



## Rijnlandse ondernemingen presteren beter

**Auteur(s):**

Jong, H.W. de

*De auteur is emeritus-hoogleraar Externe organisatie aan de Universiteit van Amsterdam.*

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4049, pagina 228, 13 maart 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

corporate, governance, industriële, organisatie

*De laatste tijd wordt vaak gepleit voor invoering van het Angelsaksische ondernemingsmodel. Een vergelijking tussen Angelsaksische, Germaanse en Latijnse grote ondernemingen leert echter dat de eerste groep het minder goed doet op de criteria netto toegevoegde waarde, productiviteit en ontwikkeling van werkgelegenheid.*

**De grote onderneming blijft een onderwerp van gesprek en onderzoek, zoals dat altijd het geval is geweest. Het thema van de beschouwingen is evenwel aan veranderingen onderhevig. In de jaren vijftig en zestig was er verwondering over de snelle groei van grote ondernemingen. Bij het speuren naar de oorzaken daarvan concentreerde men zich op schaalvoordelen; zowel van technische als niet-technische aard, alsmede hun invloed op ondernemings- en marktconcentratie. In de jaren zeventig ging het om de macht, vooral gezien tegen de achtergrond van multinationalisatie: de botsing van de (veronderstelde) autonomie van grote ondernemingen met staat en samenleving, hun bijdrage aan kosten- en prijsinflatie en de alom verwachte dominantie van markten.**

Het thema in de jaren tachtig was de rivaliteit tussen groot en klein. Het oprukken van de kleine onderneming, waaronder vooral de innovatieve 'entrepreneurial firm' in de VS en het relatieve gebrek daaraan in de Europese economie. Deze dialectische omslag in de thematiek leidde als vanzelf naar de discussie die de jaren negentig beheerst: is de organisatie van het grote concern optimaal, wie heeft de zeggenschap erin en zijn haar prestaties afhankelijk van het ondernemingsmodel?

### Twee soorten kapitalisme

Evenals de discussies over de genoemde thema's uit voorgaande decennia zijn ook de huidige gekleurd door ideologische tegenstellingen. Een duidelijk voorbeeld daarvan is de controverse 'stakeholder capitalism' versus 'shareholder capitalism', opgevoerd in een hoofdartikel, onlangs gepubliceerd in de Londense Economist<sup>1</sup>. Daarin wordt betoogd dat het Europees-continentale en Japanse ondernemingsstelsel, dat gericht is op het dienen van alle betrokken belanghebbenden, z'n beste tijd gehad heeft en beter vervangen kan worden door het in de Angelsaksische landen prevalerende aandeelhouderskapitalisme.

Het laatste ziet als doelstelling van de grote, aan de beurs genoteerde ondernemingen, de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Beweerd wordt voorts dat de internationalisatie van kapitaalmarkten het streven naar zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde onontkoombaar maakt. Ook een macro-economische vergelijking van de economische prestaties van de onderscheiden landen (de VS, Engeland, Duitsland en Japan) zou in die richting wijzen. De ideologische inslag herkent men aan de verwrongen methodiek die gebruikt wordt bij de bewijsvoering. Enerzijds worden macro-economische prestaties van landen geassocieerd met de organisatiestructuren van een beperkte groep, beursgenoteerde *grote concerns*; anderzijds wordt, hoewel dit twijfelachtig is<sup>2</sup>, 'bewijs' geleverd met behulp van gangbare observaties van individuele gevallen. Het verbaast dan ook niet dat in een recent artikel<sup>3</sup>, twee Amerikaanse economen tot een diametraal andere conclusie komen: op basis van een uit zes onderdelen samengestelde index van de rechten van werknemers in en buiten ondernemingen van de G-7 landen, vinden zij een sterk positief verband tussen de productiviteit en genoemde index. Landen met een 'stakeholder'-economie hebben duidelijk betere (productiviteits)prestaties. Ook deze bijdrage levert evenwel geen sluitend bewijs, want enerzijds heeft het cijfermateriaal betrekking op de periode 1972-1988, zodat het argument van *The Economist* inzake gedateerdheid van de 'stakeholder economy' voor de jaren negentig alsnog op zou kunnen gaan; anderzijds is het mogelijk dat de getoonde correlatie een andere interpretatie toelaat: de hoge productiviteitsgroei in Japan, Duitsland, Frankrijk en Italië zou, hoewel te danken aan andere oorzaken, de vele maatschappelijke voorrechten van werknemers in die landen in vergelijking met de VS, Engeland en Canada mogelijk kunnen maken. De huidige relatieve stagnatie in eerstgenoemde landen zou dan nopen tot aanpassing.

