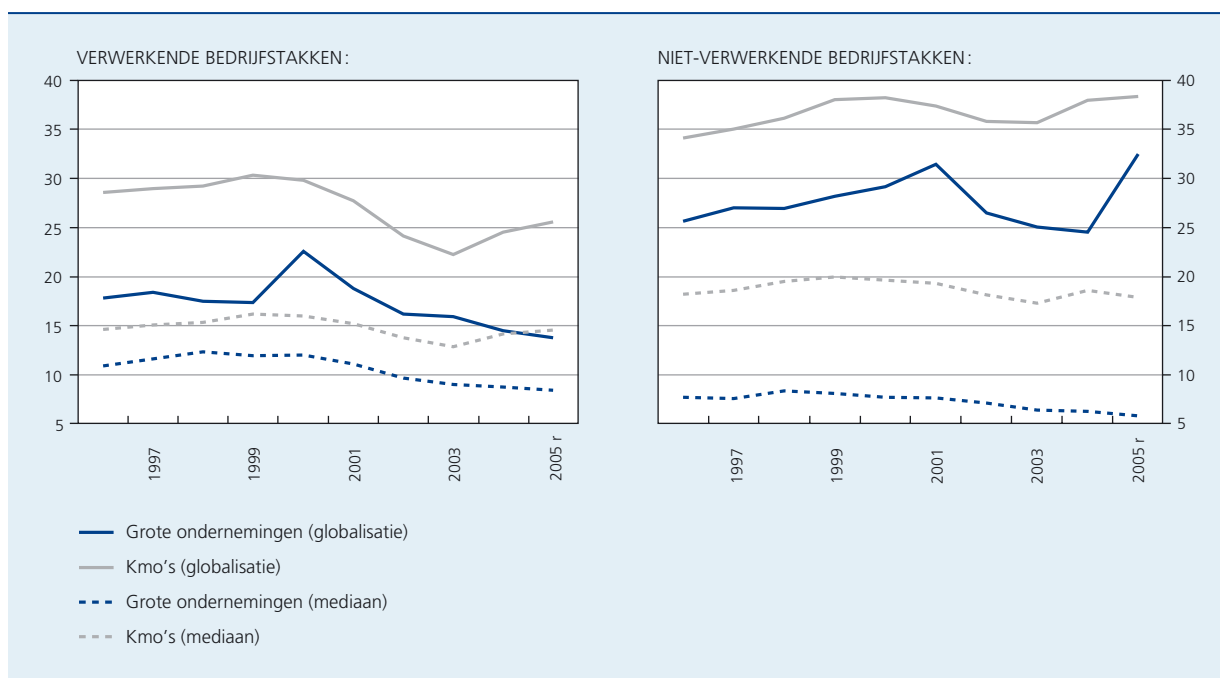
tot 25,3 pct. in 2005. Het kwam in datzelfde jaar uit op 36,5 pct. in de kmo's, na een bescheidener aangroei met 0,6 punt. Ondanks deze uiteenlopende ontwikkelingen waarbij de grote ondernemingen blijkbaar domineren, bleef de verhouding van de aankopen van materiële vaste activa tot de toegevoegde waarde groter in de kmo's. Deze voorsprong heeft te maken met het feit dat de toegevoegde waarde in verhouding tot de geïnvesteerde bedragen structureel lager is dan die van de grote ondernemingen.

In tegenstelling tot de geglobaliseerde gegevens wijst de mediaan op een lichte daling van de investeringsgraad in 2005⁽¹⁾, zowel in de grote ondernemingen als in de kmo's. Deze vaststelling lijkt erop te wijzen dat het leeuwendeel van de relatieve groei van de investeringen slechts aan een beperkt aantal grote ondernemingen kan worden toegeschreven en niet geldt voor het geheel van de niet-financiële vennootschappen.

De investeringsratio bedroeg minder dan 20 pct. voor 53 pct. van alle ondernemingen samen. Voor 16 pct. van hen lag die ratio overigens boven 100 pct.

