

De overnamemarkt: protectie of vrije handel?

De laatste jaren is er nogal wat discussie ontstaan over de merites van een vrije overnamemarkt voor ondernemingen – ook wel toegespitst op de pro's en contra's van beschermingsconstructies. Volgens sommigen betreft het een groot speculantencircus, waarin een kleine groep mensen poogt zo snel mogelijk rijk te worden. Aan de andere kant wordt vaak naar voren gebracht dat de eigenaars van aandelen in de 'beschermde' ondernemingen worden benadeeld. In de *ESB* van 14 september vorig jaar, die geheel aan overnames en beschermingsconstructies was gewijd, ben ik uitgegaan van twee uiteenlopende doelstellingen die volgens de economische theorie het ondernemingsgedrag kunnen motiveren: winstmaximalisatie versus omzetmaximalisatie. Om te onderzoeken of er op dit punt verschil is te ontdekken moet men een internationale vergelijking maken tussen landen met uiteenlopende stelsels, aangezien binnen een land het institutionele regime grosso modo op alle ondernemingen van toepassing is.

Onderstaande tabel is zeer verhelderend. Hierin zijn in een aantal landen met verschillende overnameregimes omzetgroei en winstvoet van de twintig grootste ondernemingen vergeleken over de periode 1979-1988; de gegevens zijn ontleend aan de jaarlijkse *Fortune*-lijsten van de 500 grootste ondernemingen. Voor Nederland konden niet de twintig grootste ondernemingen vermeld worden, daar de *Fortune*-lijsten slechts elf tot dertien ondernemingen voor ons land bevatten. Shell en Unilever zijn voor de helft aan het Verenigd Koninkrijk en aan Nederland toegerekend. Omdat de winstvoet van beide concerns het beeld sterk beïnvloedt, en het bovendien plausibel is het gedrag van deze ondernemingen als 'Angelsaksisch' aan te merken, zijn tussen haakjes de winstvoetpercentages weergegeven excl. Shell en Unilever; deze zijn voor het gedrag van de grote Nederlandse ondernemingen relevanter dan de ervoor staande getallen.

Omzetgroei en winstvoet van de 20 grootste ondernemingen in een aantal landen (in %)

	Omzetgroei 1979-1988	Winstvoet voor correctie	Winstvoet na correctie
Ver. Staten	48,0	5,3	9,75
Ver. Koninkrijk	45,4	5,9	9,01
Frankrijk	51,4	2,5	4,49
Nederland	52,9	4,7(3,2)	8,24(5,49)
West-Duitsland	80,2	1,9	4,31
Japan	190,6	2,4	4,23

De winstvoet voor correctie (kolom 2) is bepaald als het gemiddelde van de

H.W. de Jong



twintig grootste ondernemingen op het punt van de netto-winst gedeeld door de omzet in de jaren 1979, 1985 en 1988. Deze drie jaren waren in alle landen relatief gunstige jaren, zodat geen vertekening optreedt door bij voorbeeld conjunctureel bepaalde onderbezettingverliezen. De winstvoet na correctie (kolom 3) is de bovenstaande gemiddelde netto-winstvoet gecorrigeerd voor de verschillen in vennootschapsbelasting tussen de landen (gebaseerd op de OESO-publikatie *Taxation in developed countries* (blz. 87)). Ter geruststelling van statistici die argwaan koesteren tegen gemiddelden: in ieder van de afzonderlijke jaren was het beeld praktisch overeenkomstig het hier gepresenteerde gemiddelde. Dit blijkt wel uit de frappante bevinding dat in geen enkel jaar de hoogste winstvoet behaald door de 20 grootste ondernemingen in Japan of West-Duitsland het niveau bereikte van de laagste winstvoet van de groep leidende ondernemingen in de Angelsaksische landen. Anders gesteld: voor alle jaren overtrof de laagste gemiddelde winstvoet van de Angelsaksers de hoogste gemiddelde winsten van de groepen Japanse en West-Duitse ondernemingen. En: in ieder afzonderlijk jaar was de laagste winstvoet van de groep Angelsaksische ondernemingen hoger dan de hoogste winstvoet van de groepen Franse en Nederlandse ondernemingen (zonder Shell en Unilever). Daarmee is vastgesteld dat het sterk uiteenlopende winstvoetniveau systematische betekenis heeft.

Het grote verschil in omzetgroei van de grote ondernemingen tussen enerzijds West-Duitsland en Japan en anderzijds de Angelsaksische landen is evenmin toevallig. Het kan niet aan de uiteenlopende nationale economische groei worden toegeschreven. De groei van het reële bnp en de industriële productie was in West-Duitsland in de periode 1979-1988 lager dan in Groot-Brit-

tannië en de Verenigde Staten. De Japanse economische groei was weliswaar hoger dan die in de Angelsaksische landen, maar niet zoveel hoger dat daaruit de viermaal zo grote omzetgroei van de grote Japanse concerns kan worden verklaard. Ergo: de leidende Japanse en Duitse ondernemingen streven systematisch naar omzetgroei, vooral op de exportmarkten; de Angelsaksers naar winstmaximalisatie. Aangezien exporttransacties in ieder land voornamelijk door de grote ondernemingen worden uitgevoerd en als regel een lagere winstvoet opleveren, is de samenhang van hoge omzetgroei en lage winstmarge van de leidende Japanse en Duitse concerns plausibel.

In theorie impliceert omzetmaximalisatie niet dat de totale winst lager hoeft te zijn en – a fortiori – niet dat de ingehouden winsten kleiner behoeven te zijn. Maar in de werkelijkheid ligt dat wat anders: de 20 leidende Engelse concerns behalen een omzet van 80% van de Duitse groep, maar hun totale winst is 2,5 maal zo groot! In de vergelijking VS-Japan is sprake van een soortgelijke verhouding.

De hier signaleerde gedragsverschillen hebben twee belangrijke implicaties. Ten eerste, een gedeelte van de gedurende de laatste tien jaren bestaande onevenwichtigheden op de internationale betalingsbalansen valt toe te schrijven aan de verschillen in beschermingsconstructies, die in Japan en West-Duitsland het overnemen van ondernemingen beletten. Het bestaan van een vrije overnamemarkt zou namelijk het gedrag van deze leidende ondernemingen veranderen van omzetmaximalisatie in winstmaximalisatie, want een overnemer zou in een vrije markt de minder of niet-remuneratieve activiteiten van de overgenomen ondernemingen met profijt kunnen beëindigen of reduceren. Omzetmaximalisatie berust op protectie!

Een tweede implicatie is dat deze verschillen op den duur moeten verdwijnen of verminderen. Terecht zeggen de Angelsaksers dat Rowntree, Plessey of Bridgewater kunnen worden overgenomen, maar Siemens, Philips of een Japanse onderneming niet. De recente EG-voorstellen rammelen reeds aan deze deur. Als aandeelhouders hun fiat moeten geven aan toekomstige verdedigingsmaatregelen in geval van een bod, als het aandelenbezit van Duitse banken in grote ondernemingen moet worden beperkt tot 10% van het totaal en als de 'autocontrole' van de Franse houdstermaatschappijen met hun circulaire aandelenbezit wordt geregeld, zal er op den duur het een en ander veranderen.

H.W. de Jong