Dit soort redeneringen gaat voorbij aan de vraag, welk ondernemingsstelsel, met name van de grote concerns, beter werkt inzake productiviteit, werkgelegenheid, beloning van belanghebbenden, groei van de onderneming, enz. Daartoe kan men er niet omheen directe vergelijkingen te maken van de grote ondernemingen zelf. Door macro-economische grootheden in te brengen vertroebelt men de problematiek. Het is denkbaar dat (a) Angelsaksische concernstructuren minder goede prestaties leveren, terwijl (b) kleine ondernemingen in die landen beter uit de voeten kunnen, om wat voor reden dan ook. En dit laatste beïnvloedt sterk (c) de werkgelegenheidsgroei. Een methodiek zoals van *The Economist* schrijft het laatste ten onrechte aan (a) toe, in plaats van aan (b).

### Welk model?

Is de tegenstelling aandeelhouderskapitalisme versus belanghebbendenkapitalisme een juiste? Zij suggereert dat in Angelsaksische landen de aandeelhouders, via de kapitaalmarkt, het voor het zeggen hebben, en in continentaal-Europese landen niet. Maar in de grote

continentale concerns zijn aandeelhouders minstens even sterk vertegenwoordigd als in Engelse grote ondernemingen - het zijn alleen andere aandeelhouders.

Met betrekking tot particulieren is er weinig verschil: hun belangen lopen uiteen van 19,4% (Duitsland) tot 23,9% (Frankrijk), met Engeland daartussen in <sup>4</sup>. Het opmerkelijke verschil is het grote belang van institutionele beleggers (verzekeraars, pensioenfondsen) in Engeland (ca. 60%) tegenover het belang van andere ondernemingen in Frankrijk en Duitsland (resp. 50% en 40%) en het belang van grote banken in Duitse concerns.

Waarom zouden die andere aandeelhouders (ondernemingen en banken), die bovendien veelal geconcentreerde belangen hebben die directe toegang tot de besluitvorming mogelijk maken <sup>5</sup>, hun aandacht minder richten op efficiëntie en groei, dan verzekeraars en pensioenfondsen, die bovendien een indirecte rol spelen, namelijk via de beurs? De genoemde tegenstelling is ook niet juist als men op de besluitvorming afgaat. Die is in bepaalde continentale landen weliswaar meervoudig, waarbij banken, middels het 'Depotstimmrecht' en commissarisplaatsen, werknemers, middels de ondernemingsraad, en vooral commissarissen hun invloed kunnen doen gelden, in tegenstelling tot de Angelsaksische onderneming waarin de directie - en met name de president-directeur, de chief executive officer (ceo) - een bijkans autonome positie heeft.

Het verschil is eerder dat in Angelsaksische ondernemingen de ceo, met zijn directie, belangrijke besluiten neemt die pas ex post, al dan niet gesanctioneerd worden door de aandeelhoudersvergadering en/of de kapitaalmarkt, terwijl dat in de typische continentale onderneming een zaak van ex ante overleg met de belangrijkste belanghebbenden is <sup>6</sup>. Men zou dat laatste een netwerk-stelsel kunnen noemen, en dat is inderdaad typerend voor Latijnse en Japanse concernstructuren. Maar in de Rijnlandse <sup>7</sup> of Germaanse concernorganisatie is dit overleg toch eerder met de intern betrokkenen - de vertegenwoordigers in de raad van commissarissen, de ondernemingsraad, de bank, enz. - en daardoor geïnternaliseerd. De driedeling: Angelsaksische, Latijnse en Germaanse ondernemingsmodellen, hoewel evenzeer schematiserend, typeert m.i. beter de verschillende stelsels. [tabel 1](#) geeft een beknopt overzicht.