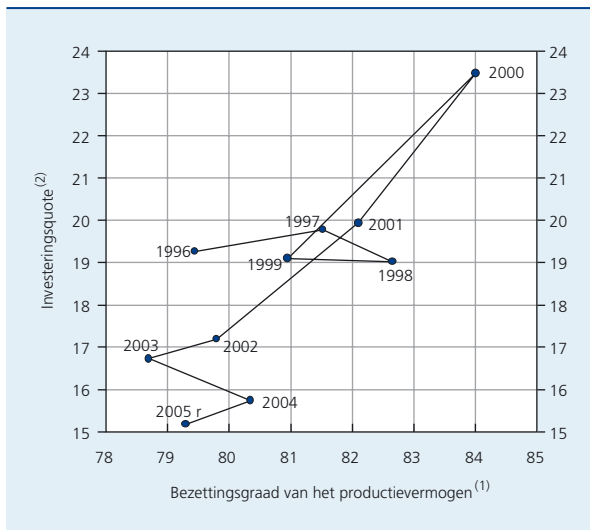
(1) In het artikel van vorig jaar werd de mediaanwaarde van de investeringsgraad berekend voor het geheel van de ondernemingen. In dit artikel slaat de berekening van deze mediaan enkel op de ondernemingen die een investering hebben verricht (zijnde aankopen van materiële vaste activa die niet gelijk zijn aan nul). Dit heeft tot gevolg dat de mediaanwaarden lager zijn dan die van 2004.

GRAFIEK 14 **INVESTERINGSGRAAD**
(procenten)



BRON: NBB.

GRAFIEK 15 INVESTERINGSGRAAD EN BEZETTINGSGRAAD VAN HET PRODUCTIEVERMOGEN IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID



Bron: NBB.

(1) Jaargemiddelde.

(2) Globalisatie voor alle bedrijven uit de verwerkende nijverheid.

De sectorale studie toont aan dat deze forse stijging van de geglobaliseerde ratio van de grote ondernemingen hoofdzakelijk voor rekening van de niet-verwerkende bedrijfstakken (grafiek 14) komt en meer in het bijzonder de bouwnijverheid en het vervoer. Het betreft vrijwel uitsluitend de sinds januari 2005 in drie vennootschappen gesplitste NMBS-groep (NMBS, Infrabel et NMBS Holding), die een belangrijk investeringsplan voor de periode 2005-2007 heeft ontwikkeld. Ook in de branche van het maritiem vervoer vonden in 2005 grote investeringen plaats, zoals de vernieuwing en uitbreiding van de zeevloot. Voor de kmo's lieten de meeste bedrijfstakken een relatieve stabiliteit van hun investeringsgraad zien, zowel wat de mediaan als de geglobaliseerde gegevens betreft.

In de grote ondernemingen uit de verwerkende nijverheid zijn de investeringen gedaald, vooral in de metaalindustrie en de metaalverwerkende nijverheid, de petrochemie en de textielbranche. De daling van de investeringen in de textielnijverheid ligt in de lijn van de afname van het productievolume (verhuizing van de productie naar lageloonlanden, met uitzondering van de logistiek). Wat de kmo's betreft, waren de metaalindustrie en de metaalverwerkende nijverheid, de aardolieaffinage en de papierindustrie de bedrijfstakken die relatief het meest investeerden.

(1) De informatie is enkel beschikbaar voor de ondernemingen die een volledig schema neerleggen. Onder kosten van onderzoek en ontwikkeling moet worden verstaan de kosten van onderzoek, vervaardiging en ontwikkeling van prototypen en van producten, uitvindingen en knowhow, die nuttig zijn voor de ontwikkeling van de toekomstige activiteiten van de vennootschap (Koninklijk besluit van 30 januari 2001 tot uitvoering van het Wetboek van vennootschappen, art. 95).

De mediaanwaarden en de geglobaliseerde cijfers geven een gelijkaardig verloop te zien.

