

Privatisering van staatsbedrijven: wanneer heeft dat zin?

Privatisering van staatsbedrijven levert vaak, maar niet altijd efficiency-winsten op.

Volgens theoretisch onderzoek naar de effecten van privatisering is te verwachten dat de overgang van de publieke naar de private sector de prestaties van bedrijven gunstig beïnvloedt¹. In de literatuur zijn daar een aantal verklaringen te vinden. De meest gangbare gedachtengang is dat de scheiding van het bezit en beheer van een onderneming een agency-probleem introduceert tussen de bezitter van de onderneming (de principaal) en het management (de agent). Bij private ondernemingen zijn er voor het management sterkere prikkels aanwezig om efficiënt te werken dan bij ondernemingen in publieke handen. Bij private ondernemingen kunnen aandeelhouders hun afkeuring laten blijken door hun bezit te verkopen of zelfs door het zittende management weg te stemmen. Bij ondernemingen in publieke handen zijn de aandelen in eerste instantie niet overdraagbaar en is de relatie tussen het management en de bezitters van de onderneming veel diffuser.

De disciplinerende invloed van de particuliere aandeelhouders op het management is het grootst als deze na privatisering een meerderheidsbelang in het voormalige staatsbedrijf hebben

verworven. Daarnaast zouden de prestaties van staatsbedrijven die geen concurrentie ondervinden in hun afzetmarkten na privatisering aanzienlijk meer verbeteren dan die van de staatsbedrijven die in de periode voor privatisering reeds de klappen van de (concurrentie-)zweep hebben leren kennen. De afstandverkleining tussen principaal en agent na privatisering zal vooral bij de weinig doelmatige monopolistische bedrijven de efficiëntie sterk verbeteren.

Het doel van dit artikel is na te gaan in hoeverre de bovengenoemde effecten zich daadwerkelijk voordoen.

Data en methodologie

De dataset van het onderzoek bestaat uit 58 voormalige staatsbedrijven waarvan de aandelen door de overheid in de periode 1979-1991 zijn geïntroduceerd op de beurzen van Londen (38), Singapore (12) en Toronto (8).

De drie beurzen zijn geselecteerd op basis van twee criteria². Allereerst moet het aantal privatiseringen dat in de periode 1979 (de start van het toonaangevende Britse privatiseringsprogramma) tot en met 1991 via een aan-

delenintroductie op de desbetreffende beurs is voltooid, voldoende groot zijn om statistische analyse mogelijk te maken. Gekozen is voor een drempelwaarde van acht aandelenintroducties van staatsbedrijven. Ten tweede worden alleen beurzen met een marktkapitalisatie van voldoende omvang geselecteerd. Hiermee worden beurzen met een geringe marktkapitalisatie, waar door de gebrekkige liquiditeit de kans bestaat dat onbetrouwbare slotkoersen tot stand komen, uitgesloten. Gekozen is voor een drempelwaarde van \$ 50 mrd ultimo 1991. De beurzen van Londen, Singapore, Toronto, Kuala Lumpur en Parijs voldoen aan beide criteria. In tweede instantie zijn de aandelenintroducties van staatsbedrijven die op de twee laatstgenoemde beurzen hebben plaatsgevonden niet in de dataset opgenomen, vanwege het afwijkende emissie-mechanisme dat op deze beurzen toepast is bij aandelenintroducties³.

Voor alle aandelenintroducties van staatsbedrijven in de periode 1979-1991 op de beurzen van Londen, Singapore en Toronto wordt voor de drie jaren vóór en drie jaren na het jaar van introductie de omzet, de netto winst, de investeringen, het balanstotaal en het aantal werknemers genoteerd. De informatie is afkomstig uit de jaarverslagen van de geprivatiseerde ondernemingen en uit de gegevens van de databank van Extel Financial (de zogeheten Extel Cards).

In tabel 1 worden de variabelen weergegeven die gebruikt worden om vast te stellen of privatisering significant positieve bedrijfseconomische effecten sorteert. Voor zover de gegevens voorhanden zijn wordt het gemiddelde van elk van de vijf variabe-

Tabel 1. Definities van proxy-variabelen die gebruikt worden om bedrijfseconomische effecten van privatisering te meten

Verandering in:	Variabele	Definitie
Winstgevendheid	NW/O	Netto winst/Omzet (%)
Investerings-intensiteit	INV/O	Investeringen/Omzet (%)
	INV/BT	Investeringen/ Balanstotaal (%)
Efficiency	O/WN	Omzet/Werknemer ($\times 10^4$ lok. val.)
	NW/WN	Netto winst/Werknemer ($\times 10^4$ lok. val.)

1. R.J. Zeckhauser en M. Horn, The control and performance of state-owned enterprises, in: *Privatization and state-owned enterprises*, Kluwer Academic Publishers, 1989.

