

Boekbespreking

H. W. Hageman, RA en
Prof. H. J. de Heer, RA (red.)

*Privatisering, een multidisciplinaire
verkenning*

Cambium B.V., Laren in samenwerking
met de Dijker groep 158 blz.
Prijs f 32,50.

Privatisering is zowel in Nederland als
in andere landen een actueel en be-
langrijk onderwerp. Over dit onderwerp
hebben elf auteurs, bijna allen werk-
zaam bij de Dijker groep, een zeer nut-
tig boek geschreven.

In het boek komen achtereenvolgens
aan de orde:

- 1 Inleiding.
- 2 Privatiseringsmotieven, -voorwaar-
den en -vormen.
- 3 Financiële aspecten.
- 4 Organisatorische aspecten.
- 5 Sociale aspecten, met name inzake
arbeidsvoorwaarden, rechtspositie
en pensioenrechten.
- 6 Juridische aspecten, waaronder
mogelijke rechtspersoonvormen.
- 7 Fiscale aspecten, zowel met betrek-
king tot directe belastingen (ven-
nootschapsbelasting, inkomstenbe-
lasting en de mogelijke vrijstelling
van overheidsbedrijven van deze be-
lastingen) als met betrekking tot de
indirecte belastingen (vooral de
BTW).
- 8 Het privatiseringsproces.

Zoals uit bovenstaande opsomming
blijkt, gaat het in dit boek om een multi-
disciplinaire benadering van het vraag-
stuk. Alle hoofdstukken zijn helder ge-
schreven en voor een niet-deskundige
in principe goed te begrijpen. Uw re-
censent acht zich niet bevoegd verder-
gaande uitspraken te doen met betrek-
king tot de hoofdstukken 5, 6 en 7, die
vooral een juridische en/of fiscale in-
valshoek hebben.

In hoofdstuk 2 komen de motieven voor
privatisering aan de orde. Hier volgen
de schrijvers de doelstellingen van pri-

vatisering, zoals die blijken uit de re-
geerakkoorden van de kabinetten Lub-
bers-I en Lubbers-II. Dat zijn:

- het realiseren van budgettaire be-
sparingen;
- het bijdragen tot afslanking en
stroomlijning van het overheidsap-
paraat, waardoor dit beter beheers-
baar wordt;
- een versterking van de marktsector,
waardoor particuliere ondernemen-
gen of branches meer kansen krijgen
voor ontwikkeling en innovatie, het-
geen de economische groei kan be-
vorderen.

In dit lijstje van doelstellingen ontbreekt
het beter afstemmen van de aangebo-
den goederen en diensten op de wen-
sen van de consument, zowel qua hoe-
veelheid als met betrekking tot de kwa-
liteit. Dat is naar mijn oordeel een we-
zenlijke doelstelling; ik heb het altijd
vreemd gevonden dat daaraan in de
stukken die op het Binnenhof circule-
ren geen aandacht wordt besteed.

In hoofdstuk 3 gaat het vooral over de
verschillen in comptabele systematiek
tussen rijksoverheid en particuliere on-
dernemingen. Deze verschillen zijn zo
groot, dat 'het begrip budgettaire be-
sparingen, indien daaraan geen bredere
strekking wordt gegeven dan hetgeen
in termen van huidige en toekomstige
uitgaven in de meerjarencijfers, de jaar-
lijkse begroting en jaarrekening van een
ministerie zichtbaar is, geen deugdelij-
ke grondslag vormt voor een verant-
woorde besluitvorming omtrent een
privatiseringsproject'. Er is dus behoef-
te aan een bedrijfseconomische calcu-
latie-methode. Daartoe heeft het Minis-
terie van Financiën bepaalde richtlijnen
opgesteld, die de auteurs kritisch on-
der de loep nemen. Zij achten deze
door het Ministerie van Financiën voor-
geschreven calculatiemethode onvol-
doende en komen met suggesties voor
verbeteringen.

In hoofdstuk 4 (over organisatorische
aspecten) komt een breed spectrum
van onderwerpen aan de orde, zoals de
vraag of de private sector bepaalde ta-
ken 'even goed of beter' doet dan de
overheid, de aan een private organisa-
tie te stellen eisen en de organisatori-

sche gevolgen van privatisering voor
de overheid.

In hoofdstuk 8 tenslotte wordt het pri-
vatiseringsproces beschreven. Daarbij
ligt de nadruk op het proces zoals het
zou moeten zijn. In werkelijkheid lijkt
het besluitvormingsproces vaak meer
op een flipperkast, (de weg die het bal-
letje gaat afleggen is moeilijk voorspel-
baar, er zijn veel obstakels) dan op een
geordend proces.

Dit boek is geschreven door practici
voor practici. Het boek is bedoeld als
praktische handreiking aan degenen
die rechtstreeks uit hoofde van hun
functie met privatisering te maken krij-
gen. Aan hen kan lezing van dit boek
van harte worden aanbevolen.

Prof. Dr. S. W. Douma

Prof. Dr. S. W. Douma is hoogleraar
bedrijfseconomie, in het bijzonder de
organisatie van de onderneming, aan
de Katholieke Universiteit Brabant,
Tilburg.