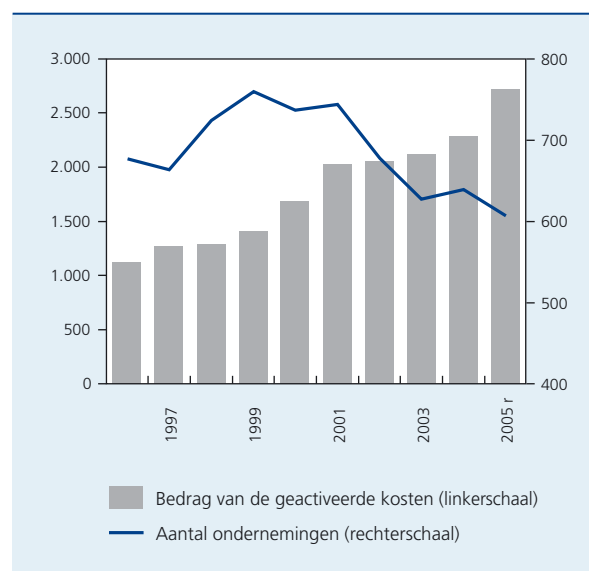
Grafiek 15 toont het verband aan tussen de investeringsratio en de bezettingsgraad van het productievermogen in de ondernemingen uit de verwerkende nijverheid. De achteruitgang van de investeringen in 2005 ging gepaard met een daling van de gemiddelde bezettingsgraad van het productievermogen. De investeringsgraad, in een jaar tijd met een half punt gedaald tot 15,2 pct. in 2005, bereikte het laagste peil van de laatste tien jaar. Een en ander is het gevolg van de achteruitgang van de investeringen in de verwerkende nijverheid.

Tot dusver werd enkel gewag gemaakt van de verhouding tussen de aankopen van materiële vaste activa en de toegevoegde waarde. De bijlage bij de jaarrekening verschaft echter ook informatie over de immateriële activa, waaronder de kosten van onderzoek en ontwikkeling (1).

Uit grafiek 16 blijkt dat het aantal ondernemingen die in onderzoek en ontwikkeling investeren sedert verscheidene jaren een dalende lijn volgt: in 2005 waren er dat nog 607. De totale geïnvesteerde bedragen stegen evenwel tot 2,7 miljard euro. De toename met 426,8 miljoen euro die in 2005 werd opgetekend kan worden toegeschreven aan de grote ondernemingen en inzonderheid aan de bedrijfstakken petrochemie en, in mindere mate, de metaalverwerkende nijverheid en de diensten aan

GRAFIEK 16 GEACTIVEERDE KOSTEN VOOR ONDERZOEK EN ONTWIKKELING (1)

(miljoenen euro's, tenzij anders vermeld)



Bron: NBB.

(1) Aankopen tijdens het verslagjaar, inclusief de geproduceerde vaste activa.

bedrijven. In de chemische branche zijn de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling verder gegroeid, ondanks de daling van de investeringen voor het derde jaar op rij. In 2005 was de chemie, met inbegrip van de farmaceutische nijverheid, goed voor zowat twee derde van alle uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling in de privésector in België.

3.5 Financiële risico's

Om de financiële risico's van de ondernemingen te beoordelen, heeft de Nationale Bank een intern model voor de voorspelling van ondernemingsfaillissementen ontwikkeld, dat werd voorgesteld in de vorige edities van dit artikel⁽¹⁾. Het wezenlijke voordeel van het model is dat alle aspecten van de financiële situatie van een onderneming in één enkele waarde worden samengevat: de risicoscore L. Aan de hand daarvan konden vier risicoklassen worden gedefinieerd, die overstemmen met intervallen van de L-score. Ze verdelen de ondernemingen in homogene risicozones op basis van het aantal ondernemingen die failliet gaan:

