

**OVER GELD EN MACHT**  
FINANCIERING EN  
CORPORATE GOVERNANCE  
VAN HET NEDERLANDSE  
BEDRIJFSLEVEN

Deze uitgave is mede mogelijk gemaakt door een bijdrage van de  
Stichting Unger-Van Brero Fonds.

© 2015 Gerarda Westerhuis en Abe de Jong

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde  
uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd,  
opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar  
gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch,  
mechanisch door fotokopieën, opnamen of enig andere manier, zonder  
voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

*No part of this book may be reproduced in any way whatsoever  
without the written permission of the publisher.*

*Vormgeving omslag en binnenwerk*

Marise Knechtmans, Amsterdam

*Zetwerk*

Bart van den Tooren, Amsterdam

*Druk en afwerking*

Wilco, Amersfoort

ISBN 9789089531469

NUR 680

[www.uitgeverijboom.nl](http://www.uitgeverijboom.nl)

**OVERGELDENMAGHT**

FINANCIERING EN CORPORATE  
GOVERNANCE VAN HET  
NEDERLANDSE BEDRIJFSLEVEN

*Gerarda Westerhuis en Abe de Jong*

Boom - Amsterdam



Omstreeks 1950 werden de actuele beurskoersen nog eenvoudigweg bekendgemaakt op krijtborden die handmatig werden geactualiseerd. In kringen van beurshandelaren konden de aanpassingen op ruime belangstelling rekenen, zoals hier op het Beursplein 5 gelegen aan het Damrak.

# INHOUDSOPGAVE

<b>Woord vooraf</b>	9
<b>Met dank aan</b>	11
<b>HOOFDSTUK 1</b>	13
<b>OVER GELD EN MACHT</b>	
<b>Inleiding</b>	13
<b>Theoretisch raamwerk</b>	15
Uitgangspunten	15
Economie: efficiëntie en financiering	15
Innovaties in het economisch denken: agency-problemen en marktefficiëntie	17
Sociologie: macht en groepen	18
Institutes, veranderingen, en de kracht van ideeën	19
<b>Variaties in kapitalistische systemen</b>	20
<b>Opzet van het onderzoek</b>	22
<b>HOOFDSTUK 2</b>	29
<b>ECONOMISCHE GROEI EN</b>	
<b>FAMILIEKAPITALISME, 1870-1914</b>	
<b>Inleiding</b>	29
<b>De vraag naar financiering</b>	30
<b>Het aanbod van financiering</b>	33
De oprichting van naamloze vennootschappen	33
Beursondernemingen	34
Particulieren en ondernemingen	37
Beleggingsfondsen	38
Tussen aandelen en obligaties: financieringspreferente aandelen	39
De prolongatiemarkt	41
Het bankwezen	41
De overheid	43
<b>Het bestuur en toezicht van</b>	44
<b>ondernemingen</b>	
Het Wetboek van Koophandel 1838: bestuurders en aandeelhouders	44
Beschermingsconstructies	45
Verslaglegging en transparantie	48
Persoonlijke netwerken	50
<b>Conclusie</b>	55

HOOFDSTUK 3		Het familiebedrijf	130
SCHEIDING TUSSEN LEIDING EN	67	Verslaglegging	132
EIGENDOM, 1914-1945		Aandeelhoudersrechten	134
		Het structuurregime van 1971	137
<b>Inleiding</b>	67	Persoonlijke netwerken	139
<b>Kapitaalbehoefte van ondernemingen</b>	68	<b>Conclusies</b>	142
<b>Financieringsbronnen</b>	70	HOOFDSTUK 5	157
Eigen vermogen	73	SPANNINGEN TUSSEN BESTUURDERS EN	
Interne financiering met ingehouden	75	FINANCIËLE MARKTEN, 1980-2007	
winsten		<b>Inleiding</b>	157
Lang vreemd vermogen	76	<b>Van crisis naar bloei tot nieuwe crisis</b>	158
Kort vreemd vermogen	78	<b>Financiering: de rol van</b>	161
<b>Financiers en intermediairs</b>	79	<b>kapitaalmarkten</b>	
Bedrijven en particulieren	79	Kapitaalintensiteit	163
Beleggingsfondsen	80	De verhouding tussen eigen en vreemd	164
Institutionele investeerders	81	vermogen	
Banken	82	Verliezen beursondernemingen hun glans?	165
<b>Het bestuur en toezicht van</b>	85	De beurs: van zelfregulering naar	167
<b>ondernemingen</b>		overheidstoezicht	
De wet van 1928	85	<b>Bestaande en nieuwe financiers en</b>	167
Beschermingsconstructies	89	<b>intermediairs</b>	
Winstverdeling	92	Banken: veranderende strategieën	168
Persoonlijke netwerken	94	Institutionele beleggers	170
<b>Conclusie</b>	96	Private equity- en hedgefondsen	172
HOOFDSTUK 4	111	Sovereign Wealth Funds	173
SCHAALVERGROTING EN		Beleggingsfondsen	174
BESTUURDERS ALS HOEDERS VAN HET		De overheid	175
BEDRIJFSBELANG, 1945-1980		Durfkapitaal	176
<b>Inleiding</b>	111	<b>Het bestuur en toezicht van</b>	180
<b>Kapitaalbehoefte van ondernemingen</b>	113	<b>ondernemingen</b>	
<b>Financieringsbronnen</b>	115	Aandeelhoudersbezit	181
Eigen vermogen	116	Aandeelhoudersrechten	182
Vreemd vermogen	118	Dividendpolitiek en aandeleninkoop	189
De verhouding tussen eigen en vreemd	119	Veranderingen in de Raad van	191
vermogen		Bestuur en Raad van Commissarissen	
<b>Financiers en intermediairs</b>	122	<b>Conclusie</b>	198
Expansie van het Nederlandse bankwezen	122	HOOFDSTUK 6	213
Institutionele beleggers blijven	124	SLOTBESCHOUWING	
conservatief		<b>Inleiding</b>	213
Beleggingsfondsen	126	<b>Nederlandse beursondernemingen in</b>	213
<b>Het bestuur en toezicht van</b>	128	<b>de twintigste eeuw</b>	
<b>ondernemingen</b>		<b>Financiering in de twintigste eeuw</b>	215
Schaalvergroting, reorganisaties en de	128		
rol van consultants			