**Tabel 1. Kenmerken van Europese ondernemingen**

	Angelsaksisch	Germaans	Latijns
1. Aandeelhoudersconcentratie	-	+	++
2. Ondernemingsnetwerken	-	+	++
3. Kapitaalmarkt oriëntatie	++	-	-
4. Onbeperkte overname markt	++	-	+
5. Bankoriëntatie	-	++	+
6. Werknemersinvloed	-	+	-
7. Autonomie van de ondernemingsleiding	++	+	-

Aanduiding der tekens: ++ zeer belangrijk; + enigermate van belang; - onbelangrijk, afwezig of van indirecte betekenis.

Angelsaksische ondernemingen: hoofdzetel in het VK en Ierland; Kon. Shell, Unilever en Reed-Elsevier geheel aan deze groep toegerekend. Germaanse ondernemingen: hoofdzetel in het Duitsland, Scandinavië, Nederland, en Zwitserland/Oostenrijk. Latijnse ondernemingen: hoofdzetel in Frankrijk, België, Italië, Spanje en Portugal.

## Typing en oorsprong van de modellen

Angelsaksische ondernemingen zijn op de kapitaalmarkt georiënteerd, Latijnse ondernemingen hebben grootaandeelhouders en/of maken deel uit van soms ingewikkeld vertakte financiële of industriële groepen, die door middel van holdings en sub-holdings de grote ondernemingen beheersen en vaak sturen <sup>8</sup>. Onvriendelijke overnames, hoewel voorkomend, zijn een onregelmatige gebeurtenis, en werknemersinvloed op de besluitvorming is er niet of, indien voorkomend zoals in de Franse 'comité's d'entreprises', van adviserende betekenis.

Germaanse ondernemingsstelsels komen het dichtst in de buurt van het 'stakeholders capitalism', maar variaties zijn zichtbaar: in een Zwitserse onderneming mankeert als regel een afzonderlijke raad van commissarissen, bij Nederlandse ondernemingen is geen sprake van werknemers die in deze raad gekozen kunnen worden, zoals in Duitsland, en de rol van de banken is in de Scandinavische grote ondernemingen minder geprononceerd geworden, tegenover groeiende onderlinge participaties <sup>9</sup>.

Ondanks deze verschillen is het gemeenschappelijke in het Germaanse model het bewustzijn dat de grote onderneming niet het uitvloeisel is van een contractuele relatie tussen een groep aandeelhouders, die als eigenaren een directie aanstellen, en een management dat op haar beurt werknemers als productiemiddelen engageert en afdankt. Zo'n model, dat in de Angelsaksische literatuur het 'principal agent'-model wordt genoemd, is inderdaad van kapitalistische snit: de kapitaalverschaffers schieten het kapitaal voor waarmee een bestuurder werknemers aan het werk zet ten einde zo hoog mogelijke winst te genereren. Gaat de ondernemingsleiding buiten haar boekje, bijvoorbeeld door diversificatie, dan moet zij gecorrigeerd kunnen worden door de kapitaalmarkt. Dit model van ondernemen heeft een lange 'dogmenhistorie': bij Schumpeter kan men lezen dat het, ontworpen door de Physiocraten als prototype voor de grote 18e-eeuwse landbouwbedrijven, via Smith waar zich de wegen scheidde, zowel in de liberale traditie als in de Marxistische theorie genesteld heeft <sup>10</sup>.

