

Buitenlandse investeringen en internationalisering van de Nederlandse economie

René Belderbos*

Eén van de belangrijkste kenmerken van de Nederlandse economie is de sterke verwevenheid met het buitenland. Meestal leest men deze verwevenheid af aan het aandeel van de export en import van goederen en diensten in het nationale produkt. De sterke integratie van Nederland in de wereld-economie geldt echter eveneens voor het kapitaalverkeer. Ons land is van oudsher één van de belangrijkste kapitaalexporterende naties in de wereld. Eind 1985 had Nederland een extern vermogen opgebouwd van 530 miljard gulden (Van Nieuwkerk, 1986): Daartegenover stond een bedrag van 365 miljard gulden aan buitenlandse beleggingen in Nederland zodat het netto extern vermogen 165 miljard gulden bedroeg. Uitgedrukt in procenten van het nationale produkt is dit netto vermogen met ruim 40 procent veel omvangrijker dan voor landen als Japan, het Verenigd Koninkrijk of West-Duitsland. Vooral vanaf de jaren '60 heeft een toenemend deel van de uitvoer van kapitaal betrekking op directe buitenlandse investeringen. Dit zijn investeringen in buitenlandse ondernemingen (nieuwe vestigingen in het buitenland of acquisitie van bestaande ondernemingen) waarbij het verkrijgen van invloed op het beleid voorop staat. Deze investeringen bedroegen eind 1984 bijna 144 miljard gulden. Ons land was daarmee na de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk de derde investeerder in de wereld (Van Nieuwkerk en Sparling, 1985, 2). Kenmerkend voor directe investeringen is dat het niet alleen gaat om een overdracht van kapitaal, maar om een 'pakket' van produktiefactoren: geld, managementkapaciteit, specifieke know-how van produkten en produktie-processen, machines en dergelijke. Directe buitenlandse investeringen zijn het belangrijkste instrument van internationale expansie van multi-nationale ondernemingen (mno). Het belang van Nederland als directe investeerder in het buitenland hangt samen

* Rene. Belderbos is beleidsmedewerker TNO.

met de aanwezigheid van enkele grote vanuit ons land opererende mno. De 'grote vier' Shell, Unilever, Philips en AKZO zijn voor een belangrijk deel van de Nederlandse directe investeringen in het buitenland verantwoordelijk. Dit aandeel neemt echter af als gevolg van de internationale expansie van een groot aantal kleinere Nederlandse ondernemingen in de industrie en dienstensektor. Dit artikel beoogt een beeld te geven van de internationalisering van de Nederlandse economie als gevolg van het toenemende belang van directe buitenlandse investeringen door mno. Deze vorm van internationalisering kan allerlei konsekwenties hebben voor het functioneren van de Nederlandse economie. Aan één ervan wordt nader aandacht besteed: een mogelijk groeiende interdependentie tussen binnenlandse en buitenlandse investeringen. De vraag rijst in hoeverre buitenlandse investeringen in de plaats komen voor binnenlandse investeringen en exporten. De opbouw van dit artikel is als volgt. In Paragraaf 1 wordt allereerst een beeld geschetst van de omvang en het patroon van buitenlandse investeringen en van het belang van mno voor de werkgelegenheid in Nederland. Vervolgens wordt in Paragraaf 2 ingegaan op het vraagstuk van interdependentie tussen binnenlandse en buitenlandse investeringen. Tot slot volgen enige konklusies en implicaties voor de economische politiek.

1 Buitenlandse investeringen en multinationalisatie in cijfers

Het begrip direkte buitenlandse investering

Direkte buitenlandse investeringen door mno bestaan uit drie componenten:

- deelname in het aandelenkapitaal van een in het buitenland gevestigde onderneming. Dit kan een bestaande onderneming zijn of een op te richten nieuwe buitenlandse vestiging;
- kredietverstrekking op korte en lange termijn binnen concernverband;
- herinvestering van door de buitenlandse koncernonderdelen ter plekke gegenereerde winsten.

Volgens de definitie van De Nederlandsche Bank (DNB) is er pas sprake van directe buitenlandse investeringen als het belang in de buitenlandse onderneming een blijvend karakter heeft en gepaard gaat met invloed op het beleid van die onderneming. Men spreekt dan van een investeringsrelatie. Deelnames in het aandelenkapitaal doen meestal de investeringsrelatie tussen de moederonderneming en de buitenlandse dochter tot stand komen. Kredietverstrekking en herinvestering (inhouding) van winst vinden plaats langs de al bestaande verbindingslijnen van de investeringsrelatie. Voorts is er nog een onderscheid te maken tussen investeringsstromen en investeringsstanden. Investeringsstromen worden door DNB geregistreerd als onderdeel van de betalingsbalansstatistiek. Omdat ingehouden winsten niet tot internationale kapitaaltransakties leiden omvatten de investeringsstromen