<b>De spelers op de financiële markt</b>	215
<b>Varieties of Capitalism</b>	217
<b>Machtsverschuivingen tussen aandeelhouders en bestuurders</b>	218
<b>Instituties en veranderingen</b>	220
<b>De kracht van ideeën</b>	221
<b>Appendix</b>	227
<b>Noten</b>	239
<b>Bibliografie</b>	255
<b>Lijst van tabellen en figuren</b>	265
<b>Illustratieverantwoording</b>	269
<b>Personenregister</b>	273
<b>Zakenregister</b>	277

# WOORD VOORAF

*Over geld en macht. Financiering en corporate governance van het Nederlands bedrijfsleven* is het zevende en laatste deel van het onderzoeksproject BINT: het Bedrijfsleven in Nederland in de twintigste eeuw. Dit project heeft onderzocht hoe het Nederlandse bedrijfsleven zich in de loop van de twintigste eeuw ontwikkelde in een institutionele omgeving die laveerde tussen een liberale en gecoördineerde markteconomie. Dit zevende deel gaat over de vraag hoe bedrijven aan hun financiële middelen kwamen en op welke manier bestuurders verantwoording aflegden over hun bedrijfsvoering. Deze studie hanteert een lange termijn perspectief. Het probeert op die manier een dieper inzicht te verwerven in de structurele veranderingen in de financiële sector, een sector die sinds de economische crisis van 2008 sector volop in de belangstelling staat, maar dan wel vaak in negatieve zin.

Gerarda Westerhuis en Abe de Jong bekijken in hun boek aan welke financiële middelen bedrijven behoefte hadden, en hoe aandeelhouders, waaronder familieleden, en banken daarin voorzagen. Hiertoe legden zij een omvangrijke database aan van alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen tussen 1903 en 2003. Zij laten zien dat aan het begin van de twintigste eeuw banken en de aandelenmarkt beide belangrijk waren voor de financiering van het bedrijfsleven. Bank en aandeelhouders vormden geen alternatief voor elkaar, maar versterkten elkaar juist. Daarbij is het ook belangrijk in het oog te houden dat er in de loop van de tijd verschillende typen aandeelhouders waren, die meer of minder macht konden uitoefenen ten opzichte van de managers. Lag de macht in de onderneming de eerste helft van de twintigste eeuw in veel gevallen bij oprichtersfamilies die over grote pakketten aandelen beschikten, in het midden van de eeuw was er overwegend sprake van veel kleine aandeelhouders die het beleid geheel aan de bestuurders overlieten. Aan het eind van de eeuw, daarentegen, bestonden de aandeelhouders voor een belangrijk deel uit institutionele beleggers, die het beleid in de ondernemingen actief en kritisch volgden, en daarmee ook met relatief kleine pakketten zowel directieleden als commissarissen onder druk konden zetten.



De actualiteit van dit onderwerp is evident: in de discussies over de oorzaken van de financiële crisis van 2008, bijvoorbeeld, spelen corporate governance kwesties een voorname rol. De verschuiving richting een grotere invloed van de aandeelhouders in het beleid van ondernemingen ten koste van andere stakeholders is nog steeds omstreden. Deze studie laat zien hoe in de afgelopen eeuw heel verschillend werd gedacht over de vraag aan wie de macht in de onderneming toekwam. Moesten de aandeelhouders de baas zijn, of moesten alle betrokkenen, onder wie de werknemers, een stem in de bedrijfsvoering krijgen? Nieuwe ideeën over de meest geëigende machtsverhouding leidden in sommige gevallen tot nieuwe instituties of tot een nieuw gebruik van oude instituties, zoals beschermingsconstructies. Instituties, zoals wetten en regels, speelden dus een belangrijke rol in de manier waarop bedrijven functioneerden, maar ook ideeën bleken van grote invloed te zijn geweest. Westerhuis en De Jong pleiten er dan ook voor om in de komende jaren meer onderzoek te gaan doen naar de verspreiding van ideeën en met name naar de rol van wetenschappelijke theorieën in de opleiding van managers. Wij hopen dat hun studie ook aan die ideeënvorming een zinvolle bijdrage mag leveren.

De publicatie van *Geld en Macht* betekent de afronding van de zevendelige serie *Bedrijfsleven in Nederland* in de twintigste eeuw, terwijl inmiddels bij Routledge ook een Engelstalig overzicht van de resultaten is verschenen onder de titel *Varieties of Capitalism and Business History: the Dutch case*. Graag willen wij deze gelegenheid aangrijpen om alle auteurs van de zeven delen uit deze serie te bedanken, evenals alle andere collega's die teksten meelazen en van waardevol commentaar voorzagen. Ook de leden van de Raad van Advies, die ons met name in de beginjaren met raad en daad terzijde hebben gestaan, willen wij dank zeggen voor hun inspanningen, evenals het College van Bestuur van de Universiteit Utrecht dat dit project mede mogelijk heeft gemaakt. Ten slotte willen wij Geert van der Meulen en Aranka van der Borgh van Uitgeverij Boom hartelijk danken voor de fraaie uitvoering van de serie en de plezierige samenwerking.

Joost Dankers  
Keetie Sluyterman  
Jan Luiten van Zanden

*Projectleiding BINT*

# MET DANK AAN

Aan de wieg van dit boek staat het idee van Jan Luiten van Zanden, Keetie Sluyterman en Joost Dankers, de projectleiders van BINT, om een historica en een econoom samen te brengen om onderzoek te doen naar het BINT-deel over financiering en corporate governance. Inzichten uit de verschillende disciplines zouden samen een nieuw licht kunnen werpen op het thema. Het NWO dacht er gelukkig ook zo over en besloot het project getiteld: *The corporate governance of Dutch business during the 20th century – structural change and performance*, te financieren. Hierdoor was het mogelijk Gerarda als postdoc in dienst te nemen en een promovendus, Henry van Beusichem, aan te trekken. We zijn Henry zeer dankbaar voor alle data die hij voor het project verzameld heeft. Het bleek een tijdrovende klus en met de hulp van Philip Fliers, tevens promovendus, is de dataverzameling uiteindelijk succesvol afgerond. Ook willen we hier een aantal studenten noemen die ieder een stukje van de dataverzameling voor zijn of haar rekening heeft genomen. We bedanken in het bijzonder Kasper Sanderink en Dirk-Jan Sanderink, en verder in alfabetische volgorde: Jorrit Bakker, Michel Beelaard, Winny Bierman, Damien Boon, Daniela Cohen-Henriquez, Laura Driebeek, Teus Jan van Ekeren, Frank van de Kreeke, Phuong Hoan Le, Renate van de Meer, Sandra Pleijt, Anouk Ploeg, Michael Rothuizen, Roland Staats, Adrianne van Vliet, Mariska Westhoek en vele anderen.

