

Universität zu Köln  
Sommersemester 2005

Kurzessay zu

**Henk de Jong (1997):  
The Governance Structure and Performance of Large European Corporations  
Journal of Management and Governance 1, 5-27**

Proseminar “Spielarten des Kapitalismus: Deutschland im Vergleich”  
Dozent: Dr. Höpner

Vorgelegt von:  
Martin Höpner  
MPIfG, Paulstr. 3, 50676 Köln  
[hoepner@mpifg.de](mailto:hoepner@mpifg.de)  
Matrikelnummer xy

xy. Semester; Fächer

Köln, 4.4.2005

Der niederländische Ökonom Henk de Jong leistet mit seinem 1997 erschienenen Aufsatz „The Governance Structure and Performance of Large European Corporations“ einen innovativen Beitrag zur Debatte über unterschiedliche Spielarten des Kapitalismus. Unter Bezugnahme auf eine Analyse von Bilanzdaten 121 europäischer Unternehmen kommt er zu faszinierenden, mitunter auch streitbaren Thesen: Nicht die Profitabilität von Unternehmen, sondern deren Wertschöpfung sei entscheidend für deren gesellschaftlichen Nutzen. Angelsächsische Firmen seien Unternehmen aus Kontinentaleuropa bei Wachstum und Beschäftigung unterlegen. Ursache sei die „Zwangsjacke der Kapitalmärkte“ (de Jong 1997: 23), der sich angelsächsische Unternehmen ausgesetzt sähen. „A purely capitalist system is self-defeating“ (ebd.: 24), so de Jongs provokante These.

Mindestens drei unterscheidbare Typen nationaler Unternehmenskontrollsysteme<sup>1</sup> existieren dem Autor zufolge in Europa: die Systeme angelsächsischer Länder, denen er Großbritannien und Irland zuordnet; jene der von ihm als „germanisch“ (germanic) bezeichneten Ländergruppe, zu denen er Deutschland, die Niederlande, die skandinavischen Länder, Österreich und die Schweiz zählt; und die Systeme der „lateinischen“ (latinic) Länder, zu denen Frankreich, Belgien, Italien, Spanien, Portugal und Griechenland gerechnet werden. Die wesentlichen Unterschiede macht de Jong zwischen den angelsächsischen und „germanischen“ Unternehmenskontrollsystemen aus, während sich die „lateinischen“ Spielarten der Unternehmenskontrolle als Mischformen zwischen beiden beschreiben lassen.

Länder wie Deutschland sind durch eine starke Stellung von Banken, durch Unternehmensnetzwerke und durch Mitbestimmung geprägt. Im Unterschied dazu beruht das Monitoring über Unternehmen in angelsächsischen Ländern auf entwickelten Kapitalmärkten. Dort steht den Aktionären das Instrument der feindlichen Übernahme zur Verfügung: Verhalten sich Manager nicht kapitalmarktorientiert, droht der Kauf der niedrig bewerteten Aktien durch einen Investor, der sich in stärkerem Maß an den Interessen der Aktionäre orientiert. Kurz: Das angelsächsische System ist aktionärsorientiert, das „germanische“ hingegen sucht den Ausgleich unterschiedlicher Anspruchsgruppen (Stakeholder). Interessant ist, wie de Jong diesen Punkt mit Bezug auf das Eigentum an Unternehmen auf den Punkt bringt (ebd.: 11f.): In Großbritannien gehört das Unternehmen den Aktionären, in Deutschland hingegen besitzen die Aktionäre nicht das Unternehmen, sondern nur die Aktien – das Unternehmen gehört niemandem (oder allen).

Wie geht der Autor bei der Analyse der unterschiedlichen Performanzmuster vor? Daten zur Profitabilität, argumentiert de Jong, sind nur begrenzt aussagekräftig. Denn der Wert von Unternehmen liege in ihrer Wertschöpfung (Beitrag der Unternehmen zum Bruttoinlandsprodukt), alles Weitere sei eine Frage der Verteilung der Wertschöpfung auf die an der Produktion beteiligten Gruppen. Daten zur Wertschöpfung (net value added) und deren Verteilung zwischen 1991 und 1994 gewinnt der Autor

---

<sup>1</sup> Der Begriff „Unternehmenskontrollsystem“ wird hier als Übersetzung für „Corporate Governance System“ gewählt.

aus den Geschäftsberichten 121 europäischer Unternehmen. Ergänzend bezieht er Informationen über die Produktivitäts- und Beschäftigungsentwicklung der Unternehmen, die zum Teil bis in die sechziger und siebziger Jahre zurückreichen, mit ein.