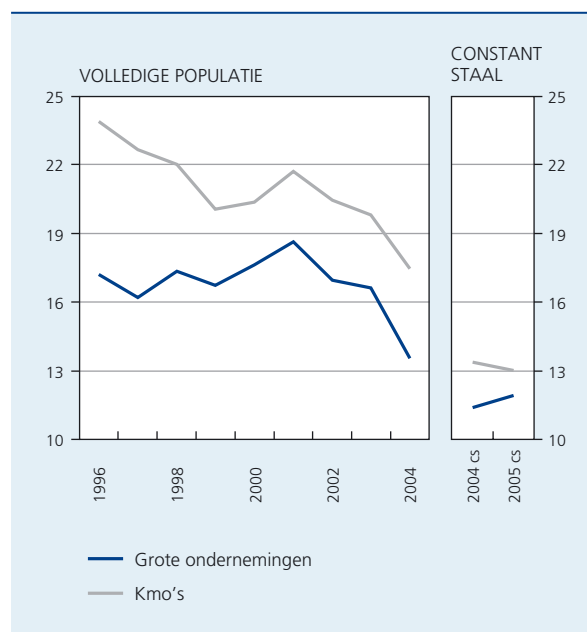
- klasse 1: $L < -0,84$: gezonde ondernemingen, waarvan het risico op falen binnen drie jaar zo goed als nihil is;
- klasse 2: $-0,84 \leq L < 0,21$: neutrale ondernemingen, waarvan het risico op falen binnen drie jaar vergelijkbaar is met het gemiddelde;
- klasse 3: $0,21 \leq L < 1,10$: ondernemingen in moeilijkheden, waarvan het risico op falen binnen drie jaar 3 tot 4 keer hoger ligt dan het gemiddelde;
- klasse 4: $1,10 \leq L$: ondernemingen in grote moeilijkheden, waarvan het risico op falen binnen drie jaar meer dan 10 keer hoger ligt dan het gemiddelde.

Die classificatie van de ondernemingen moet oordeelkundig worden geïnterpreteerd. Enerzijds krijgt een zeer klein percentage (tussen 1,5 en 2 pct. naargelang van het jaar) van de onderzochte ondernemingen daadwerkelijk te maken met een faillissement of een gerechtelijk akkoord. De classificatie moet ipso facto veeleer als een indicatie voor de financiële gezondheid worden beschouwd dan als een falingspredictie in de strikte zin van het woord: de ondernemingen uit de klassen 3 en 4 zijn niet noodzakelijk gedoemd om failliet te gaan, maar kampen wel met ernstige financiële problemen. Behalve tot een faillissement kunnen deze moeilijkheden leiden tot vertragingen in het terugbetalen van schulden of in het betalen van leveranciers, tot ontslagen, een herstructurering of

zelfs een stopzetting van de activiteit. Voorts zij vermeld dat een aantal in moeilijkheden verkerende Belgische ondernemingen deel uitmaken van multinationals die bereid zijn hen minstens tijdelijk financieel te steunen. Anderzijds vormt de classificatie slechts een gedeeltelijke beoordeling van de economische situatie van de ondernemingen, aangezien ze enkel berust op de analyse van de jaarrekeningen. Er wordt dus geen rekening gehouden met andere belangrijke aspecten, zoals de kwaliteit van de bedrijfsleiders, de concurrentie- en conjuncturele omgeving of de toekomstige ontwikkelingsperspectieven. De classificatie dient bijgevolg te worden beschouwd als een strikt financiële beoordeling van de ondernemingen op een bepaald ogenblik.

Zoals reeds is beklemtoond in het eerste deel van dit artikel, zijn de niet tijdig neergelegde jaarrekeningen afkomstig van vennootschappen die over het algemeen een minder gunstig financieel profiel vertonen. De te late neerleggingen zijn een bijzonder heikel probleem voor de ondernemingen die behoren tot de klassen 3 en 4, die daardoor sterk ondervertegenwoordigd zijn in de momenteel voor het boekjaar 2005 beschikbare jaarrekeningen. Tests uitgevoerd op de voorgaande jaren, hebben uitgewezen dat het binnen het constante staal vastgestelde risicoverloop niet systematisch representatief is voor de reële tendensen, vooral bij de kmo's, die de overgrote meerderheid vertegenwoordigen van de ondernemingen die hun balansen te laat neerleggen. Om die reden

GRAFIEK 17 PERCENTAGE VAN VENNOOTSCHAPPEN IN DE KLASSEN 3 EN 4



Bron: NBB.