Maar de Germaanse traditie, ontwikkeld in Nederland, met de VOC <sup>11</sup>, ging ervan uit dat het de ondernemers zijn die het voortbrengingsproces organiseren, en daarbij zowel arbeid als kapitaal nodig hebben. Men sloot hierbij enerzijds aan bij de uit Italië afkomstige praktijk om compagnieën op te zetten met actieve (ondernemende) en passieve (deelnemende) participant(en); anderzijds vergde de omvang, uitgestrektheid en de risicovolle aard van het bedrijf de transcendentie van het temporele marktgebeuren in een omvattende ondernemingsstrategie. De VOC werd dan ook gezien als een duurzame aangelegenheid: een permanent geïnvesteerd

kapitaal, herinvestering van (een deel van) de winsten en verhandelbaarheid van aandelen met het oog op liquiditeit <sup>12</sup>. Deze innovatie <sup>13</sup> werd op brede schaal in continentaal Europa nagevolgd <sup>14</sup>.

Het Latijnse systeem is eveneens gericht op continuïteit en stabiliteit. Hoewel de aandeelhouder volgens het Franse recht eigenaar is en zeggenschap heeft naar rato van het aandelenbezit, heeft het onderscheid tussen 'beleggingstitels' en 'deelnemingstitels' grote gevolgen. Bezit van meer dan 5% van het vennootschapskapitaal verplicht tot openbaarmaking omtrent de te volgen beleidslijn voor het komende jaar, op straffe van stemverlies.

De meerderheid der institutionele beleggers geeft de voorkeur aan beleggingstitels met preferentieel rendement of lagere uitgiftekoers, doch zonder zeggenschap. Deelnemingstitels worden gezocht door blokaandeelhouders, die bovendien allianties kunnen vormen om zeggenschap te verzekeren, stabiliteitsvoorwaarden af te spreken en de leiding te benoemen. Het criterium bij conflicten is het ondernemingsbelang. Als geen groepering de meerderheid bezit wordt dit criterium geïnterpreteerd, zodanig dat de ondernemingsleiding de verwezenlijking van lange-termijndoelstellingen kan voortzetten <sup>15</sup>.

Samengevat markeren een drietal punten het verschil tussen het Angelsaksische en het continentale type van vennootschappelijke organisatie:

- » het primaat van de kapitalist in het eerste type, tegenover de leidende rol van de ondernemer in het tweede type;
- » de bedoelde transcendentie en permanentie van de vennootschap die de voorrang heeft boven de belangen van ieder der deelnemende partijen;
- » de visie op de vennootschap als een samenwerkingsverband van betrokkenen tegenover de verticale bezits- en zeggenschapsstructuur <sup>16</sup>; in deze opvatting was de scheiding tussen aandeelhouders en managers derhalve een ernstig probleem.

### Prestatievergelijking

De kernvraag is, welk stelsel de betere resultaten afwerpt. We vergelijken groepen grote ondernemingen uit de verschillende stelsels op de criteria productiviteit, groei en werkgelegenheid. Daarbij biedt de Europese economie een goed oefenterrein, want daarin zijn de drie onderscheiden vennootschappen vertegenwoordigd met een voldoende aantal en een genoegzaam gevarieerd bestand aan ondernemingen. Het laatste is van belang omdat de productiviteit - waaronder hier verstaan wordt de netto toegevoegde waarde per werknemer <sup>17</sup> - tussen sectoren nogal uiteen loopt. Het is dus zaak om zoveel mogelijk gelijke aandelen van hoogproductieve en laagproductieve sectoren op te nemen. In de opstelling van de circa honderd grootste Europese ondernemingen, die in het navolgende als gegevensbestand is gebruikt, wordt aan die voorwaarde voldaan <sup>18</sup>. Laagproductieve sectoren zoals de detailhandel, staal-, glas- en non-ferrometaalfabricage hebben in ieder der drie regio's 17-18% van het totaal aantal ondernemingen; hoogproductieve sectoren (telecom, pharma, olie, gas- en energieproductie, media) zijn in de Angelsaksische en Latijnse regio met 30%, en in de Rijnlandse regio met 26% vertegenwoordigd.