alleen de eerste twee componenten. Investeringsstanden zijn de gekumuleerde investeringsstromen en geherinvesteerde winsten. Standencijfers worden door DNB opgesteld op basis van een enquête onder Nederlandse en buitenlandse mno. Er kunnen enige belangrijke kanttekeningen bij het begrip directe buitenlandse investering geplaatst worden. Ten eerste is er verschil in status tussen directe buitenlandse investeringen en *binnenlandse* investeringen. Binnenlandse investeringscijfers geven de waarde aan van het in vaste *aktiva* geïnvesteerde vermogen. Buitenlandse investeringen hebben betrekking op het aan buitenlandse ondernemingen beschikbaar gestelde vermogen in de vorm van risikodragend kapitaal of kredieten; voor de buitenlandse dochter hebben zij het karakter van *passiva*. Het is niet bekend welke aktiva met dit vermogen worden gefinancierd. Zo doet zich een speciaal geval voor bij overname van buitenlandse ondernemingen. De overnamesom ligt vaak hoger dan de intrinsieke waarde van de onderneming: aan de aandeelhouders moet een bedrag aan goodwill worden betaald. Goodwill is een 'immateriële' aktivum, dat meestal direkt in zijn geheel wordt afgeschreven. Daarnaast wordt de kredietverlening op korte termijn veelal beïnvloed door internationale renteontwikkelingen of door tijdelijke financiële overwegingen als liquiditeitskrapte bij moeder- of dochteronderneming. Uitbreiding van de kredietverlening in het ene jaar kan dan gevolgd worden door aflossing in het volgende jaar. De investeringen hebben derhalve een weinig structureel karakter. Ten tweede is de direkte investering slechts één manier waarop ondernemingen vorm kunnen geven aan hun internationale betrokkenheid. Naast de traditionele exporten gebeurt dit in toenemende mate in de vorm van zogenaamde 'indirekte investeringen' of 'non-equity investments'. Dit zijn kontraktuele overeenkomsten tussen overigens zelfstandige ondernemingen waarbij de overdracht van specifieke kennis, managementkapaciteit, kapitaalgoederen en dergelijke wordt vastgelegd zonder dat er sprake is van een investeringsrelatie. Voorbeelden zijn de overdracht van technologie door middel van licenties, het verpachten van merknamen ('franchising'), het onder strikte voorwaarden uitbesteden van de fabricage van onderdelen aan (buitenlandse) ondernemingen ('subcontracting'), samenwerkingsverbanden tussen ondernemingen op het gebied van onderzoek en ontwikkeling ('strategic partnerships'). Door de toenemende complexiteit van de internationale relaties tussen ondernemingen zijn de grenslijnen tussen directe investeringen, indirecte investeringen, internationale handel en dienstverlening steeds meer beginnen te vervagen (zie ook OECD, 1981, 31). Ten derde is er geen internationale overeenstemming over de wijze van meting en registratie van directe investeringen. Zo worden de directe investeringen van Nederland in de Verenigde Staten door het US Department of Commerce volgens een van de gehanteerde criteria 2,5 maal zo hoog aangeslagen als door DNB. Een groot deel van het verschil betreft de investeringen van in Nederland gevestigde financiële holdings ('doorsluisvennootschappen') van buitenlandse ondernemingen. Veel buitenlandse ondernemingen laten hun buitenlandse investeringen via financiële holdings in Nederland lopen omdat zo

minder belasting over rente- en dividendopbrengst behoeft te worden betaald. DNB rekent deze investeringen niet aan Nederland toe: alleen investeringen van buitenlandse ondernemingen die hier meer activiteiten ontplooiën worden meegenomen.¹ Tot slot dient opgemerkt te worden dat dbi cijfers slechts de omvang van de *investeringsrelatie* tussen ondernemingen weergeven. Buitenlandse dochterondernemingen kunnen naast de directe financiering door de moederonderneming nog een verscheidenheid van andere financieringsbronnen aanspreken op lokale en internationale kapitaalmarkten. Dit betekent dat de totale waarde van het vermogen onder beheer van het moederbedrijf veel groter is dan uit de investeringscijfers blijkt. Na deze opmerkingen zal het duidelijk zijn dat dbi cijfers met voorzichtigheid moeten worden geïnterpreteerd. Zij geven geen volledig beeld van de omvang van de internationale activiteiten van mno. Naast het interpretatieprobleem is er het probleem van een slechts beperkte beschikbaarheid van investeringscijfers. DNB geeft slechts in geringe mate naar land en bedrijfsklasse gedesaggregeerde cijfers voor publikatie vrij en beroept zich hiervoor op de wettelijke plicht tot geheimhouding van strategische bedrijfsgegevens. Hier wrekt zich de sterke concentratie van buitenlandse investeringen bij enkele grote multinationals. Een aparte weergave van de buitenlandse investeringen van de aardolie-industrie en de elektrotechnische industrie zou teveel inzicht geven in het investeringsgedrag van respectievelijk Shell en Philips. Bedrijfsklassen zijn daarom samengevoegd tot *bedrijfsklassegroepen*, hetgeen de vorming van een genuanceerder beeld van investeringstrends belemmert.

Investeringsstromen en geheinvesteerde winsten

Nederland kent, anders dan bijvoorbeeld West-Duitsland, al sinds de jaren vijftig overwegend een netto uitstroom van directe investeringen. Ondernemingen als Shell en Philips investeerden in de jaren vijftig en zestig al grote bedragen in het buitenland. In de jaren zeventig kreeg het verschil tussen uitstroom en instroom een aanzienlijke omvang. In Tabel 1 zijn de uitgaande en inkomende investeringsstromen naast de geheinvesteerde (ingehouden) winsten weergegeven voor de periode 1972-1987.

De omvang van de uitgaande investeringsstromen is in deze periode sterk toegenomen, van gemiddeld drie miljard gulden begin jaren zeventig tot meer dan tien miljard vanaf 1985. De instromen hebben een veel kleinere omvang en vertonen alleen de laatste twee jaar een stijgende trend. Zowel de in- als uitstromen bestaan gemiddeld voor ongeveer de helft uit deelnames in aandelenkapitaal; de andere helft heeft betrekking op krediet-verlening. Grafiek 1 toont de ontwikkeling van de investeringsstromen uitgedrukt als percentage van het nationale inkomen. De uitstromen beliepen tot 1983 gemiddeld twee procent van het nationale inkomen en de instromen

1. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan Douwe Egberts. Deze onderneming is onderdeel van het Amerikaanse Sara Lee concern maar opereert vanuit Nederland als een vrij zelfstandige mno.