Die wichtigsten Ergebnisse der empirischen Analyse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Im Vergleich zu den Unternehmen der angelsächsischen Ländergruppe sind die Unternehmen der „germanischen“ Länder seit 1962 überdurchschnittlich gewachsen und weisen einen stabileren Stamm an Beschäftigten auf (ebd.: 13-15 und 20).
- Hinsichtlich der Produktivität (Wertschöpfung pro Arbeitnehmer) bleiben die angelsächsischen Unternehmen hinter den „germanischen“ und „lateinischen“ Unternehmen zurück (ebd.: 15-17).
- Als herausragendes Ergebnis der Analyse präsentiert der Autor die Berechnungen zur Verteilung der Wertschöpfung auf die Beschäftigten (Löhne), die Eigenkapitalgeber (Dividenden), die Kreditgeber (Banken und andere), das Unternehmen (einbehaltene Gewinne) und die Gebietskörperschaften (Steuern). Es zeigt sich, dass angelsächsische Unternehmen einen niedrigen Teil der Wertschöpfung an die Beschäftigten auszahlen (62,2 Prozent im Vergleich zu 86,1 Prozent im „germanischen“ und 80,3 Prozent im „lateinischen“ Fall). Dafür fallen die Dividenden der britischen und irischen Unternehmen überdurchschnittlich hoch aus. Möglicherweise überraschend ist, dass auch Steuern und Kreditkosten bei den angelsächsischen Unternehmen überdurchschnittlich hoch ausfallen.

Wie werden diese Ergebnisse interpretiert (ebd.: 18-24)? Entscheidender Mechanismus beim Zustandekommen der Verteilungsrelationen ist dem Autor zufolge der Druck, der von der Gefahr feindlicher Übernahmen ausgeht. Dieser Druck zwingt angelsächsische Unternehmen dazu, Profitabilität und Dividenden so hoch wie möglich zu halten und Investitionen zu stoppen, wenn sie keinen zusätzlichen Gewinn für die Aktionäre erwirtschaften. Das klingt eigentlich vernünftig. Aber de Jong argumentiert: Was gut ist für die Aktionäre, ist nicht auch unbedingt gut für die Gesellschaft, die vor allem an Unternehmenswachstum und Beschäftigung interessiert ist. Der Druck des Kapitalmarkts engt den Spielraum für Wachstum über Gebühr ein und führt zu Unterinvestitionen in den Faktor Arbeit (ebd.: 18). Von der „Zwangsjacke des Kapitalmarkts“ befreit, können die kontinentaleuropäischen Unternehmen auch dann noch gesellschaftlichen Nutzen schaffen, wenn die Profitabilität sinkt. Das führt den Autor zu der These, dass die kapitalistische Wirtschaft am besten funktioniert, wenn sie nicht „purely capitalist“ (ebd.: 24) ist. Man könnte sagen: Der „Kapitalismus pur“ steht sich selbst auf den Füßen.

Im Kontext unserer Seminardiskussion ist de Jongs Analyse in mehrerlei Hinsicht von Bedeutung. Der Autor führt eine brauchbare Klassifizierung nationaler europäischer Spielarten der Unternehmenskon-

trolle ein. Bei Soskice (1999) haben wir die Unternehmenskontrolle als eines der vier Teilsysteme von Produktionsregimen kennen gelernt. De Jongs Ergebnisse belegen, dass die Institutionen der Unternehmenskontrolle in den betrachteten Ländern tatsächlich unterschiedlichen Logiken folgen, und nicht nur an der Oberfläche unterschiedlich aussehen – so dass man zu Recht von unterschiedlichen „Spielarten des Kapitalismus“ sprechen kann. Die innovative Nutzung von Bilanzdaten ist zweifellos besonders hervorzuheben; eine vergleichbare Analyse ist aus Veröffentlichungen der vergangenen Jahre nicht bekannt. Interessant ist zudem, dass der Autor eine ökonomische Rechtfertigung für Begrenzungen des Marktmechanismus (hier: Markt für Unternehmenskontrolle) liefert, ist sich der wirtschaftswissenschaftliche Mainstream doch weitestgehend einig in der Forderung, europäische Unternehmen müssten für den Druck der Kapitalmärkte geöffnet und Barrieren gegen feindliche Übernahmen beseitigt werden.

Der Text liest sich als nachdrückliches Statement über den Zweck von Unternehmen. Würde nicht (fast) jeder spontan zustimmen, dass der Unternehmenszweck in der Generierung von Gewinnen liegt? Das ist gut und schön, sagt de Jong, aber Gewinne sind eine Frage der Verteilung des Erwirtschafteten, der Unternehmenszweck liegt im Erwirtschaften selbst – in der Schöpfung von Wert. Wie oft hört man in dem Medien beispielsweise, der Wert des DaimlerChrysler-Konzerns betrage derzeit 45,4 Milliarden Dollar – weil er an der Börse derzeit in dieser Höhe gehandelt wird (FAZ vom 1.4.2005: 21)? De Jong würde einwenden: Die Marktkapitalisierung reflektiert den Nutzen, den das Unternehmen für die Aktionäre schafft, ist aber blind für den Wert, den es für alle anderen – Beschäftigte, Staat, Kunden und so weiter – erwirtschaftet. Der „wahre“ Unternehmenswert besteht deshalb in der (aktuellen und zukünftigen) Wertschöpfung. Das ist faszinierend, frech – und meines Erachtens durchweg überzeugend.