### Waardeproductiviteit

De waardeproductiviteit wordt gemeten op twee manieren:

- » als gemiddelde netto toegevoegde waarde per werknemer van alle ondernemingen die in een bepaald jaar in een regio voorkwamen. Teneinde conjuncturele invloeden en herstructureringen te elimineren, werden deze jaarlijkse gemiddelden over de vier jaren (1991-'94) wederom gemiddeld;
- » als percentage van het totaal aantal ondernemingen per regio dat jaarlijks hoger dan de Europese mediaan scoort. Deze percentages werden over de periode 1991-1994 wederom gemiddeld.

Uitkomsten staan in [tabel 2](#). Het blijkt dat de Rijnlandse of Germaanse ondernemingen een massa aan toegevoegde waarde hebben, die bijna de helft van het Europese totaal uitmaakt, terwijl de gemiddelde Germaanse onderneming groter is dan die uit beide andere regio's. De Angelsaksische ondernemingen hebben - naar beide maatstaven gemeten - een waardeproductiviteit die lager is dan die van de andere ondernemingstypen.

**Tabel 2. Omvang, ontwikkeling en productiviteit van grote Europese ondernemingen**

	Omvang			Ontwikkeling				Productiviteit	
	Aant ond.	Tot. NTW*	Gem. ondn.*	1991*	1992*	1993*	1994*	gem. per werkn.**	NTW % boven mediaan
Angelsaksisch	32	98,1	3,1	99,6	93,6	98,1	101,1	41,7	35,3
Germaans	52	204,7	4,0	182,8	199,6	207,8	228,3	48,3	56,8
Latijns	37	122,2	3,3	114,7	126,5	121,5	126,0	46,0	53,2
Alle grote Eur. ondernemingen	121	425,0	3,5	397,1	419,7	455,4	45,9	50,1	

\* bedragen in mrd ecu; \*\* bedragen in duizend ecu; Bron: FEM gegevensbestand.

## Relatieve groei

Ook de relatieve groei volgt uit de cijfers van [tabel 2](#). De Germaanse massa aan netto toegevoegde waarde groeide met bijna 25% sneller dan in beide andere regio's (resp 1,5% en 10%). De top van de Duitse, Zwitserse, Nederlandse en Scandinavische concerns is blijkbaar de recessie beter doorgekomen dan de andere concerns. Enige reserve t.o.v. de Latijnse ondernemingen is op z'n plaats, aangezien de grote staatsondernemingen uit niet in de cijfers begrepen zijn, maar hun effect lijkt eerder negatief te zijn.

Ten einde de lange-termijngroei te kunnen vergelijken, is uit de Fortune-cijfers de relatieve-grootteverhouding over een periode van dertig jaar bepaald, voor een viertal grootteklassen ([tabel 3](#)). Het is evident dat de Angelsaksische grote ondernemingen tussen 1962 en 1993 in alle grootte-classes terrein verloren hebben. Waren de Engelse ondernemingen in de grootteklassen van de nummers 11-20 en 21-30 in 1962 nog van een omvang (omzet) van twee-derde, in 1993 waren zij gezakt tot een-derde van de omvang der continentale ondernemingen. Opmerkelijk is teruggang vooral geweest in de hectische fusie-perioden in de jaren zestig en de jaren tachtig; toen kwamen in Engeland veel overnames voor, waardoor het primaat van de kapitaalmarkt - door het management te corrigeren - onderstreept werd.

**Tabel 3. Relatieve grootte-verhouding van Angelsaksische en continentale grote ondernemingen**

Grootte-klasse	1962	1971	1981	1993	1994*
1-5	2,35	1,55	1,72	0,91	0,97
6-10	0,84	0,78	0,46	0,35	0,48
11-20	0,64	0,54	0,45	0,31	0,43
21-30	0,68	0,46	0,46	0,34	0,34

\* Inbegrepen ook de niet-industriële ondernemingen in bankwezen, verzekeringen, transport, detailhandel, enz. *Fortune*, 7 augustus 1995.