Verder willen wij vele mensen bedanken die gedurende de jaren diverse papers, hoofdstukken en ideeën van het nodige commentaar en suggesties hebben voorzien. Om te beginnen zijn dit Keetie Sluyterman en Jan Luiten van Zanden, die alle hoofdstukken kritisch hebben gelezen. Keetie heeft ook de tweede versie van de hoofdstukken van constructief commentaar voorzien. Ailsa Röell is van het begin af aan betrokken geweest bij het project en heeft naast het lezen van hoofdstukken ook inhoudelijk bijgedragen door samen met ons twee artikelen binnen het project te publiceren. Van haar kennis over het onderwerp hebben we dankbaar gebruikgemaakt. De overige leden van de BINT-redactieraad bedanken we

voor de nuttige discussies tijdens de verschillende BINT-seminars en -workshops waar wij delen van ons werk konden presenteren. Daarnaast hebben collega's in Utrecht en Rotterdam welkome suggesties gedaan in informele gesprekken en bij het presenteren van seminar papers. Dit geldt ook voor onze internationale collega's, die met name tijdens de jaarlijkse *European Business History Association* (EBHA)-conferenties ons steeds weer op nieuwe ideeën en inzichten brachten. Tot slot willen we speciaal bedanken: Ronald van der Bie (CBS), Cindy Rodermond-Snabilié, Ton de Graaf, Dick Wijmer (ABN AMRO-archief), en Cherelt Kroeze en Jeroen Huber (Euronext-archief). Giel van Hooff heeft de illustraties verzameld en deze van bijschriften voorzien.

Het project is voor ons een zoektocht geweest waarbij wij veel hebben geleerd over de lange twintigste eeuw, over het toepassen en combineren van inzichten uit literatuur over geschiedenis, economie en sociologie, en over het verwerken van grootschalige historische datasets. We beschouwen dit boek als ons reisverslag, maar hebben tegelijk het idee nog veel grotere en kleinere onverkende wegen voor de toekomst te laten. Het project heeft ons kortom zoveel inspiratie en nieuwe data gebracht, dat we nog veel mogelijkheden voor toekomstig onderzoek zien. We hopen hierover nog verschillende artikelen te publiceren.

Gerarda Westerhuis  
Abe de Jong

# HOOFDSTUK 1

## OVER GELD EN MACHT

### Inleiding

In 1971 discussieerden de bestuurders van Koninklijke Shell over de vraag of het geoorloofd was om gelden die door aandeelhouders aan de onderneming waren toevertrouwd voor de productie en verkoop van olie, aan te wenden voor andersoortige activiteiten. Konden zij zomaar besluiten tot diversificatie? Het antwoord was ja, met als argument:

‘that in a modern society, the large public corporation had a “life” of its own, directed by its management; and that in exercising this direction management had responsibilities not only to shareholders but also to employees and to the community. (...) All three of these responsibilities would be properly discharged by applying the corporation’s asset of sound and long-experienced managerial skills to some additional good purpose, always assuming that this other purpose was prudently selected having regard to the talents and experiences possessed by the company.’<sup>1</sup>

De bestuurders van Koninklijke Shell vonden dat niet alleen de belangen van de aandeelhouders telden, maar ook die van de werknemers die de kans moesten krijgen hun talenten en ervaringen ten nutte te maken. Zij hadden toen ook de macht die keuze te maken.

Financiering (geld) en corporate governance (macht) zijn de twee centrale thema’s in dit boek, waarbij de nadruk zal liggen op de interacties tussen beide. Financiering gaat over de manier waarop activiteiten van bedrijven worden betaald. Bedrijven investeren in nieuwe activiteiten en onderhouden bestaande activiteiten of breiden deze uit. Voor deze investeringen zijn financiële middelen nodig. Deze middelen komen deels uit de opbrengsten van lopende bedrijvigheden en deels van externe financiers. Bij een nieuw gestarte en nog kleine onderneming is de directeur-eigenaar veelal de belangrijkste bron voor eigen vermogen en wordt die bron zo nodig aangevuld met vreemd vermogen, zoals bankfi-

nanciering en andere leningen van investeerders, onder wie familieleden. Naarmate de onderneming groeit en de behoefte aan kapitaal stijgt, kunnen nieuwe verschaffers van eigen vermogen worden gezocht, zoals participatiemaatschappijen, *private equity*-fondsen en anonieme aandeelhouders via een beursgang. Ook vreemd vermogen kan via diverse publieke en private kanalen worden aangetrokken. De rol van financiering is voor ondernemingen belangrijk, omdat krapte in de beschikbaarheid van financiële middelen leidt tot rantsoenering en hiermee tot beperking van de groei. Voor financiers is het cruciaal dat zij erop kunnen vertrouwen of ervoor kunnen zorgen dat hun beschikbaar gestelde kapitaal een rendement oplevert dat een vergoeding biedt voor het gelopen risico. Hierover gaat corporate governance.

Corporate governance, oftewel het bestuur en toezicht van een onderneming, is in de laatste twintig jaar een *hot topic* geworden. Het onderwerp staat hoog op de agenda van politici, bedrijven, en onderzoekers. Hiervoor zijn enkele verklaringen te geven, zoals de wereldwijde golf van privatiseringen, de hervormingen van pensioenfondssystemen en de deregulering en integratie van kapitaalmarkten. Ook speelde de overnamegolf in de Verenigde Staten in de jaren tachtig, op de voet gevolgd door een golf in Europa in de jaren negentig, een rol, evenals een aantal boekhoudschandalen in het Amerikaanse en Nederlandse bedrijfsleven, met name bij Enron en Ahold.<sup>2</sup> Sinds de financiële crisis van 2007-2008 staat ook de governance, en in het bijzonder van beloningsstructuren voor topmanagers, van grote banken ter discussie. Het thema corporate governance is echter niet nieuw; de Verenigde Oostindische Compagnie (VOC), die in 1602 werd opgericht en waarin meer dan 1000 investeerders geld hadden ingelegd, kreeg al te maken met de problematiek rondom macht en onmacht van verschillende belanghebbenden bij deze onderneming.<sup>3</sup>