Boekbespreking

Dr. A. B. Dorsman

Dividend en dividendpolitiek

H. E. Stenfert Kroese B.V., Leiden/Antwerpen, 1988, 151 blz.
Prijs f 39,75.

Dit boek levert een belangrijke bijdrage aan een actueel en relevant onderwerp. Het houdt zich bezig met de vraag in hoeverre dividendbeleid van betekenis is voor de waarde van de onderneming. Dat het hier niet slechts gaat om voer voor academisch onderzoekers, kan met behulp van het volgende voorbeeld geïllustreerd worden.

In Den Haag circuleren al enige tijd plannen voor de privatisering van de chemiereus DSM. In concreto is de regering van plan het belang van de Staat in DSM, via de Beurs te verkopen. Volgens het plan van de regering, moet DSM eerst een 'extra' dividend van 350 miljoen gulden aan haar enige aandeelhouder, de Staat der Nederlanden, betalen. Naar goed Nederlands gebruik is er meteen de nodige deining ontstaan over de hoogte van dit bedrag. De Tweede Kamer en de Raad van State willen weten hoe de regering dit bedrag heeft vastgesteld. Het vermoeden bestaat zelfs, dat de hoogte van het voorgestelde dividend volstrekt willekeurig zou zijn! (zie de Volkskrant van 29 september jl.)

Tegenover de opgewondenheid van de hoge politieke gezagsdragers staat de constatering dat wetenschappelijk gezien het meest voor de hand ligt om te veronderstellen dat dividendpolitiek geen gevolgen heeft voor de waarde van de onderneming, en dus maakt het niets uit of de regering het bedrag van het 'extra' dividend willekeurig vaststelt.

Het is toch om het even of de Staat het bedrag van 350 miljoen nu incasseert als dividend of straks als onderdeel van de opbrengst van de verkoop van de aandelen?

Maar maakt het iets uit voor DSM? Stel dat DSM het geld gaarne had willen gebruiken voor een mooi project. Gaat het project ineens niet door omdat er dividend aan de Staat moet worden betaald? Uiteraard niet. Als DSM een goed project heeft dan zijn er vast wel externe financiers te vinden die mee willen doen. Men kan bijvoorbeeld gebruikmaken van de privatiseringsoperatie om ook nieuwe aandelen te emitteren.

Het zojuist aangehaalde voorbeeld illustreert dat het betalen van dividend eigenlijk maar twee functies vervult: het bepaalt hoe het rendement van aandeelhouders verdeeld wordt tussen dividend in contanten en vermogenswinsten; en het bepaalt de verhouding tussen de interne en externe bronnen van de financiering van de onderneming. Aan de waarde van de onderneming voegt het dividendbeleid niets toe.

Bij deze conclusie spelen drie voorwaarden een belangrijke rol.

(i) Als de te betalen belasting op dividenden en vermogenswinsten gelijk zijn, dan zal het voor beleggers niets uitmaken hoe het rendement wordt ontvangen.

(ii) Indien vast staat welke projecten de onderneming ter hand wil nemen in de toekomst, dan maakt het niets uit of de investeringen met interne of externe fondsen gefinancierd worden. Immers, de alternatieve kosten van de interne bronnen moeten even hoog zijn als de kosten van externe bronnen.

(iii) De laatste voorwaarde is dat de keuze tussen interne of externe financiering niet beïnvloed moet worden door de kosten van het aantrekken van extern vermogen. M.a.w. wij gaan ervan uit dat het aantrekken van extern vermogen (nagenoeg) kosteloos kan plaats vinden.

Gegeven deze drie voorwaarden is het voeren van een dividendbeleid een overbodige bezigheid. Niet schadelijk, maar ook niet bijdragend tot het rendement.

In het boek 'Dividend en dividendpolitiek' wordt echter op gedegen wijze

aangetoond dat er twee momenten zijn aan te wijzen waarop blijkt dat het dividendbeleid wellicht de waarde van de onderneming kan beïnvloeden. Ten eerste blijkt dat aankondigingen van *veranderingen* in het dividend gepaard gaan met veranderingen in de waardering van beleggers. Ten tweede, dat op de dag dat aandelen ex-dividend verhandeld worden ook waarderingseffecten te bespeuren zijn.

De lezer die belangstelling heeft voor het onderwerp kan ik dit boek ten zeerste aanraden. Vooral hoofdstuk 2 (waarin het probleem en de aanpak worden besproken), en de hoofdstukken 7 en 8 (waarin de resultaten van het meten van de waarderingseffecten staan) zijn goed geschreven en dus prettig leesbaar.

Naast het meten van de waarderingseffecten bij dividend aankondigingen en dividendbetalingen, wordt in het boek ook een poging gedaan om een theoretisch kader te schetsen waarin dergelijke effecten geplaatst zouden kunnen worden. Dit gedeelte van het boek is minder goed. Voor een deel ligt dat aan het feit dat het onderwerp in de literatuur nog maar weinig uitgekristalliseerd is.

De verklaring die door de auteur naar voren wordt geschoven: het streven van ondernemingen naar dividendstabilisatie, is mijns inziens minder gelukkig omdat niet aannemelijk is waarom er een verband zou moeten bestaan tussen dividendstabilisatie en de waarde van de onderneming. De mededeling dat 'in Nederland de theorie van de dividendstabilisatie een ruime aanhang (heeft) verworven' is niet overtuigend, vooral omdat de publikaties waarnaar verwezen wordt, uit 1948, 1950 en 1957 stammen en zeker niet tot het canon van het vakgebied gerekend kunnen worden.

R. E. Wessels

Dr. R. E. Wessels is verbonden aan de vakgroep Monetaire Economie van de Erasmus Universiteit Rotterdam.