2. F.E. Huibers, *The Pricing of Public and Private Sector IPOs: Theory and Evidence*, Uitgeverij Eburon, Delft, 1994.

3. Zie J.G. McDonald en B.C. Jacquillat, Pricing of initial equity issues: the French sealed bid auction, *Journal of Business*, blz. 37-47, 1974 voor de beurs van Parijs en S. Dawson, Secondary stock market performance of initial public offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984, *Journal of Business Finance and Accounting*, blz. 65-76, 1987 voor de beurs van Kuala Lumpur.

len over de driejarige periode vóór en na het jaar dat de aandelen van het desbetreffende staatsbedrijf op de beurs zijn geïntroduceerd, berekend⁴. Om vast te stellen of er een statistisch significant verschil bestaat tussen het gemiddelde vóór en na privatisering wordt een t-toets uitgevoerd⁵. Daarnaast wordt de groep van 58 geprivatiseerde bedrijven verdeeld in twee categorieën om te meten of de positieve effecten zich duidelijker manifesteren als (a) het bedrijf in de driejarige periode voor privatisering monopolistisch is, en (b) de overheid een meerderheid van de aandelen in het voormalige staatsbedrijf verkoopt.

Een bedrijf is monopolistisch als het van de overheid een exclusief recht heeft verkregen om een activiteit te ontplooiën in een gegeven geografisch gebied.

Onderzoeksresultaten

De resultaten van tabel 2 geven aan dat privatisering inderdaad de verwachte positieve effecten sorteert. Echter, alleen in het geval van de variabele netto winst/werknemer is het effect significant.

Monopolistisch vs niet-monopolistisch

Als de geprivatiseerde bedrijven worden verdeeld in monopolistische en niet-monopolistische bedrijven, blijkt dat het positieve effect van privatisering alleen bij de eerstgenoemde bedrijven significant is. Zowel de efficiency als de investeringsintensiteit blijkt significant toe te nemen.

De significante stijging van de omzet en winst per werknemer van de

Tabel 2. Resultaten t-toets voor verschil in gemiddelden proxy variabelen voor en na privatisering: gehele groep

Proxy var.	Voor	Na	t-waarde	Nv;Nn
NW/O	8,57	9,64	-0,65	51;51
INV/O	15,43	20,26	-1,20	38;47
INV/BT	9,14	9,62	-0,52	38;47
O/WN	11,68	14,59	-1,27	35;32
NW/WN	0,67	1,16	-2,13**	35;32

bedrijven die voor privatisering over een monopoliepositie beschikten zou het gevolg kunnen zijn van een exploitatie van deze positie in de periode na privatisering. Voor de bedrijven die in dit onderzoek zijn opgenomen is deze verklaring echter onwaarschijnlijk.

Het grootste deel van de bedrijven in de dataset bestaat uit Britse bedrijven die door de regering-Thatcher verkocht zijn. Gelijktijdig met de privatisering heeft de regering Thatcher de markten van voormalige monopolisten (zoals bij voorbeeld British Telecom en de electriciteitsmaatschappijen) rigoreus geliberaliseerd. De voormalige monopolistische staatsbedrijven werden wettelijk gedwongen om de gemiddelde stijging van afzetprijzen onder een bepaald maximum te houden. Tevens werden op de diverse deelmarkten van de voormalige staatsbedrijven concurrentie toegelaten (zoals op het gebied van internationale en mobiele telefonie in het geval van British Telecom en op het gebied van de verkoop van electriciteit via een geïnstitutionaliseerde 'spotmarket' in het geval van electriciteitsmaatschappijen). In de meeste landen (waaronder de voor dit onderzoek relevante Singapore en Canada) gaat pri-

vativering hand in hand met liberalisering.

In de geliberaliseerde markten hebben de voormalig monopolistische staatsbedrijven na privatisering de investeringsintensiteit (gemeten als INV/BT) significant opgevoerd. Modernisering en uitbreiding van het productie-apparaat lijkt de reactie van de voormalige monopolisten te zijn geweest. Daarmee lijkt de toename van de omzet en winst per werknemer eerder het gevolg van meer doelmatige produktiemethoden dan van een exploitatie van de marktposities. Ook het feit dat de netto marge (de variabele NW/O) van de voormalige monopolisten niet significant stijgt na privatisering, wijst in deze richting.

Bij de bedrijven die voor privatisering reeds in concurrerende afzetmarkten opereerden, is geen toename van de investeringsintensiteit te bespeuren. Een verklaring voor het uitblijven van positieve effecten op de efficiency and investeringsintensiteit van privatisering bij deze bedrijven is dat de concurrentiedruk in de jaren voor privatisering reeds tot de nodige aanpassingen heeft gedwongen. Monopolistische staatsbedrijven hebben zich – in de luwte van de beschermde posities – kunnen veroorloven om efficiency-verhogende investeringen niet te doen.