Bij een kleine eenmanszaak is de governance-structuur eenvoudig en helder. De directeur-eigenaar is de verschaffer van eigen vermogen,

ofwel het risico- of buffervermogen, en hij is tevens verantwoordelijk voor de uitvoering van alle activiteiten. Als er sprake is van een banklening, dan heeft de bank doorgaans garanties in de vorm van een onderpand. Naarmate ondernemingen groeien en financieringsstructuren complexer worden, neemt echter ook de complexiteit van de controle- en bestuursstructuur toe. Neem bijvoorbeeld een grote beursgenoteerde onderneming. De aandeelhouders verschaffen risicodragend vermogen, terwijl de onderneming geleid wordt door professionele managers zonder eigen aandelen, of met enkel een klein belang. Voor externe aandeelhouders is het belangrijk om goed toezicht op de professionele bestuurders te houden, aangezien verkeerde beslissingen de waarde van hun aandelen zouden kunnen laten dalen. Governance-structuren die aandeelhouders helpen bij het toezicht houden, zijn de jaarlijkse vergadering van aandeelhouders waar bestuurders verantwoording afleggen, de jaarverslaggeving, en het toezicht in de vorm van een raad van commissarissen. Een goede governance-structuur kenmerkt zich door een balans tussen de machtsposities van de verschillende belanghebbenden, waarbij de onderneming zo goed mogelijk functioneert en kan groeien.

In dit boek analyseren we welke verschuivingen in de corporate governance en financiering van het Nederlandse bedrijfsleven gedurende de twintigste eeuw plaatsvonden en hoe we deze veranderingen kunnen verklaren. Een economisch-historische benadering, waardoor langetermijnontwikkelingen en de institutionele context duidelijk worden, is nodig om veranderingen beter te begrijpen. De vragen die we stellen zijn: 1) wat waren de belangrijkste veranderingen in de macro-economische en institutionele omgeving? 2) hoe is binnen deze wijzigende context de kapitaalbehoefte van beursondernemingen veranderd? 3) wat waren de belangrijkste aanbieders van kapitaal en welke verschuivingen zien we in hun relatieve belang en hun rechten? en in relatie hiermee, 4) welke verschuivingen kunnen we onderscheiden in de financiering en governance-structuur van de ondernemingen?

## Theoretisch raamwerk

### *Uitgangspunten*

In onze analyse laten wij ons leiden door Joseph Schumpeter, die in zijn *History of Economic Analysis* vier invalshoeken aanbeveelt voor analyses van economische verschijnselen: economische geschiedenis, statistiek, theorie en (economische) sociologie.<sup>4</sup> De economische geschiedenis wordt door Schumpeter gezien als een belangrijke bron van onderzoeksmateriaal voor economen:

‘Nobody can hope to understand the economic phenomena of any, including the present, epoch who has not an adequate command of historical *facts* and an adequate amount of historical *sense* or of what may be described as *historical experience*. (...) the historical report cannot be purely economic but must inevitably reflect also “institutional” facts that are not purely economic: therefore it affords the best method for understanding how economic and non-economic facts *are* related to one another and how the various social sciences *should* be related to one another.’<sup>5</sup>

Tegelijk waarschuwt Schumpeter dat iedere economische analyse wordt beïnvloed door de geest van de periode waarin de analyse wordt uitgevoerd. Statistiek wordt door Schumpeter gezien als een methode om tot beschrijving van een fenomeen te komen: statistiek is noodzakelijk om te weten wat er uit te leggen en te begrijpen is.<sup>6</sup> Economische theorie is volgens Schumpeter nuttig door het abstract maken van verschijnselen en het generaliseren (‘economic laws’), wat leidt tot modellen met een algemene bruikbaarheid, ook buiten het verschijnsel waarvoor het is ontwikkeld. De laatste invalshoek, in een later stadium door Schumpeter toegevoegd aan zijn werk, is de sociologie. De puur economische benadering onderschat het belang van menselijke motieven en menselijk gedrag. Sociale interacties en instituties zijn volgens Schumpeter belangrijke verklaringen voor economische verschijnselen.

Een voor ons belangrijk inzicht van Schumpeter is dat een nuttige analyse begint met een beschrijving van de historische ontwikkelingen en de onderliggende statistieken, de *facts*. We doen dit laatste aan de hand van een zelf opgebouwd databestand van Nederlandse beursondernemingen. Hoewel ons onderwerp – financiering en governance – een economisch verschijnsel is, volstaat een abstracte economische benadering niet en beschouwen we sociologie als een onmisbare aanvulling. Daar waar economische abstracties zich laten vertalen naar specifieke voorspellingen over menselijk gedrag en ontwikkelingen in financiering en governance, nuanceert de sociologie de veronderstellingen die de economie maakt over menselijke beweegredenen. Bovendien heeft de sociologie ook veel te bieden als metatheorie, in het bijzonder over de invloed van (economische) theorie op gedrag. Hier ontstaat voor ons een dubbele spagaat: enerzijds gebruiken we economische theorieën om gedrag en ontwikkelingen op het gebied van financiering en governance in de twintigste eeuw te begrijpen, waarbij we ook sociologische theorieën in ogenschouw nemen. Anderzijds weten we dat ideeën over economische theorie dit gedrag en deze ontwikkelingen op hun beurt beïnvloeden. Hieronder zullen we met deze spagaat in gedachte de bouwstenen van onze analyse nader beschrijven.

### *Economie: efficiëntie en financiering*

Sinds het ontstaan van ondernemingen zijn economische wetmatigheden in het economisch verkeer geconstateerd en beschreven. Sommige van deze economische ideeën zijn niet eens te herleiden tot bepaalde economen of publicaties, en zijn in belangrijke mate onveranderd gebleven door de tijd heen. Hierbij moet worden gedacht aan de noodzaak om efficiënt te produceren vanwege concurrentieoverwegingen (voortbestaan) en de financiële doelstellingen van ondernemingen (winst en waarde creëren). In de loop van eeuwen zijn allerlei principes ontstaan, die algemeen geaccepteerd zijn en worden nagevolgd. Denk hierbij aan doelstellingen van efficiëntie, gevolgen van concurrentie, noodzaak

tot externe financiering bij grote ondernemingen, etcetera.