Tabel 1 Investeringsstromen en ingehouden winsten
1972-1987 (miljarden guldens)

ingehouden winstenjaar	investeringsstromen ¹		in	uit
	in	uit		
1972	1,0	2,4	-	-
1973	2,4	2,5	-	-
1974	2,6	4,6	0,4	2,4
1975	2,5	4,2	0,7	1,3
1976	0,9	3,0	0,6	2,7
1977	0,9	3,8	0,8	2,3
1978	1,4	3,5	0,9	1,6
1979	2,6	4,4	1,3	6,2
1980	3,9	6,8	0,6	4,1
1981	3,6	8,4	0,8	2,6
1982	2,0	6,5	0,8	1,8
1983	2,0	5,8	2,0	4,5
1984	1,8	8,7	3,5	8,0
1985	2,1	11,5	2,5	9,0
1986	5,2	10,4	4,3	9,7
1987	4,0	14,5	-	-

Bron: DNB, Jaarverslag 1987; Kwartaalbericht 1980 I, 1986 I

1) Participaties in aandelenkapitaal en kredietverlening binnen concernverband.

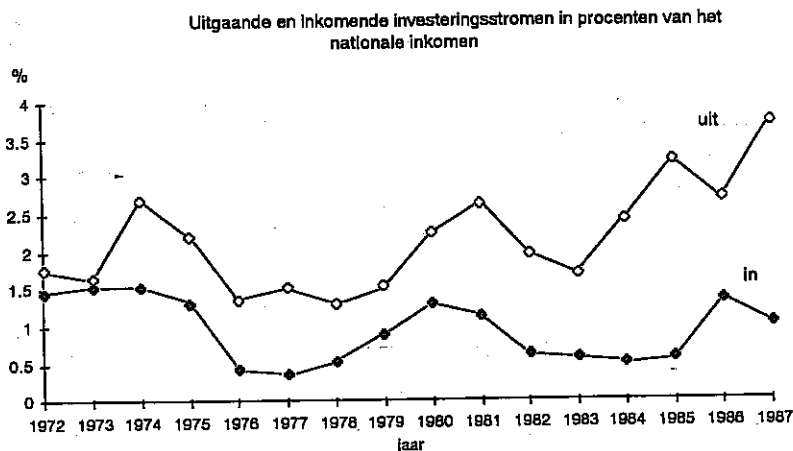
één procent. De grafiek toont een opvallend *anti-cyclisch* verloop. De inkomende en vooral de uitgaande investeringen groeiden juist in de recessieperiodes 1974-1975 en 1980-1982 sterk. In deze recessies bereikten de buitenlandse investeringen een niveau van 20 tot 25 procent van de binnenlandse investeringen in vaste activa² (Belderbos, 1988, 15). Vanaf 1984 wordt een nieuwe trend ingezet. Ditmaal krijgt de internationale expansie van het Nederlandse bedrijfsleven nieuwe impulsen in een periode van economisch herstel. De uitgaande investeringsstroom bereikt voor het eerst een niveau van meer dan drie procent van het nationaal inkomen. In 1987 bedroeg de uitstroom daarmee meer dan een kwart van de binnenlandse investeringen.³

De internationale expansie van multinationale ondernemingen wordt ook voor een belangrijk deel gefinancierd door de derde component van dbi: *herinvesteringen* van aan de moederonderneming toevallende winsten. Gemiddeld maken de geherinveesterde winsten (Tabel 1) ruim 40 procent uit van de totale jaarlijkse investeringen in het buitenland. Voor de inkomende investeringen is dit iets minder (38 procent). Ook de geherinveesterde winsten nemen sterk in omvang toe na 1983. De winstgevendheid van ondernemingen is na de wereldrecessie van 1980-1982 weer flink toegenomen. In 1985 en 1986 bereikten de in het buitenland geïnvesteerde winsten zelfs

2. Bruto investeringen in vaste activa, met uitzondering van overheidsinvesteringen en investeringen in woningen

3. Overigens lijkt de groei in de buitenlandse investeringen zich in 1988 niet voort te zetten. Zie bijvoorbeeld DNB, Kwartaalbericht 1988 III.

Grafiek 1



pieken van negen en bijna tien miljard gulden. De totale investeringen kwamen in deze jaren uit op meer dan vijf procent van het nationaal inkomen. De omvangrijke bedragen aan in het buitenland geherinveeste winsten zijn niet alleen het gevolg van de omvang van de 'voorraad' directe investeringen die inmiddels is bereikt (zie hieronder) maar ook van het winstuitkeringsbeleid van Nederlandse multinationals (Belderbos, 1988, 33; DNB, 1988, 57). Nederlandse ondernemingen herinvesteren een groter deel van de winst in het buitenland (ruim de helft en de laatste drie jaar meer dan 60 procent) in het buitenland dan buitenlandse ondernemingen in Nederland (ruim 30 procent). Het belang van buitenlandse investeringen verschilt sterk per bedrijfsklassegroep. In tabel 2 springt de dominante positie van de groep aardolie/chemie (inclusief delfstoffenwinning) in het oog. In de periode 1980-1987 was ruim 45 procent van de uitstroom hier gekoncentreerd. De aanwezigheid van twee van de 'grote vier' mno (Shell en AKZO) naast de in grootte vijfde mno (DSM) zal daar zeker niet vreemd aan zijn. De buitenlandse investeringen zijn in deze bedrijfsklassen bijna net zo groot (87 procent) als de binnenlandse investeringen in vaste activa. Helaas kan niet worden nagegaan in welke mate de investeringen in de delfstoffenwinning (de exploitatie van olie- en gasvelden in Nederland dan wel in het buitenland) de cijfers beïnvloeden. Zo is de opkomst van het Verenigd Koninkrijk als olie- en gaswinnend land gepaard gegaan met omvangrijke, mede vanuit Nederland gefinancierde, investeringen van het Brits-Nederlandse concern Shell. Inzicht in het belang van grensoverschrijdende investeringen van de chemische industrie blijft beperkt door het ontbreken van gedesaggregeerde investeringscijfers.