(1) Zie de edities IV-2004 et IV-2005 van het Economisch Tijdschrift. Een meer gedetailleerde beschrijving van de methodologie werd ook gepubliceerd in F. Coppens, A. Hermesse et D. Vivet (2004), « De ICT-sector in België », Economisch Tijdschrift I-2004, Nationale Bank van België, Brussel.

wordt het risiconiveau in de volgende paragrafen slechts toegelicht tot 2004. Om een eerste beeld te schetsen van de meest recente tendensen, worden de ontwikkelingen binnen het constante staal eveneens toegelicht, maar dan separaat.

In 2004 bedroeg het percentage ondernemingen in de klassen 3 en 4 bij de grote ondernemingen 13,5 pct. en bij de kmo's 17,5 pct. (grafiek 17). Deze ondernemingen hebben in totaal 172.000 werknemers in dienst, waarvan 62.000 in klasse 4. Tijdens de drie jaren die volgden op het conjuncturele dieptepunt van 2001 zijn de risico's constant afgenomen (ongeacht de grootte van de ondernemingen), wat wijst op de hierboven beschreven algemene verbetering van de rentabiliteit, solvabiliteit en liquiditeit van de Belgische ondernemingen. Volgens de eerste aanwijzingen van het constante staal is deze dalende tendens in 2005 tot stilstand gekomen voor de grote ondernemingen en sterk vertraagd voor de kmo's. Wat de eerstgenoemde betreft, is de recente toename van de risico's vooral merkbaar in de industrie, maar ook in sommige takken van de dienstensector, zoals de bouw en de handel. De risico's die de kmo's lopen zijn stabiel of licht gedaald in de meeste bedrijfstakken, maar nemen fors toe in de chemie en de metaalnijverheid. Op dit ogenblik komen echter de meeste kwetsbare ondernemingen voor in de textiel en de horeca, met meer dan een kwart van de ondernemingen in de klassen 3 en 4.

Grafiek 17 wijst uit dat volgens de statistieken betreffende de faillissementen en gerechtelijke akkoorden, het percentage kwetsbare ondernemingen structureel hoger is bij de kmo's dan bij de grote ondernemingen. Uit de grafiek 18 blijkt bovendien dat dit verschil bijna volledig voor rekening komt van het percentage ondernemingen in zware moeilijkheden (klasse 4). Terwijl het percentage kmo's in klasse 3 nagenoeg gelijk is aan dat van de grote ondernemingen, is dat niet zo voor klasse 4: in 2004 verkeerden 4,5 pct. van de grote ondernemingen in ernstige moeilijkheden, terwijl dit 8,1 pct. beliep bij de kmo's.