De variabelen voor efficiency geven een indruk van de efficiency-effecten van privatisering voor het bedrijf als geheel. Het is mogelijk dat de voormalige monopolisten op deelmarkten wel degelijk van de verkregen bewegingsruimte na privatisering gebruik maken om hun marktpositie te misbruiken. Een meer gedetailleerde ana-

Tabel 3. Resultaten t-toets voor verschil in gemiddelden proxy variabelen voor en na privatisering: onderverdeling (a) niet-monopolistisch en (b) monopolistisch

Proxy var.	Voor	Na	t-waarde	Nv;Nn
(a) NW/O	6,87	7,83	-0,44	22;21
(b) NW/O	9,87	10,90	-0,45	29;30
(a) INV/O	10,49	9,80	0,24	14;19
(b) INV/O	18,30	27,35	-1,50	24;28
(a) INV/BT	8,25	6,80	0,78	14;19
(b) INV/BT	9,66	11,53	-2,50**	24;28
(a) O/WN	13,25	7,08	0,67	8;4
(b) O/WN	11,22	15,67	-2,17**	27;28
(a) NW/WN	0,73	0,13	0,98	8;4
(b) NW/WN	0,65	1,30	-2,96**	28;28

4. De effecten die optreden door de proxy variabelen te corrigeren voor inflatie en wisselkoersen zijn niet zodanig dat deze de resultaten van het onderzoek belangrijk veranderen.

5. Als t-toets aangeeft dat het verschil in gemiddelden significant is bij een betrouwbaarheidsinterval van 5% (10%) wordt dit aangegeven met ** (*).

Tabel 4. Resultaten t-toets voor verschil in gemiddelden proxy variabelen voor en na privatisering: onderverdeling (a) partiële privatisering en (b) volledige privatisering

Proxy var.	Vóór	Na	t-waarde	Nv;Nn
(a) NW/O	6,55	8,75	-0,74	12;13
(b) NW/O	9,19	9,94	-0,39	39;38
(a) INV/O	10,24	7,70	0,87	7;11
(b) INV/O	16,60	24,09	-1,52	31;36
(a) INV/BT	7,30	5,48	0,65	7;11
(b) INV/BT	9,56	10,89	-1,72*	31;36
(a) O/WN	30,42	16,71		3;1
(b) O/WN	9,93	14,53	-2,30**	32;31
(a) NW/WN	1,80	-0,21		3;1
(b) NW/WN	0,56	1,20	-3,18**	32;31

lyse van prijs- en margeveranderingen voor en na privatisering alsmede de scheiding van de privatisering en liberalisering effecten zou een meer geschakeerde conclusie inzake de efficiency effecten van privatisering mogelijk maken.

Partiële of volledige privatisering

Een soortgelijk beeld doet zich voor als de geprivatiseerde bedrijven verdeeld worden in volledige en partiële privatiseringen. Ook hier zijn de proxy-variabelen voor investeringsintensiteit (INV/BT) en efficiency (O/WN en NW/WN) significant hoger na volledige privatisering. Geen van de gemiddelde waarden van de proxy variabelen is significant hoger in het geval van partiële privatiseringen. De resultaten wijzen erop dat de positieve effecten van privatisering vooral optreden als de zeggenschap over het staatsbedrijf daadwerkelijk in handen van particuliere aandeelhouders komt. Het lijkt erop de tucht van de kapitaalmarkt weinig invloed heeft op de efficiency van bedrijven waarin de overheid na privatisering een meerderheidsbelang behoudt. Weliswaar is een deel van de aandelen verkocht, de afstand tussen principaal en agent blijft ongewijzigd.

De resultaten dienen echter met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden. Er wordt immers in de vergelijking van de gemiddelde waarde van de proxy variabelen in de twee deelgroepen (bedrijven die ofwel volledig ofwel partieel geprivatiseerd zijn) niet gecontroleerd voor het effect dat uitgaat van de liberalisering van de markten van monopolistische staatsbedrij-

ven. Door de exercitie van tabel 4 te reproduceren voor, bij voorbeeld, alleen monopolistische staatsbedrijven, kunnen de bedrijfeconomische effecten van privatisering van volledige versus partiële privatisering gemeten worden. De omvang van de dataset van dit onderzoek laat statistische analyse van de resultaten van deze exercitie echter niet toe. Een verdere verkleining van de omvang van de deelgroepen leidt tot onbetrouwbare interpretatie van de resultaten van statistisch analyse en is daarom niet uitgevoerd.

Conclusie

In lijn met de voorspellingen van de theorie geven de resultaten van dit onderzoek aan dat de winstgevendheid, investeringsintensiteit en de efficiency van bedrijven toenemen na privatisering en dat de toename het duidelijkst is bij bedrijven waarvan de overheid een meerderheidsbelang verkoopt en/of bij bedrijven met een monopoliepositie. Dit impliceert dat partiële privatisering niet zinvol is als het leitmotiv voor privatisering bestaat uit de verbetering van de efficiency van staatsbedrijven. Privatisering is geen effectief instrument om de doelmatigheid van staatsbedrijven te verbeteren, als die reeds concurrentie onder vinden op de afzetmarkt. In dat geval spelen de eigendomsverhoudingen een ondergeschikte rol.

F.E. Huibers

De auteur is werkzaam als hoofd Asset Management bij Rabobank Nederland. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.