Van de overige industriële bedrijfsklassen kende de metaal- en elektrotech-

Tabel 2 Investeringsstromen naar bedrijfsklasse(groep), 1980-1987

	gemiddeld		% IVA	
	in	uit	in	uit
aardolie en chemie	849	4357	17,1	87,6
metaal en elektrotechniek	339	767	10,2	23,1
voedings- en genotmiddelen	402	558	19,0	26,4
overige industrie	146	227	7,9	12,3
totaal industrie	1737	5909	14,2	48,3
bouw en installatie	49	135	4,2	11,5
handel	582	833	13,7	19,6
transport, opslag	87	119	1,2	1,6
bank- en verzekeringswezen	190	1465	10,1	36,1
overige dienstverlening	478	918		
totaal dienstverlening	1338	3336	7,3	18,3
totaal	3134	9396	8,8	26,5
gemiddeld aandeel industrie	55,4	62,9		
gemiddeld aandeel diensten	42,7	35,5		

Bron: DNB, Jaarverslag 1987; CBS, Nationale Rekeningen; CBS, Statistiek van Investeringsstromen in Vaste Activa in de Nijverheid

1) in miljoenen guldens

2) gemiddelde investeringsstroom uitgedrukt als percentage van de gemiddelde bruto binnenlandse Investeringsstromen in Vaste Activa (1980-1986) per bedrijfsklassegroep

3) inclusief delfstoffenwinning

niek een relatief grote uitstroom van investeringskapitaal. Voor de industrie als geheel bereikten de uitgaande investeringen een omvang vergelijkbaar met 48 procent van de binnenlandse investeringen (zonder de investeringen van openbare nutsbedrijven). We kunnen konkluderen dat voor Nederlandse industriële ondernemingen expansie in het buitenland van relatief groot belang is. In de dienstensektor zijn de buitenlandse investeringen van het Nederlandse bank- en verzekeringswezen aanzienlijk. In de handel en distributie zijn naast de uitstromen ook de instromen omvangrijk. Dit geldt ook voor de overige dienstverlening (onder andere reclame-, accountancy- en automatiserings-bureaus, internationaal toerisme en onroerend goedmaatschappijen⁴).

Investeringsstanden

De stand van de directe investeringen van Nederlandse ondernemingen in het buitenland beliep per ultimo 1984 ruim 143 miljard gulden. Hiermee was Nederland na de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk de derde buitenlandse investeerder in de wereld (van Nieuwkerk en Sparling, 1985, 2). Gerelateerd aan de omvang van de Nederlandse economie blijkt de uitzonderlijke positie van Nederland nog veel sterker: de buitenlandse investeringen beliepen 40 procent van het nationale inkomen, een percent-

4. Onder de investeringen van de sektor overige dienstverlening vallen sinds kort ook investeringen in onroerend goed. Zie DNB, Jaarverslag 1988.

age dat door de meeste geïndustrialiseerde landen bij lange na niet wordt gehaald. Alleen de investeringspositie van Zwitserland is van een vergelijkbare orde. De standen van directe investeringen, zoals geregistreerd door DNB, wijzigen zich niet alleen door kapitaalsstromen en herinvestering van winsten (of verdiscontering van verliezen), maar ook door veranderingen in wisselkoersverhoudingen. Buitenlandse investeringen luiden bijvoorbeeld in dollars of marken maar worden voor registratie omgerekend in *guldens*. De sterke fluktuaties in de wisselkoersen van belangrijke kapitaalontvangende landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk hebben tot grote verschillen in registratie van investeringsstanden in guldens geleid. De duidelijkste illustratie geven de jaren 1985 en 1986. Terwijl kapitaalstromen en herinvestering van winsten leidden tot een toename van de investeringsstanden met ruim 40 miljard gulden (zie tabel 1), resulteerden de waardedalingen van de dollar en het pond in een afname van de geregistreerde standen met 63 miljard gulden. Per saldo bedroeg de stand van buitenlandse investeringen ultimo 1986 125,5 miljard gulden (DNB, 1988, 39). In tabel 3 is de verdeling van de stand van de Nederlandse investeringen in het buitenland over landen(groepen) en bedrijfsklassegroepen weergegeven voor de jaren 1973 en 1984.5 Het totaalbedrag aan buitenlandse investeringen nam in de periode 1973-1984 met bijna 100 miljard gulden