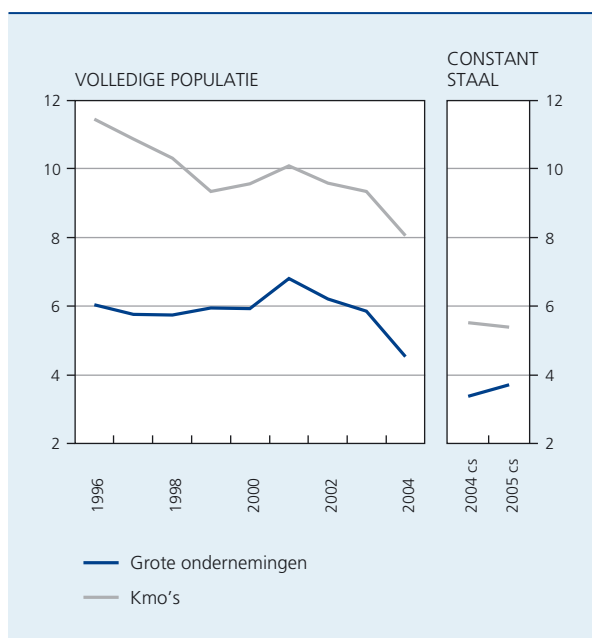
Conclusie

De economische context was in 2005 minder gunstig dan in 2004, als gevolg van de daling van zowel de buitenlandse als de binnenlandse vraag. De door de niet-financiële vennootschappen gegenereerde groei van de totale toegevoegde waarde is derhalve vertraagd van 6,6 pct. in 2004 tot 4 pct. in 2005. Tegelijkertijd zijn de exploitatiekosten voor het derde jaar op rij minder snel gestegen dan de toegevoegde waarde. Een en ander heeft geleid tot een nieuwe forse groei van het netto-bedrijfsresultaat (+8,4 pct.), dat in 2003 en 2004 al een uitzonderlijk sterke stijging liet optekenen. In drie jaar tijd is het bedrijfsresultaat met ca. 12 miljard euro of bijna 70 pct. toegenomen, vooral dankzij de beheersing van de exploitatiekosten tegen de achtergrond van een algemeen gunstig conjunctuurklimaat.

Het financiële en het uitzonderlijke resultaat lieten in 2005 een zeer positief saldo zien. Na aggregatie van alle componenten van de resultatenrekening, boekten de niet-financiële vennootschappen een netto recordwinst van bijna 41 miljard euro, een stijging van meer dan 50 pct. t.o.v. 2004. Ongerekend het uitzonderlijke resultaat kwamen de winsten uit op bijna 30 miljard euro. Pro memorie: het nettoresultaat, uitzonderlijk resultaat niet meegerekend, is sinds 2002 verdubbeld.

De netto-rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen, dat ook sterk werd beïnvloed door de schommelingen van het uitzonderlijk resultaat, is in 2005 fors toegenomen in de belangrijkste ondernemingen. Onder meer als gevolg van een iets kleiner hefboomeffect in de grote ondernemingen is de financiële schuldenlast afgenomen en bleef de financiële onafhankelijkheid groot. Mede door de aanhoudend lage rentetarieven zijn de gemiddelde rentelasten verder gedaald in verhouding tot de totale activa. Het nettobedrijfskapitaal van de grote ondernemingen en kmo's is aanzienlijk toegenomen, al bleef het voor ruim een derde van de populatie negatief. Uit de analyse van de netto kaspositie over de periode 1996-2005

GRAFIEK 18 PERCENTAGE VAN VENNOOTSCHAPPEN IN KLASSE 4



Bron: NBB.

blijkt voorts dat de behoefte aan bedrijfskapitaal van de grote ondernemingen hun netto bedrijfskapitaal overschrijdt. Het jaar 2005 werd gekenmerkt door een inhaalbeweging van vooral de grote niet-verwerkende vennootschappen op het vlak van de investeringen, na verscheidene jaren van zwakke groei. Op basis van de mediaanwaarde lieten de investeringen nochtans een daling zien. In de verwerkende nijverheid gingen de dalingen gepaard met een vrij significante achteruitgang

van de bezettingsgraad van het productievermogen. De bedragen die in onderzoek en ontwikkeling werden geïnvesteerd zijn opnieuw gestegen, maar hadden betrekking op een kleiner aantal ondernemingen. De financiële risico's, ten slotte, die tijdens de voorgaande jaren fors waren afgenomen, lijken in 2005 te stabiliseren. De kwetsbaarheid van de grote ondernemingen is in 2005 zelfs iets toegenomen.

Bijlage 1

HERGROEPERINGEN PER SECTOR

	NACE-Bel referentie
Verwerkende nijverheid	15-37
waarvan:	
Voedingsnijverheid	15-16
Textiel, kleding en schoeisel	17-19
Houtnijverheid	20
Papier, uitgeverijen en drukkerijen	21-22
Chemische nijverheid	24-25
Ijzer- en staalnijverheid	27-28
Metaalverwerkende nijverheid	29-35
Niet-verwerkende bedrijfstakken	01-14 en 40-95
waarvan:	
Kleinhandel	50-52
Groothandel	51
Horeca	55
Vervoer	60-63
Post en telecommunicatie	64
Verhuur en handel in onroerende goederen	70
Diensten aan ondernemingen	72-74 ⁽¹⁾
Energie en water	40-41
Bouwnijverheid	45

(1) Behalve 74.151 (beheer van holdings).