De klassieke bedrijfseconomische literatuur biedt een goed overzicht van economische grondbeginselen vanuit het perspectief van ondernemingen. In de eerste jaren van de twintigste eeuw zijn Duitse, Amerikaanse en Engelse invloeden waarneembaar in de Nederlandse bedrijfseconomie, dan nog bedrijfshuishoudkunde geheten.<sup>7</sup> Met name wetenschappers als J.L. Polak en Th. Limperg zijn invloedrijk in Nederland en ontwikkelen ook eigen theorieën over kostenberekening, financiering, etcetera.<sup>8</sup> Een later standaardwerk is van J.L. van der Meij, terwijl de recente stand van zaken in bedrijfseconomie te vinden is in M. Corbey en W. van Hulst en in G. Hendrikse.<sup>9</sup> De gelijkenis tussen de vroege ideeën van Marshall uit de negentiende eeuw en recent werk is treffend, in het bijzonder voor algemene concepten als comparatieve voordelen, efficiëntie en winstcreatie.

De eerste vraag die zich opdringt is waarom ondernemingen bestaan. Comparatieve voordelen – productie vindt plaats met maximale opbrengsten gegeven de alternatieve aanwendingsmogelijkheden van de gebruikte capaciteit – verklaren specialisatie en hiermee het ontstaan van eenmanszaken. Voor de stap van deze individuele ondernemingen naar samenwerkingsverbanden in een bedrijf zijn transactiekosten relevant. Deze kosten van organisatie bepalen of een samenwerking via markttransacties kan worden georganiseerd of dat organisatie binnen een onderneming als samenwerkingsverband lagere kosten geeft. Een onderneming ontstaat dus om comparatieve voordelen uit te nutten in een samenwerkingsverband waarbij de efficiëntie van de productie optimaal is. Maar het ontstaan van ondernemingen verklaart nog niet het voortbestaan van ondernemingen, want hiervoor is het noodzakelijk dat toegevoegde waarde wordt gecreëerd voor de betrokkenen. Immers, betrokkenheid bij een onderneming moet meer opbrengen dan kosten. Dit geldt voor klanten die een goede prijs-kwaliteitverhouding vragen, voor werknemers die salaris voor hun arbeid willen, en voor het rende-

ment dat financiers voor het risicovermogen vragen. De winst van een onderneming is een goede maatstaf voor de capaciteit tot waardecreatie, omdat hier voor de meest relevante betrokkenen is geleverd en afgerekend en het surplus opnieuw wordt geïnvesteerd en uitgekeerd aan de eigenaren. De winst en groei van een onderneming zijn dus indicatief voor de capaciteit van een onderneming om *stakeholders* tevreden te stellen, zij hebben immers alternatieve aanwendingsmogelijkheden voor hun inputs. Een belangrijke rol hierin is weggelegd voor concurrenten van de onderneming, die vergelijkbare producten en diensten aanleveren en proberen meer waarde te creëren ten koste van de concurrentie.

Ondernemingen die winstgevend zijn en groeien, zullen een financieel-economische zelfstandigheid bereiken, waarbij het voortbestaan naast creatie van waarde een doelstelling wordt. Hierbij ontstaat een permanente financiering van de activiteiten. De eerdergenoemde beursgenoteerde onderneming is een goed voorbeeld. Bij deze onderneming zijn meerdere aandeelhouders als eigenaar betrokken, omdat de (optimale) schaal van de activiteiten dermate groot is dat het financieren door één enkel individu feitelijk onmogelijk is, of ongewenst omdat deze persoon dan een slechte gespreide positie zou hebben. Om deze reden van risicospreiding zijn bij grote ondernemingen meerdere aandeelhouders betrokken, waardoor het voortbestaan van de onderneming niet meer afhankelijk is van de aandeelhouder omdat deze zijn positie kan verkopen of aan een volgende generatie kan doorgeven. Vaak worden ook professionele managers aangenomen om de onderneming te leiden, een toepassing van het principe van specialisatie. Het aandelenvermogen – eigen vermogen – biedt een permanente en solide basis als risicovermogen, waardoor ook andere financiers – vreemd vermogen – bereid zullen zijn tijdelijk vermogen ter beschikking te stellen. Het is aan de onderneming om zowel voldoende vermogen aan te trekken als een goede balans tussen eigen en vreemd vermogen te vinden. Ook hierbij is het tevredenstellen van de financiers cruciaal voor het voortbestaan van de

ondernemingen, omdat de financiers alternatieve toepassingsmogelijkheden voor hun vermogen hebben.

Uit de voorafgaande beschrijving blijkt dat traditionele economische begrippen – zoals comparatieve voordelen, efficiëntie, transactiekosten, concurrentie, waardecreatie en risicospreiding – een stevige basis bieden voor het beschrijven van de organisatie, activiteiten en financiering van ondernemingen. Doorheen het boek zullen wij terugvallen op deze uitgangspunten.

*Innovaties in het economisch denken: agency-problemen en marktefficiëntie*

De bovenstaande economische begrippen worden als algemeen geaccepteerde uitgangspunten beschouwd. Het is interessant dat in de loop van de twintigste eeuw nieuwe begrippen en ideeën zijn toegevoegd aan het economisch denken, in het bijzonder de zogenaamde agency-theorie en marktefficiëntie. Uiteraard is het onderscheid tussen traditionele economische begrippen en innovaties in het economisch denken enigszins kunstmatig. Voor onze analyses is het meest relevant of ideeën algemeen aanvaard zijn, hetgeen bijvoorbeeld blijkt uit het opnemen in leerboeken voor hoger onderwijs, maar ook in media en uitingen van betrokkenen. Met andere woorden, het gaat er bij de innovaties om dat een nieuwe dominante institutionele logica ontstaat, niet zozeer of ideeën al bekend zijn.<sup>10</sup>