Tabel 3 Stand van Nederlandse investeringen in het buitenland

	1973	1984
totaalbedrag (mrd. guldens)	44,2	143,7
naar landen(groep)	%	%
EG	50,6	38,1
(waarvan VK)	(15,4)	(19,1)
VS	14,0	30,8
Japan		0,8
rest OECD	16,2	13,6
ontwikkelingslanden	13,3	16,5
(waarvan Ned. Antillen)	(5,8)	(5,4)
naar bedrijfsklasse(groep)	%	%
aardolie en chemie	47,3	55,4
metaal en elektrotechniek	24,1	13,3
voedings- en genotmiddelen	13,3	7,6
overige industrie	1,8	1,4
totaal industrie	87,9	77,6
bouw en installatie	1,1	0,7
handel	5,4	7,1
transport, opslag	3,0	1,1
bank- en verzekeringswezen	2,1	7,0
overige dienstverlening	1,6	6,1
totaal diensten	12,1	21,4

Bron: Van Nieuwkerk en Sparling (1985); DNB, Kwartaalbericht 1986

5. Inmiddels zijn in het Kwartaalbericht III van DNB investeringsstanden per landengroep en bedrijfsklassegroep gepubliceerd voor de jaren 1985 en 1986. Er treedt echter een reeksbreuk op; vergelijking met eerdere jaren wordt bemoeilijkt door veranderingen in de registratiemethode. Ook zijn voor het eerst investeringen in onroerend goed inbegrepen.

toe. Dit komt neer op een jaarlijkse groei van meer dan elf procent, vergelijkbaar met de groei van de exportwaarde in deze periode. De investeringen richten zich in toenemende mate op de Verenigde Staten ten koste van het aandeel van de EG. Binnen de EG blijft het Verenigd Koninkrijk het belangrijkste gastland van Nederlandse investeringen. De verdeling naar bedrijfsklassegroepen laat een afnemend aandeel van de industrie ten gunste van de dienstensektor zien.

De stand van de buitenlandse investeringen in Nederland (tabel 4) groeide tussen 1973 en 1984 gemiddeld met tien procent tot ruim 58 miljard gulden. De landen van de EG en de Verenigde Staten hadden in 1984 ongeveer evenveel in Nederland geïnvesteerd (elk één derde van de totaalstand). De investeringen van Japan bereiken in de jaren tachtig voor het eerst een omvang van betekenis. Opvallend is het hoge aandeel van de Nederlandse Antillen. Een aantal Nederlandse ondernemingen heeft uit fiskale overwegingen de hoofdzetel naar dit Rijksdeel verplaatst.⁶

Evenals bij de Nederlandse investeringen in het buitenland laat de verdeling naar bedrijfsklassegroepen een sterke groei van het aandeel van de dienstensektor zien. Vooral de investeringen in handel en distributie zijn aanzienlijk. Het grootste investeringsaandeel is evenals bij de Nederlandse investeringen in het buitenland gekoncentreerd in de aardolie en chemie.

Tabel 4 Stand van buitenlandse investeringen in Nederland

	1973	1984
totaalbedrag (mrd. guldens)	20,7	58,3
naar landen(groep)	%	%
EG	42,8	32,7
(waarvan V. K.)	(17,8)	(15,3)
V. S.	37,3	33,3
Japan	0,8	2,8
rest OECD	13,4	15,4
ontwikkelingslanden	5,8	15,8
(waarvan Ned. Antillen)	(2,9)	(11,3)
naar bedrijfsklasse(groep)	%	%
aardolie en chemie	40,3	32,1
metaal en electrotechniek	19,1	12,1
voedings- en genotmiddelen	5,5	7,4
overige industrie	7,8	4,4
totaal industrie	73,5	50,1
bouw en installatie	0,7	1,2
handel	13,4	18,0
transport, opslag	1,7	1,2
bank- en verzekeringswezen	5,6	10,5
overige dienstverlening	5,7	11,9
totaal diensten	26,5	41,6

Bron: Van Nieuwkerk en Sparling, 1985; DNB, Kwartaalbericht 1986 I

6. Zie DNB, Kwartaalbericht 1979 II, 48; ondernemingen als SHV en van Leer hebben hun fiskale hoofdzetel op de Nederlandse Antillen.

Multinationalisatie en werkgelegenheid

De geschetste relatieve en absolute omvang van de buitenlandse investeringen kent zijn parallel in een sterke penetratie van multi-nationale ondernemingen in het Nederlandse bedrijfsleven. Een maatstaf voor het belang van mno is het aandeel van deze ondernemingen in de werkgelegenheid. De tabellen 5 en 7 geven inzicht in de werkgelegenheidsaandelen per bedrijfsklasse van respectievelijk Nederlandse en buitenlandse mno in 1987. Nederlandse ondernemingen worden als mno beschouwd als de werkgelegenheid in het buitenland minstens 10 procent bedraagt van de werkgelegenheid in Nederland. Ondernemingen worden als onderdeel van een *buitenlandse* mno beschouwd als het aandelenkapitaal voor minstens de helft in buitenlandse handen is. De cijfers zijn opgesteld op basis van gegevens uit de jaarlijkse enquête van het Financieele Dagblad onder ondernemingen in Nederland. De werkgelegenheid bij mno wordt waarschijnlijk iets onderschat: niet alle (multinationale) ondernemingen sturen gegevens in en een groot aantal kleinere bedrijven (waaronder ook veel vestigingen van buitenlandse mno) is niet geënquêteerd. Om inzicht te krijgen in de ontwikkeling in de tijd zijn ook cijfers opgenomen voor 1980, gebaseerd op onderzoek van de Mare (1985). Bij het trekken van conclusies moet men overigens voorzichtig zijn omdat in het onderzoek van de Mare ook van andere informatiebronnen gebruik is gemaakt waardoor onderschatting van het belang van mno waarschijnlijk minder is opgetreden.