Bijlage 2

DEFINITIE VAN DE RATIO'S

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema ⁽¹⁾	in het verkort schema
1. Brutomarge op verkopen		
Teller (T)	$70/64 + 64/70 + 630 + 631/4 + 635/7$	$70/64 + 64/70 + 630 + 631/4 + 635/7$
Noemer (N)	$70 + 74 - 740$	70
Ratio = N/D × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
	$70 > 0$ (verkort schema) ⁽²⁾	
2. Nettomarge op verkopen		
Teller (T)	$70/64 + 64/70 + 9.125$	$70/64 + 64/70 + 9.125$
Noemer (N)	$70 + 74 - 740$	70
Ratio = N/D × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
	$70 > 0$ (verkort schema) ⁽²⁾	
3. Nettorentabiliteit van het eigen vermogen		
Teller (T)	$70/67 + 67/70$	$70/67 + 67/70$
Noemer (N)	10/15	10/15
Ratio = N/D × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
	Boekjaar van 12 maanden	
	$10/15 > 0$ ⁽²⁾	
4. Hefboomeffect		
Teller (T)	$(70/65 + 65/70) / (10/15)$	$(70/65 + 65/70) / (10/15)$
Noemer (N)	$(70/65 + 65/70 + 650) / (10/15 + 170/4 + 43 + 8.801)$	$(70/65 + 65/70 - 65) / (10/15 + 170/4 + 42 + 43)$
Ratio = N/D		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
	Boekjaar van 12 maanden	
	$10/15 > 0$ ⁽²⁾	
	$10/15 + 170/4 + 43 + 8801 > 0$ (volledig schema) ⁽²⁾	
	$10/15 + 170/4 + 42 + 43 > 0$ (verkort schema) ⁽²⁾	
5. Graad van financiële onafhankelijkheid		
Teller (T)	10/15	10/15
Noemer (N)	10/49	10/49
Ratio = N/D × 100		

(1) Waarin de resultatenrekening is weergegeven in de vorm van een lijst.

(2) Voorwaarde geldig voor het berekenen van de mediaan, maar niet voor de geglobaliseerde gegevens.

DEFINITIE VAN DE RATIO'S (vervolg)

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema ⁽¹⁾	in het verkort schema
6. Dekkingsgraad van het vreemd vermogen door de <i>cashflow</i>		
Teller (T)	70/67 + 67/70 + 630 + 631/4 + 6.501 + 635/7 + 651 + 6.560 + 6.561 + 660 + 661 + 662 – 760 – 761 – 762 + 663 – 9.125 – 780 – 680	70/67 + 67/70 + 8.079 + 8.279 + 631/4 + 635/7 + 656 + 8.475 + 8.089 + 8.289 + 8.485 – 9.125 – 780 – 680
Noemer (N)	16 + 17/49	16 + 17/49
Ratio = N/D × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden		
7. Gemiddelde rentelasten van de financiële schulden		
Teller (T)	650	– 65 – 9.125 – 9.126
Noemer (N)	170/4 + 42 + 43	170/4 + 42 + 43
Ratio = N/D × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden		
8. Liquiditeit in ruime zin		
Teller (T)	3 + 40/41 + 50/53 + 54/58 + 490/1	3 + 40/41 + 50/53 + 54/58 + 490/1
Noemer (N)	42/48 + 492/3	42/48 + 492/3
Ratio = N/D		
9. Netto kaspositie op de totale activa		
Teller (T)	50/53 + 54/58 – 43	50/53 + 54/58 – 43
Noemer (N)	10/49	10/49
Ratio = N/D × 100		
10. Investeringsratio		
Teller (T)	8.169 + 8.229 – 8.299	8.169 + 8.229 – 8.299
Noemer (N)	70/74 – 740 – 60 – 61	70/61 + 61/70
Ratio = N/D × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio: 70/74 – 740 – 60 – 61 > 0 (volledig schema) ⁽²⁾ 70/61 + 61/70 > 0 (verkort schema) ⁽²⁾		

(1) Waarin de resultatenrekening is weergegeven in de vorm van een lijst.

(2) Voorwaarde geldig voor het berekenen van de mediaan, maar niet voor de geglobaliseerde gegevens.