Bronnen: A.P. Jacquemin en H.W. de Jong, *European Industrial Organization* Londen, 1977, blz. 101; *Fortune*, 23 augustus 1982 en 25 juli 1994.

De laatste kolom geeft ter vergelijking het jaar 1994, waarvoor *Fortune* de niet-industriële ondernemingen meenam in de lijst van de 500 grootste ondernemingen ter wereld. De Engelse relatieve grootte ligt op een iets hoger niveau vanwege de relatief grotere vertegenwoordiging van deze niet-industriële concerns in dat land.

Een niet onaanzienlijk deel van de grote Angelsaksische concerns verdwijnt vanwege overname door buitenlandse (vooral continentale) concerns: ICL (computers, door Fujitsu), Rover (auto's, door BMW), Boots Pharmaceuticals (Hoechst), de waterleidingbedrijven (door Franse concerns), de merchant banks (door Duitse, Zwitserse en Nederlandse banken), enz. Opsplitsingen, zoals van Hanson, Boots, Thorn-EMI, ICI, enz. worden door de kapitaalmarkten toegejuicht en voeden de op snelle winsten beluste overnamemarkt, maar maken de eigen ondernemingsbasis smaller. De lage productiviteitsgroei doet de rest, zodat de relatieve betekenis van Angelsaksische ondernemingen in Europa steeds verder daalt.

## Werkgelegenheidsontwikkeling

De werkgelegenheidsontwikkeling van de 100 ondernemingen waarvoor doorlopende cijfers beschikbaar waren gedurende de recessie en opleving van 1991-1994 valt uit [tabel 4](#) af te lezen. Gerekend is in volledige arbeidsplaatsen. Het blijkt dat de grote Europese ondernemingen ruim 600.000 arbeidsplaatsen verloren, ofte wel 6,2% van hun bestand in 1991. De achteruitgang van de werkgelegenheid bij de grote Engelse ondernemingen bedroeg ruim 15%, die van de continentale ondernemingen slechts 2 à 3%. Het doorsnee grote Engelse concern ging daardoor met maar liefst bijna 13.500 werknemers terug, het gemiddelde continentale concern met 2 à 3.000 werknemers. Het verschil in gemiddelde omvang is daardoor nog groter geworden dan het in 1991 al was.

**Tabel 4. Werkgelegenheid bij de grote Europese concerns**

	Aantal ondern.	Tot werkn.		index 1991 = 100	gem. omvang in 1994 (in 1.000)
		1991	1994		
Angelsaksisch	30	2.596	2.192	84,4	73,1
Germaans	47	4.601	4.463	97,0	95,0
Latijns	31	2.609	2.540	97,4	81,9
Totaal	108	9.806	9.195	93,8	85,1

In deze jaren waren overall vele ondernemingen bezig met het verminderen van hun werkgelegenheid, maar de percentages van de 'verliezers' liepen tussen de regio's niet ver uiteen: bij de Angelsaksische groep 60%, bij de Germaanse groep 57% en bij de Latijnse groep 52%. Bijgevolg is de vermindering van de werkgelegenheid bij die Engelse ondernemingen, die het aantal arbeidsplaatsen reduceerden, veel groter geweest per onderneming.

Bij de werkgelegenheidsontwikkeling zijn ook de gevolgen van fusies en overnames mede begrepen, evenals die van afstotingen en sluitingen van bedrijven: het gaat ons hier niet om de autonome werkgelegenheidscreatie of -vernietiging van deze ondernemingen, maar om de gevolgen van hun totale gedrag.