Tabel 5 *Werkgelegenheid bij Nederlandse multinationals in Nederland naar bedrijfsklasse in 1987*

	omvang	aandeel	(1980)
aardolie en chemie	67	48	(57)
metaal(produkten)	63	24	(26)
elektrotechniek	83	62	(71)
voedings- en genotmiddelen	33	22	(20)
drukkerijen, uitgeverijen	20	27	(23)
papierindustrie	9	34	
bouwmaterialen, glas	2	6	
textiel, kleding, leer	7	15	(16)
totaal industrie	282	29	(30)
bouw en installatie	24	8	(6)
handel	113	17	(11)
(waarvan detail)	(88)	(24)	
transport, opslag	54	17	(12)
bank- en verzekeringswezen	52	28	
overige zakelijke diensten	5	2	
totaal diensten	230	13	(9)

Bron: Belderbos, 1989: berekeningen op basis van gegevens van Het Financieele Dagblad (werkgelegenheid bij mno in 1987), het CBS, Statistiek Werkzame Personen 1980 en 1987 (totalen per bedrijfsklasse) en De Mare, 1985, (werkgelegenheid bij mno in 1980)

1) in personen (x 1000)

2) procentuele aandeel in de werkgelegenheid van de bedrijfsklasse

3) inclusief delfstoffenwinning

Het aandeel van Nederlandse mno in de werkgelegenheid is vooral omvangrijk in de bedrijfsklassen aardolie/chemie en de elektrotechniek. Dit weerspiegelt de positie van de 'grote vier' Nederlandse mno. Vergelijking met de situatie in 1980 laat zien dat juist in deze bedrijfsklassen de aandelen zijn afgenomen. Uit een nadere verkenning blijkt dat de werkgelegenheid in Nederland bij de 'grote vier' twee keer zo snel is afgenomen als de werkgelegenheid in de gehele industrie (13 tegen 6,5 procent). In de voedings- en genotmiddelenindustrie en bij de drukkerijen en uitgeverijen neemt het belang van Nederlandse mno daarentegen toe. In de voedings- en genotmiddelenindustrie zijn naast traditionele mno als Unilever, Heineken en Wessanen meerdere ondernemingen in een internationaal expansieproces verwikkeld (waaronder Nutricia, CSM, Suiker Unie, van Melle, Vleeschmeesters). In de bedrijfstak drukkerijen en uitgeverijen zijn Elsevier, VNU en Wolters/Kluwer tot multinationale concerns uitgegroeid. De sterkste groei in multinationalisatie vindt plaats in de dienstensektor. De werkgelegenheid bij Nederlandse mno is in 1987 bijna even hoog als in de industrie. Het werkgelegenheidsaandeel is met 13 procent echter nog beduidend lager. Mno verschaffen een groot deel van de werkgelegenheid in de detailhandel (Vendex en Ahold) en in het bank- en verzekeringswezen (met als voornaamste mno: ABN, NMB, Nationale Nederlanden, Aegon en Amev).⁷ De werkgelegenheid bij Nederlandse mno in het buitenland (Tabel 6) is met ruim 780.000 personen ongeveer 1,5 maal zo groot als de werkgelegenheid in Nederland. Een groot deel van de werkgelegenheid is gekoncentreerd in de elektrotechniek, de chemie en de voedings- en genotmiddelenindustrie. De in deze bedrijfsklassen opererende 'grote vier' nemen tweederde van de totale en ruim 80 procent van de industriële werkgele-

Tabel 6 *Werkgelegenheid bij Nederlandse mno in het buitenland in 1987*

totaal aantal personen (x 1000)	783
naar bedrijfsklasse %	
delfstoffenwinning	1,1
aardolie en chemie	23,1
metaal(produkten)	5,5
elektrotechniek	35,3
voedings- en genotmiddelen	13,3
drukkerijen, uitgeverijen	0,9
overige industrie	1,4
totaal industrie	80,7
bouw en installatie	1,2
groothandel	4,1
detailhandel	5,4
transport, opslag	2,8
banken	1,3
verzekeringswezen	3,3
overige diensten	1,2
totaal diensten	18,1

Bron: Belderbos, 1989: berekeningen op basis van gegevens van het Financieel Dagblad

7. De AMRO-bank is volgens het gebruikte criterium net niet als mno te kwalificeren.

genheid in het buitenland voor hun rekening (waarbij de werkgelegenheid bij de ondernemingen met een dubbele nationaliteit, Shell en Unilever, voor de helft is meegeteld). Ook hier is deze dominante positie tanende: in 1980 waren de 'grote vier' nog voor ruim 90 procent van de industriële werkgelegenheid in het buitenland verantwoordelijk.