Allerdings kann nicht verschwiegen werden, dass der Text eine Reihe von Fragen offen lässt. Hier wäre zunächst die Ländereinteilung zu nennen, die der „ad hoc“-Methode folgt. Die Analyse wäre für den Leser überzeugender, würde der Autor die Ergebnisse separat für die betrachteten Länder präsentieren, um erst anschließend – im Licht der gefundenen Resultate – Ländergruppen zu bilden. Auch ausführlichere Informationen über Unterschiede zwischen den vertretenen Sektoren wären wünschenswert gewesen.

Die in Tabelle V aufgeführten Ergebnisse (de Jong 1997: 17) kann man nur als merkwürdig bezeichnen: Warum addieren sich die aufgeführten Prozentanteile der Wertschöpfung nicht auf 100? Und warum gibt es keine Fußnote, in der erklärt wird, warum dies nicht der Fall ist? Immerhin listet diese Tabelle ja die zentralen Ergebnisse der Analyse auf. Wenn man liest, dass in der angelsächsischen Ländergruppe der Faktor Arbeit in den Jahren 1991-1994 im Durchschnitt 62,2 Prozent der der Wertschöpfung erhielt, die Fremdkapitalgeber 23,5 Prozent, der Staat 14,3 Prozent, das Unternehmen (ein-

behaltene Mittel) 3,2 Prozent, und die Aktionäre 15,0 Prozent – das macht zusammen 118,2 Prozent – wie soll man das verstehen?<sup>2</sup> Es ist bedauerlich, dass gerade in diesen Angaben ein Fehler zu stecken scheint, der offenbar weder dem Autor noch den von der Fachzeitschrift beauftragten Gutachern aufgefallen ist.

Zur Interpretation der Befunde: Was genau bedeutet es, wenn in angelsächsischen Ländern ein größerer Teil der Wertschöpfung in Form von Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet wird? Ist das nicht egal, wenn gleichzeitig auch mehr Kapitalerhöhungen, also Finanzströme von den Aktionären in das Unternehmen, stattfinden? Nehmen wir an, ein Unternehmen führt eine Kapitalerhöhung durch und schüttet diese Finanzen sofort wieder an die Aktionäre aus. Für dieses Unternehmen, inklusive seiner Aktionäre und Beschäftigten, hat sich nach dieser (freilich sinnlosen) Maßnahme nichts verändert; in de Jongs Tabelle V würde sie sich allerdings als Umverteilung der Wertschöpfung niederschlagen. Müsste eine Verteilungsanalyse deshalb nicht auch auf Finanzierungs- und Rentabilitätsdaten schauen? Gleichwohl: Die Analyse zeigt, dass Unternehmen in unterschiedlichen Unternehmenskontrollsystemen unterschiedlich operieren. Möglicherweise gibt es aber unterschiedliche Wege, diese Befunde zu interpretieren.

Vor allem aber ist anzumerken, dass de Jong möglicherweise zu optimistisch über die kontinentaleuropäischen Systeme, aber zu pessimistisch über die angelsächsischen Systeme urteilt. Die im Seminar behandelte „Varieties of Capitalism“-Literatur (Soskice 1999; Hall/Gingerich 2004) hat herausgearbeitet, dass beide Spielarten des Kapitalismus unterschiedliche Vorzüge aufweisen. De Jong argumentiert, dass britische Unternehmen mit engen Wachstumsspielräumen und hohem Ausschüttungsdruck konfrontiert sind. Ist das tatsächlich so schädlich? Was, wenn die ausgeschütteten Mittel für neue Investitionen, beispielsweise in junge Wachstumsindustrien, genutzt werden? Gerade in der raschen Erschließung neuer Wachstumsmärkte liegt ja der Vorteil der angloamerikanischen Spielart des Kapitalismus. Und die hohen Produktivitätszuwächse in den „germanischen“ Volkswirtschaften: Könnten diese nicht auf der Vernichtung niedrig produktiver Arbeitsplätze – und also auf einem spezifischen Problem, nicht auf einem Vorzug – beruhen? Vergleicht man die jüngsten Wachstums- und Arbeitslosenzahlen der britischen und der deutschen Volkswirtschaft, wird die These von der Überlegenheit des kontinentalen Unternehmenskontrollsystems zweifelhaft. Andererseits sprechen die jüngsten Exportüberschüsse dafür, dass sich im Rahmen der deutschen Institutionen erfolgreiche Unternehmensstrategien verfolgen lassen. Ob diese dann der Gesellschaft als Ganzer zu Gute kommen, ist eine andere Frage.

---

<sup>2</sup> Für die anderen in der Tabelle aufgeführten Ländergruppen gilt das selbe: Die berechneten Anteile addieren sich nicht auf 100.

## Literatur

- de Jong, Henk Wouter, 1997: The Governance Structure and Performance of Large European Corporations. In: *Journal of Management and Governance* 1, 5–27.
- Hall, Peter A./Daniel W. Gingerich, 2004: Spielarten des Kapitalismus und institutionelle Komplementaritäten in der Makroökonomie. Eine empirische Analyse. In: *Berliner Journal für Soziologie* 14, 5-23.
- Soskice, David, 1999: Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s. In: Herbert Kitschelt, et al. (Hrsg.), *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*. Cambridge: Cambridge University Press, 101-134.