## Verdeling van netto toegevoegde waarde

Het opvallende verschil in gedragingen in productiviteit, groei en werkgelegenheid hangt vrijwel zeker samen met de verdeling van de netto toegevoegde waarde over de factoren arbeid, kapitaalverschaffers en overheid. [tabel 5](#) laat zien dat daarbij substantiële verschillen voorkomen. De continentale ondernemingen betalen een veel hoger percentage van de gegenereerde NTW aan arbeid (incl. sociale lasten), nl. ongeveer twintig procentpunten, en een lager deel aan de kapitaalverschaffers en de overheid. Bij de Angelsaksische ondernemingen gaat ook een zeer groot aandeel, nl. 15%, als dividend naar aandeelhouders, tegen 3 tot 5% bij de continentale ondernemingen. Aangezien het hier een gemiddelde van goede en minder goede jaren betreft en deze uiteenlopende cijfers ook voorkomen in ieder der beschouwde jaren, is dit opmerkelijke verschil een weergave van de onderliggende werkelijkheid. Het spoort met de model-voorstellingen die eerder werden uiteengezet.

**Tabel 5. De verdeling van de netto toegevoegde waarde in %, gemiddelden voor de jaren 1991-1994**

	Arbeid	Kapitaal- verschaffers	Overheid	Reser- veringen	Dividend
Angelsaksisch	62,2	23,5	14,3	3,2	15,0
Germaans	86,1	8,8	5,1	5,2	3,0
Latijns	80,3	14,4	5,3	3,0	4,7
Totaal					
Eur. ondern.	79,0	13,7	7,3	3,6	6,1

NB: De verdeling heeft betrekking op de kern-groep van ondernemingen waarvoor gedurende tenminste drie jaren vergelijkbare cijfers voorhanden.

Wel overdrijven de percentages van het arbeidsaandeel het verschil enigermate. Rijnlandse vennootschappen - met name Duitse [19](#) - betalen direct of indirect (bijv. via 'Penionszusagen') grotere bedragen dan de Angelsaksers aan sociale lasten, die bij de Engelsen uit de publieke kas worden gefinancierd. Een niet te verwaarlozen verschil is voorts dat Duitse ondernemingen jaarlijks netto-rentebedragen ontvangen, i.t.t. de anderen die als regel netto-rentelasten hebben. Positieve rentebaten, hoge afschrijvingen en pensioenreserves, die zij het verplicht herverzekerd - in eigen beheer blijven, garanderen een groot deel van de Germaanse ondernemingen een brede kasstroom, zodat de zgn discipline van de kapitaalmarkt voor deze ondernemingen nauwelijks bestaat [20](#).

Gezien de gevonden resultaten moet men dit Angelsaksische idee met een korreltje zout nemen; men kan blijkbaar grote, efficiënte en groeiende concerns hebben die de kapitaalmarkt benutten als het hen uitkomt; de efficiënte-kapitaalmarkthypothese wil in dit verband niet meer zeggen dan dat de markt alle bekende informatie verwerkt, niet dat het ook het optimale instrument voor kapitaalallocatie is.

## Conclusie

De prestaties van groepen grote Europese ondernemingen, hier in drie modeltypen onderscheiden, blijken in belangrijke mate te verschillen. Angelsaksische ondernemingen betalen een hoog aandeel van de netto toegevoegde waarde aan aandeelhouders in de vorm van dividend, maar hebben een lager van gemiddelde productiviteit per werknemer, een geringere groei van de totale toegevoegde waarde (waardoor hun relatieve grootte voortdurend afneemt) en reduceren de werkgelegenheid, vooral in de recessiejaren, sterker dan de continentale ondernemingen.

Bij de continentale ondernemingen kan men het Rijnlandse of Germaanse type onderscheiden van het Latijnse type. De waardeproductiviteit is bij het laatste type iets lager, de groei van de massa der netto toegevoegde waarde ook, de doorsnee-omvang is ongeveer vergelijkbaar met die van de Angelsaksische terwijl het verdelingspatroon tussen dat van de beide andere typen ligt, zij het dichter bij het Rijnlandse dan bij het Angelsaksische model.