Vergelijking van tabel 6 met de investeringscijfers in tabel 3 laat vooral verschillen zien in de aandelen van de industriële bedrijfsklassen. Het werkgelegenheidsaandeel van de chemie, aardolie en delfstofwinning is veel kleiner dan het investeringsaandeel. Voor de metaal en de elektrotechniek en de voedings- en genotmiddelenindustrie geldt dit juist andersom. De verschillen zijn grotendeels te verklaren uit de hoge kapitaalintensiteit van de produktie in de chemische en aardolieindustrie. Grote investeringsprojecten gaan gepaard met relatief weinig werkgelegenheidsgroei. Dit geldt in nog sterkere mate voor de exploitatie van de olie- en gasvelden in de bedrijfsklasse delfstoffenwinning. Het belang van buitenlandse mno voor de werkgelegenheid in Nederland wordt geïllustreerd door tabel 7. Evenals Nederlandse mno zijn ook buitenlandse mno sterk vertegenwoordigd in de aardolie/chemie en de elektrotechniek. In deze bedrijfsklassen is opgeteld rond de 80 procent van de werkgelegenheid gekoncentreerd bij multinationale ondernemingen. Daarnaast is het aandeel van buitenlandse mno groot in de bouwmaterialenindustrie en in de voedings- en genotmiddelenindustrie. Bij vergelijking van het patroon van uitgaande en inkomende multinationalisatie in de industrie valt op dat beide belangrijk zijn in de zogenaamde 'procesindustrieën' als de aardolie-industrie, de (petro)chemische industrie, de voedings- en genotmiddelenindustrie, de basismetaleenindustrie (niet in de tabellen), de papierindustrie en de bouwmaterialenindustrie. Dit zijn industrieën waar grondstoffen (bulkgoederen) worden omgezet in eindprodukten of halffabrikaten door middel van chemische, fysische of biotechnologische processen. Procesindustrieën zijn in Nederland van oudsher sterk vertegenwoordigd vanwege de gunstige omstandigheden voor dit soort industrieën: de geografische ligging van Nederland (aan de Noordzee en aan de monding van grote rivieren welke een groot economisch achterland op goedkope wijze bereikbaar maken), een gemakkelijke aanvoer van grondstoffen (de Rotterdamse haven en de Nederlandse tradities van handel en transport), een goedkope elektriciteitsvoorziening (aardgas) en de aanwezigheid van grondstoffen zoals zout (zoutchemie), ammoniak uit aardgas (chemie), suikerbieten, aardappelen, melk en vlees (voedingsindustrie). Deze en andere factoren hebben enerzijds veel buitenlandse investeerders aangetrokken; anderzijds hebben Nederlandse ondernemingen in de loop der tijd specifieke kennis en deskundigheid verkregen welke in toenemende mate in het buitenland te gelde worden gemaakt. In de dienstensektor is een duidelijke groei van het aandeel buitenlandse mno waarneembaar. Buitenlandse mno zijn sterk actief in de zakelijke dienstverlening en in de sektor horeka en toerisme. Alle grote Nederlandse accountantsbureaus zijn inmiddels aangesloten bij één van de acht grootste wereldwijd opererende accountancy- en adviesbureaus van Amerikaanse origine (ook wel de 'big

eight' genoemd). De Nederlandse bureaus zijn als onderdeel van buitenlandse mno beschouwd, hoewel strikt genomen een traditionele investeringsrelatie met participatie in het aandelenkapitaal ontbreekt vanwege de maatschapsvorm van de bureaus. Een ander onderdeel van de zakelijke dienstverlening waar de invloed van de buitenlandse mno ver is voortschreden is het reclamewezen. Vrijwel alle grote en middelgrote reclamebureaus in Nederland zijn onderdeel van een buitenlandse groep. Samenvattend kunnen we stellen dat de Nederlandse economie verregaand is geïnternationaliseerd. Minstens 43 procent van de werkgelegenheid in de industrie wordt verschaft door mno. De uitgaande en, in mindere mate, de inkomende buitenlandse investeringen hebben een aanzienlijke omvang in vergelijking met het niveau van de binnenlandse investeringen. De interna-

Tabel 7 *Werkgelegenheid bij buitenlandse mno in Nederland naar bedrijfsklasse in 1987*

	omvang	aandeel	(1980)
aardolie en chemie	41	30	(28)
metaal(produkten)	22	8	(22)
elektrotechniek	30	23	(30)
voedings- en genotmiddelen	27	18	(17)
drukkerijen, uitgeverijen	1	1	(1)
papierindustrie	4	14	(36)
bouwmaterialen, glas	11	34	(25)
textiel, kleding, leer	4	9	(6)
totaal industrie	138	14	(16)
bouw en installatie	5	2	(0)
handel	23	3	(3)
(waarvan detail)	(4)	(1)	
transport, opslag	2	1	(1)
bank- en verzekeringswezen	15	8	
overige zakelijke diensten	26	9	(3)
(waarvan accountancy)	(16)	(41)	
horeka, toerisme	11	13	
totaal diensten	77	4	(2)

Bron: Belderbos, 1989): berekeningen op basis van gegevens van het Financieele Dagblad (werkgelegenheid bij mno in 1987), het CBS, Statistiek Werkzame Personen (1980 en 1987, totalen per bedrijfsklasse) en De Mare, 1985, (werkgelegenheid bij mno in 1980)

1) in personen (x 1000)

2) procentuele aandeel in de werkgelegenheid van de bedrijfsklasse

3) inclusief delfstoffenwinning

tionale expansie van het Nederlandse bedrijfsleven is geen zaak meer van alleen de 'grote vier' mno. Het internationaliseringspatroon heeft zich verbreed met de opkomst van nieuwe mno in de industrie en in de dienstensektor.