De agency-theorie houdt zich bezig met de verhouding tussen eigenaren en managers. Adam Smith besprak in zijn boek *The Wealth of Nations* (1776) al de problematiek van de scheiding tussen de leiding door managers en het eigendom door aandeelhouders in de joint-stock companies.<sup>11</sup> Beroemd is ook het boek *The modern corporation and private property* uit 1932, waarin Adolph Berle en Gardiner Means aandacht vroegen voor het feit dat Amerikaanse ondernemingen vaak veel kleine aandeelhouders hadden (gespreid aandelenbezit), die ieder individueel weinig zeggenschap hadden. De feitelijke controle over de onderneming kwam hierdoor in handen van de bestuurders.<sup>12</sup> In de jaren zeventig introdu-

cerden Michael Jensen en William Meckling de *agency theory*.<sup>13</sup> De theorie stelt dat door de scheiding van eigendom en zeggenschap de belangen van aandeelhouder en bestuurder uit elkaar lopen. Uitgangspunt is dat de mens een rationele actor is die zal proberen zijn individuele belang te maximaliseren. Tegelijk zijn er informatieproblemen tussen de actoren, bijvoorbeeld omdat de aandeelhouder niet volledig geïnformeerd kan zijn over de activiteiten van de manager. Gegeven de divergerende belangen en asymmetrische informatie, is het de vraag hoe investeerders kunnen waarborgen dat de bestuurders zorgen voor uitbetalingen op hun investeringen. Of zoals Andrei Shleifer en Robert Vishny het verwoordden: ‘Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.’<sup>14</sup> Het interessante van deze vraag is dat er geen eenduidige oplossing is waarbij door een contract tussen de partijen een dergelijke garantie te geven is. Door *incomplete contracting* zijn er dus disciplineringsmechanismen nodig – en mogelijk regulering – om de financiers voldoende vertrouwen te geven, zodat zij bereid zijn hun geld aan ondernemingen ter beschikking te stellen.

Veel (Amerikaans) onderzoek heeft zich gericht op de vraag wie de aandelenbezitters van ondernemingen zijn en met welke problemen het aandelenbezit gepaard gaat. Omdat in de VS veel ondernemingen in handen waren van kleine minderheidsaandeelhouders, concentreerden onderzoeksvragen zich op het *free rider*-probleem. Dit vraagstuk heeft betrekking op het feit dat minderheidsaandeelhouders weinig tot geen prikkels voelen om het management te controleren. De redenering hierachter is als volgt. Als het toezicht door één aandeelhouder de prestaties van een onderneming verbetert, profiteren alle aandeelhouders hiervan. Echter, omdat toezicht houden kostbaar is, zal elke aandeelhouder *free rider* in de hoop dat andere aandeelhouders wel het management zullen controleren. Het gevolg is dat als alle aandeelhouders hetzelfde denken, er geen toezicht plaatsvindt.



In tegenstelling tot de Amerikaanse bedrijven zijn in de rest van de wereld, inclusief continentaal Europa, veel ondernemingen niet in handen van minderheidsaandeelhouders, maar speelt een grootaandeelhouder, zoals een familie, de staat of een bank, juist een belangrijke rol. Dit bleek uit een artikel van Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes en Andrei Shleifer die eigendomsstructuren van ondernemingen in 27 welvarende landen onderzochten waarbij ze gebruikmaakten van data over het jaar 1995. Relatief weinig ondernemingen in continentaal Europa bleken een gespreid aandelenbezit te hebben, in tegenstelling tot de situatie in de VS en tot wat Berle en Means hadden geconstateerd.<sup>15</sup> Dit verschil in eigendomsstructuren leidde tot nieuwe onderzoeksvragen die gecentreerd waren rond de vraag hoe minderheidsaandeelhouders tegenover een meerderheidsaandeelhouder beschermd konden worden.

In de jaren zeventig zijn de artikelen van Eugene Fama van grote invloed op het denken over marktwerking in financiële markten.<sup>16</sup> Voortbouwend op werk van Milton Friedman en Merton Miller, heeft Fama geprobeerd duidelijk te maken waarom aandelenkoersen moeilijk voorspelbaar zijn. Nieuwe informatie wordt in zijn theoretische raamwerk direct door transacties van beleggers in de koers verwerkt, waardoor de prijs een reflectie is van de onderliggende informatie over de onderneming. Fama poneerde de hypothese dat door een constante stroom van informatie prijzen in een efficiënte markt rond de intrinsieke waarde van het aandeel zullen bewegen.<sup>17</sup> Hoewel in eerste instantie marktefficiëntie als uitgangspunt diende dat nog getoetst moest worden, is in de loop van de jaren zeventig de hypothese van Fama tot een vaste aanname geëvolueerd. Op basis van de aanname dat markten inderdaad efficiënt zijn, is de aandelenkoers van een onderneming geworden tot een graadmeter van de intrinsieke waarde. Het werk van financieel economen na Fama (Nobelprijswinnaar voor de Economie in 2013) heeft zich verder ontwikkeld, met bijvoorbeeld tot gevolg dat complexe financiële instrumenten, zoals opties en conver-

teerbare obligaties, met behulp van modellen onder de veronderstelling van marktefficiëntie konden worden gewaardeerd. De financiële crisis leerde echter dat die waarderingen achteraf gezien lang niet altijd betrouwbaar waren.<sup>18</sup>

#### *Sociologie: macht en groepen*

Hoe gedrag en instituties worden beïnvloed door sociale relaties is een klassieke vraag uit de sociologie. Meer specifiek wordt in de economische sociologie gesteld dat economische activiteiten zijn ingebed in sociale structuren. Deze aanname met grote nadruk op persoonlijke relaties en netwerken, is in strijd met het idee dat rationeel gedrag gericht op eigenbelang vrijwel niet beïnvloed wordt door sociale relaties en structuren, zoals veel economen denken. Maar het nuanceert ook het 'oversocialized' idee van sommige sociologen dat mensen enorm gevoelig zijn voor de ideeën van anderen en deze slaafs volgen.<sup>19</sup> Het betekent in de praktijk dat keuzes van individuen beïnvloed worden door acties en het te verwachten gedrag van anderen. Omdat individuen zijn ingebed in sociale structuren, wordt aangenomen dat ze niet alleen economische doelen nastreven, maar ook uit zijn op goedkeuring, status en macht. Netwerken spelen een belangrijke rol in het traceren van deze sociale verbanden en structuren. Een belangrijke term om dit alles te duiden in de sociologie is *embeddedness*. Het betekent dat economische acties worden vormgegeven door netwerken van sociale verbanden tussen actoren.