De is dat de continentale ondernemingen een betere maatschappelijke prestatie leveren. Blijkbaar heeft de druk van de kapitaalmarkt, door middel van de verdeling van de netto toegevoegde waarde, een averechtse uitwerking op het prestatievermogen van grote ondernemingen

1 *The Economist*, 10 februari 1996, blz. 13-14 en blz. 21-25.

2 Hoe dubieus zo'n procedure is bleek toen bladen als *Fortune en Business Week* een 'productiviteitsrevolutie' meenden te hebben ontdekt. Blijkens een uiteenzetting van twee economen van de Federal Reserve Bank is daar geen sprake van, zie *Challenge*, nov.-dec. 1995.

3 R. Buchele en J. Christiansen, Worker rights promote productivity growth, *Challenge*, sept.-okt. 1995, blz 32-37

4 J. Charkham, *Keeping good company: a study of corporate governance in five countries*, Oxford, 1994, blz. 185. De cijfers hebben betrekking op de jaren 1988/89.

5 Charkham, op.cit.

6 H.W. de Jong, Der Markt für Unternehmen. Systemverschiedenheiten, Unternehmensleistungen und das wettbewerbliche Harmonisierungsbedürfnis aus europäischer Sicht, in J. Kruse en O.G. Mayer (red.), *Aktuelle Probleme der Wettbewerbs- und Wirtschaftspolitik*, Baden-Baden, 1996, blz. 88-91.

- 7 De grote Scandinavische ondernemingen voldoen ook aan de criteria van het model.
- 8 H.W. de Jong, Der Markt für Unternehmen, op.cit., blz. 90.
- 9 Zie E. Berglöf, Ownership of equity and corporate governance in Sweden, in Baums, Buxbaum, Hopt (red.), *Institutional investors and corporate governance*, Berlin-New York, 1994, blz. 322-327.
- 10 J. Schumpeter, *History of economic analysis*, New York, 1954, blz. 235-239 en 554-557.
- 11 H.W. de Jong, In unity power? Business Combinations in Dutch economic history, in: M. Davids e.a. (red.), *Proceedings of the conference on business history*, oktober 1994, Centre of Business History, Erasmus Universiteit Rotterdam, blz. 208-230.
- 12 J. de Vries en A. van der Woude, *Nederland 1500-1815*, 1995, blz. 452-453.
- 13 N. Steensgaard, The Dutch East India Company as an institutional innovation, in M. Aymard (red.), *Dutch capitalism and world capitalism*, Cambridge, 1984. blz. 250-254.
- 14 R. Bösselmann, Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert, Berlin, 1939, blz. 49-56.
- 15 Y. Guyon, Les investisseurs institutionnels en droit français, in Baums, Buxbaum en Hopt, op.cit. blz. 385-397; eveneens E. Wymeersch, *Institutional investors and financial groups in Belgium*, op.cit. blz. 347-384.
- 16 Men kan deze visie al traceren bij A. Smith (*The Wealth of Nations*, Oxford, 1976, deel 2, blz. 741)
- 17 Zie ook H.W. de Jong, Prestaties van grote ondernemingen, *ESB*, 22 maart 1995, blz. 276-280.
- 18 Gegevens ontleend aan: *FEM* 28 november 1992, 27 november 1993, 12 november 1994 en 28 oktober 1995.
- 19 M. Hauck, The equity market in Germany, in Baums, Buxbaum, Hopt, op.cit. blz. 555-564.
- 20 Zie *Monatsberichte* van okt. en nov. 1991, waar de Bundesbank berekent dat de 'Pensionrückstellungen' circa 95% van het nieuwe aandelenkapitaal uitgegeven door de Duitse ondernemingen in de jaren 1980-90 bedroegen (totaal DM 126,1 mrd.) Dat het aandelenrendement in Japan en Rijnlandse landen niet slechter uitpakt dan in de Angelsaksische regio toonden ook J. Abegglen en G. Stalk aan in Kaisha, *The Japanese corporation*, New York, 1985, tabel 7-6.