Meer algemeen wordt in de sociologie aandacht besteed aan verschillen tussen groepen in een samenleving. Deze groepen hebben (gevestigde) belangen en middelen om hun belangen te continueren. Gezamenlijke belangen leiden tot samenwerking en cohesie. Zoals we hiervoor hebben gezien, zijn ondernemingen samenwerkingsverbanden tussen mensen, met verschillende achtergronden en belangen. Hoewel agencytheorie en marktefficiëntie veel onderzoekers en managers hebben geïnspireerd, heeft de theorie ook veel kritiek gekregen, onder andere vanuit management- en organisatiestudies. Theoretici

betogen dat de agency-theorie de complexiteit van corporate governance over het hoofd ziet, omdat de dilemma's van grote bedrijven door de theorie worden teruggebracht tot de relatie van slechts twee deelnemers, namelijk de managers en aandeelhouders, en tot de aanname dat deze twee stakeholders in hun eigen belang handelen. In de *stewardship*-benadering, die haar oorsprong heeft in de sociologie en psychologie, wordt een meer positief mensbeeld verondersteld waarbij de managers een intrinsieke motivatie hebben om in het belang van anderen te werken. In deze theorie stelt de manager zijn werk in dienst van de onderneming. Doordat er bovendien een meer collectivistisch perspectief van management wordt gehanteerd, is er in deze theorie ook aandacht voor andere belanghebbenden (stakeholders) dan financiers, zoals werknemers, de samenleving, crediteuren, klanten, leveranciers en de overheid.

#### *Instituties, veranderingen, en de kracht van ideeën*

Het institutioneel onderzoek kent vele subdisciplines, zoals sociologisch institutionalisme en (nieuwe) institutionele economie. Sociologisch institutionalisme houdt zich vooral bezig met de vraag hoe instituties betekenis creëren voor individuen. Institutionele economie verbreedt economische inzichten door zich te richten op sociale en wettelijke normen en regels die achter economische activiteiten liggen. Dit zijn aspecten die in de klassieke economie niet zozeer in de analyse werden meegenomen.

Er is in de literatuur over instituties relatief weinig aandacht voor veranderingen van de instituties. Vaak worden exogene schokken gezien als belangrijke reden voor institutionele veranderingen, zoals oorlogen en crises. Mahoney en Thelen benadrukken echter dat endogene ontwikkelingen ook plaatsvinden en net zo belangrijk kunnen zijn, maar dat deze veranderingen zich vaak gradueel en minder goed zichtbaar voordoen. Alleen door een langere tijdspanne te onderzoeken worden dergelijke veranderingen duidelijk. Ze onderscheiden vier vormen van institutionele veranderingen. De eerste is *displacement*, ofwel

het verwijderen van oude regels en de introductie van nieuwe. De tweede is *layering*: de introductie van nieuwe regels, naast reeds bestaande. De derde wordt *drift* genoemd en is de veranderende invloed van regels door veranderingen in de omgeving. Deze *drift* vindt vaak plaats als er verschil in opvatting is over het opstellen van regels en de handhaving van deze regels. In zulke gevallen is er ruimte voor diverse uitkomsten doordat regels verschillend geïnterpreteerd en gehandhaafd worden. Ten slotte veranderen instituties door *conversion*, het veranderende gebruik van bestaande regels door een nieuw strategisch gebruik. Actoren benutten expliciet de ambiguïteit van een institutie door het doel en de functie ervan te veranderen.<sup>20</sup>

Ook het werk van Douglas North over instituties, zowel de formele wettelijke als informele sociale regels, is van grote invloed geweest op het denken over economische veranderingen.<sup>21</sup> Hij benadrukt dat de neoklassieke economie niet geschikt is om economische veranderingen te analyseren. Immers: 'It is concerned with the operation of the markets, not with how markets develop.'<sup>22</sup> Instituties kunnen dit wel, omdat de politieke en economische instituties de onderliggende determinanten zijn van economische prestaties. De factor tijd, gerelateerd aan economische en sociale verandering, is de dimensie waarin het leerproces van mensen de manier waarop instituties zich ontwikkelen vormgeeft. Dus de overtuigingen (*beliefs*) die individuen of groepen hebben en die hun keuzes bepalen, zijn een gevolg van een leerproces over de tijd.

In 2005 geeft Douglas North in zijn boek *Understanding the Process of Economic Change* een verdere verdieping van zijn eerdere werk, en krijgt het menselijk handelen een meer centrale rol.<sup>23</sup> Volgens North is veel menselijk gedrag erop gericht om te gaan met onzekerheid die inherent is aan een constant veranderende wereld.<sup>24</sup> Mensen handelen hierbij naar wat zij denken dat het juiste is, hun *beliefs*, en North constateert dat deze ideeën over de realiteit vaker onjuist dan juist zijn gebleken. De kern van het boek is dat het begrijpen van veranderingen in opvattingen

(*beliefs*) een voorwaarde is voor het begrijpen van economische veranderingen. De uitgangspunten van North sluiten direct aan bij sociologische metatheorieën over economisch denken, institutionele logica genaamd. In deze literatuur worden voor individuen en organisaties de relaties met instituties uitgewerkt.<sup>25</sup> De logica richt zich op hoe brede overtuigingen vormgeven aan de cognities en gedrag van actoren. Deze overtuigingen (*belief systems*) kunnen veranderen en dan in conflict komen met andere heersende overtuigingen.

### Variaties in kapitalistische systemen

Tot nu toe hebben we alleen ideeën en theorie besproken over ondernemingen en betrokkenen bij deze ondernemingen. Maar deze ondernemingen en hun *stakeholders* functioneren in een institutionele setting, die bepalend is voor de spelregels van het economische en sociale verkeer.

Een brede classificatie van kapitalistische systemen wordt uiteengezet in het boek *A global history of corporate governance*, onder redactie van Randall Morck. Morck ziet een kapitalistisch systeem als een economisch systeem georganiseerd rond de productie en allocatie van kapitaal. De besparingen van individuen vormen de basis van het kapitaal, maar op welke manieren het kapitaal in de economie wordt geaccumuleerd en toegewezen, verschilt per land en per periode. Morck ziet verder een nauwe band tussen de productie en allocatie van kapitaal, en de organisatie van de corporate governance in een land.<sup>26</sup>

Individueel kunnen hun geld in bedrijven beleggen door aandelen te kopen. In systemen waar aandeelhouders dominant zijn (*shareholder capitalism*), zoals in Engeland en de VS, wordt kapitaal geïnvesteerd in bedrijven die dit kapitaal goed zullen besteden. Voorwaarde om aandelen van een onderneming te kopen, is dat investeerders de onderneming vertrouwen, en dat de onderneming goed wordt bestuurd. De corporate governance van grote bedrijven in deze beide landen ligt in handen van de Chief Executive Officer (CEO) en andere professionele managers. Het collectief van aandeelhouders houdt toezicht op

de kwaliteit van het management, en de mate van tevredenheid wordt weerspiegeld in de aandelenprijs. Aandeelhouders kunnen hun aandelen op korte termijn verkopen. Het nadeel van *shareholder capitalism* is dan ook dat kortetermijnbelangen van aandeelhouders zouden kunnen gaan overheersen.

In de meeste andere landen domineren echter andere kapitalistische systemen. Een daarvan is familiekapitalisme, waarbij families grote ondernemingen bezitten en besturen (*family capitalism*). Voor deze ondernemingen is het doorgeven van het familiekapitaal aan de volgende generatie een belangrijk doel en wordt normaal gesproken geprobeerd familieleden in het management en toezicht bepalende functies te geven om de familiebelangen te dienen. Een gevaar hiervan kan zijn dat deze families willen vasthouden aan de status-quo, omdat dit voordelen voor deze families heeft. Ze kunnen bijvoorbeeld lobbyen om aandeelhoudersrechten beperkt te houden. Weer een andere manier waarop individuen hun besparingen kunnen beleggen, is door geld bij banken onder te brengen. De banken lenen vervolgens dit geld uit aan bedrijven, of soms investeren banken zelf in bedrijven door aandelen of obligaties te kopen. De bankiers nemen het toezicht op het bestuur van ondernemingen van de aandeelhouders over (*bank capitalism*). Indien banken zelf minder goed bestuurd worden, kan dit tot moeilijkheden leiden. In de geschiedenis zijn meerdere voorbeelden bekend van overmatige kredietverlening door banken die niet goed bestuurd werden, wat resulteerde in financiële problemen.

Hoewel Morck niet expliciet de rol bespreekt van institutionele investeerders, zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, kunnen deze niet ontbreken in een analyse van de financiering en corporate governance van het Nederlands bedrijfsleven. Gedurende de twintigste eeuw is steeds meer geld bij deze investeerders terechtgekomen, en zij zijn daarom een belangrijke rol gaan spelen in de allocatie van het vermogen. Tot slot, individuen kunnen een deel van hun besparingen aanwenden voor het betalen

van belastingen aan de staat. Op zijn beurt kan de staat deze gelden weer toevertrouwen aan het bedrijfsleven (*state capitalism*). In de meest extreme vorm is hier sprake van socialisme, maar ook in vrijemarkteconomieën kan industrieel overheidsbeleid belangrijk zijn voor de financiering van bedrijven, bijvoorbeeld via subsidies, door de oprichting van staatsbedrijven of door nationalisatie van bedrijven.

De recente en invloedrijke systeembenadering is de *Varieties of Capitalism* (VoC)-literatuur over verschillende vormen van kapitalisme. P.A. Hall en D. Soskice bijvoorbeeld, onderscheiden twee uiterste vormen: de liberale markteconomie (LME) aan de ene kant en de gecoördineerde markteconomie (CME) aan de andere kant.<sup>27</sup> In een LME zullen ondernemingen hun activiteiten voornamelijk organiseren via markten en hiërarchieën, en in een CME zullen ze meer afhankelijk zijn van netwerken of andere relaties buiten markten om. Het thema financiering en corporate governance is een belangrijk onderdeel van de diverse kapitalistische systemen. In een LME doen ondernemingen voor hun financiering vooral een beroep op publieke financiële markten in plaats van op private bankleningen met een lange looptijd. Aandelenkoersen zijn dan een belangrijke graadmeter om de prestaties van een onderneming te beoordelen. Ondernemingen worden gedreven door maximalisering van aandeelhouderswaarde. Dit betekent dat het management zal proberen de prijs van de aandelen te verhogen, wat er vaak toe leidt dat strategieën gericht zijn op kortetermijnresultaten. Aandeelhouders zullen hun eventuele ongenoegen kenbaar maken door hun aandelen op de markt te verkopen (*exit*). Vijandige overnames is het dominante mechanisme om het management te disciplineren (*market for corporate control*). De VS – ten tijde van de ontwikkeling van de VoC-literatuur – wordt vaak gezien als LME, waarin onder andere de bescherming van minderheidsaandeelhouders resulteert in een liquide aandelenmarkt (*market-based system*).

In een CME daarentegen hebben ondernemingen sterke relaties, niet alleen met aandeel-

houders, maar ook met andere stakeholders, zoals werknemers, de staat, klanten en leveranciers. In een CME vinden strategische interacties dus plaats met en tussen de verschillende partijen.<sup>28</sup> Omdat de onderneming belangen van diverse stakeholders afweegt, zal de primaire doelstelling de continuïteit van de onderneming zijn. De manager is in dit systeem niet uit op eigen belang, maar zal veel meer het collectief dienen. De groei van de onderneming wordt voornamelijk gefinancierd met ingehouden winst of bankleningen. De ondernemingswinst en aandelenprijzen vormen in dit systeem minder goede grademeters om de prestaties van een onderneming in de gaten te houden. Vertrouwen en reputatie van de managers zijn bijvoorbeeld belangrijk. Er zijn veel formele en informele netwerken met de leveranciers en werknemers en tussen het management van verschillende ondernemingen (*interlocks*). In vergelijking met LME's zijn deze netwerken in CME's veel hechter. Wanneer banken binnen netwerken een belangrijke rol spelen, spreken we van een *bank-based system*. Duitsland wordt vaak gezien als een typische CME waarin banken en ondernemingsraden een belangrijke rol spelen in de organisatie van het bedrijfsleven.

Samengevat kan er op basis van de VoC-literatuur een tweedeling worden gemaakt waarbij de VS en Duitsland rond het einde van de twintigste eeuw als voorbeelden van de twee uitersten worden gezien. Vaak wordt dan het kapitalistische systeem geclassificeerd als een financieel systeem gebaseerd op de publieke kapitaalmarkt (*market-based*) of op de banksector (*bank-based*).<sup>29</sup>

De systeembenadering heeft kritiek gekregen. Uit historisch onderzoek is gebleken dat er in de loop van de tijd verschuivingen plaatsvinden en dat *business systems* niet statisch zijn. Hoewel de VS nu veel kenmerken vertoont van een LME, waarop de VoC-literatuur met name is gebaseerd, heeft het land een duidelijke ontwikkeling ondergaan van een systeem met CME-kenmerken na de Tweede Wereldoorlog, naar een systeem met LME-karakteristieken vanaf de jaren zeventig.<sup>30</sup> Recent onderzoek laat zien dat ook in Nederland gedurende de twintigste eeuw een