Internationalisering en investeringsgedrag

Het toegenomen belang van investeringsrelaties van het Nederlandse be-

drijfsleven met het buitenland heeft gevolgen voor het functioneren van de Nederlandse economie. Voor multinationale ondernemingen staan veel meer gedragsopties open dan voor nationale ondernemingen. Zij kunnen inspe op verschillen in afzetmogelijkheden, koers en renteontwikkelingen, kostenveau's, technologische ontwikkeling en belastingstelsels van de verschillende landen waarin zij opereren. Het beleid van mno kan, meer dan dat van nationaal georiënteerde ondernemingen, kontrasteren met de doelstellingen van economische politiek van landen waarin zij opereren. De vraag die hier aan de orde wordt gesteld is welke invloed de internationalisering van de Nederlandse economie heeft op het *investeringsgedrag* van mno in Nederland. In de praktijk zijn het juist de (wereldwijde) investeringen en de financiering hiervan waarover mno òòk de meer gedecentraliseerd bestuurde mno centrale controle uitoefenen (Caves, 1982, 193; Andriessen, 1985, 129). Van belang is dan of buitenlandse investeringen in de plaats komen van binnenlandse investeringen. Voor we op deze vraag ingaan is het nuttig kort aandacht te besteden aan de theorievorming op het gebied van buitenlandse investeringen en de multinationale onderneming.

De *theorievorming* op het gebied van mno en buitenlandse investeringen heeft zich vooral de laatste twee decennia snel ontwikkeld. Verscheidene auteurs (zie bijvoorbeeld Caves, 1982; Dunning, 1981a; Rugman, 1983) trachten het fenomeen van transnationale productie en buitenlandse investeringen door mno te verklaren. De laatste jaren is uit de internationale theoretische discussie een 'mainstream' theorie naar voren gekomen (zie ook Casson, 1987). Centraal staat de idee dat mno's, dat wil zeggen ondernemingen met vestigingen in verschillende landen, internationale markten *internaliseren*: internationale handel tussen de verschillende vestigingen vindt niet plaats op de markt maar wordt onder controle van de mno gebracht.

De mno zal markten internaliseren als transakties op de markt hoge kosten of risico's met zich mee brengen (zie ook Coase, 1937). Men spreekt dan van *internaliseringsvoordelen*. Een duidelijk voorbeeld is de achterwaartse *vertikale integratie* van industriële ondernemingen. Deze hebben groot belang bij tijdige en zorgvuldige levering van grondstoffen. Vaak is het echter niet mogelijk betrouwbare lange termijn kontrakten af te sluiten met grondstoffenleveranciers. In sommige gevallen ontbreekt het grondstofrijke landen aan de kennis om grondstoffen zelf te exploiteren.

Men spreekt van internalisering van de markt voor grondstoffen als één onderneming zowel de industriële verwerking als de exploitatie van de grondstoffen voor zijn rekening neemt. Het meest voorkomend is de *horizontale integratie* van mno. De mno produceert gelijksoortige produkten in verscheidene landen. De markt die hier wordt geïnternaliseerd is die van immateriële intermediaire 'produkten' als specifieke technologische kennis (vaak beschermd door octrooien en patenten), organisatorische bekwaamheden, superieure marketingtechnieken (vaak leidend tot beschermde mer-

knamen) en dergelijke. Beschikt een onderneming over dit soort specifieke know-how en ervaring men noemt deze ook wel *eigendomspecifieke voordelen* (Dunning, 1981a) dan doet zich het probleem voor hoe deze kennis te gelde te maken. In sommige gevallen is het mogelijk kennis te verkopen door middel van licentieverlening, franchising of managementkontrakten⁸. In de regel is het echter moeilijk kopers te vinden die bereid zijn een juiste prijs voor de kennis te betalen. Kennisoverdracht herbergt bovendien het gevaar van verdere verspreiding zonder dat daar een vergoeding tegenover staat. Het is voor de onderneming voordeliger om de kennis in eigen beheer te exploiteren en verschillende afzetmarkten zelf te bedienen. Een goed voorbeeld is de uitbreiding van de internationale activiteiten van de grootste bouwondernemingen in Nederland (HBG, Volker Stevin), die kennis en ervaring hebben verkregen op het gebied van de 'natte bouw' (havenaanleg, baggerwerk). De meeste mno zijn evenwel gelokaliseerd in sectoren met een hoge onderzoeks- en ontwikkelingsintensiteit als de automobieliindustrie, chemie, telekommunikatie, konsumentenelektronika, computers en dergelijke. Vooral als de creatie van kennis veel geld en inspanning heeft gekost, is het noodzakelijk deze investeringen via een zo groot mogelijke (wereldwijde) omzet terug te verdienen.

De mno staat bij de bediening van buitenlandse markten vervolgens voor de keuze op welke wijze dit het beste kan plaatsvinden: via export of via produktie ter plaatse. De mno kiest voor produktie in het buitenland als er hier *lokatiespecifieke voordelen* zijn ten opzichte van het herkomstland van de mno. Voorbeelden zijn lage produktiekosten, een hoge scholingsgraad van de bevolking, de aanwezigheid van toeleveranciers, het bestaan van belemmeringen voor export en zo meer.

Tot slot is er nog een groot aantal andere factoren die het voordelig maken geografisch gespreide activiteiten binnen de onderneming te coördineren. Internalisering leidt bijvoorbeeld ook tot een spreiding van risico's voor de onderneming. Slechte resultaten in de ene markt kunnen worden gecompenseerd door goede resultaten in de andere zodat de continuïteit van de onderneming beter gewaarborgd is. Aan internalisering zijn echter ook grenzen gesteld. Hoe groter de omvang van de activiteiten en hoe groter de geografische spreiding en diverser het karakter hiervan, des te moeilijker wordt het deze activiteiten binnen een onderneming efficiënt te coördineren. Illustratief is de ontmanteling van internationale konglomeraties als ITT en in eigen land Ogem.

Aan de andere kant leiden verbeteringen in informatie- en kommunikatie-technologie tot een betere bestuurbaarheid van internationale concerns. De relatie tussen binnenlandse en buitenlandse investeringen hangt af van het *type* investeringen en het type lokatiespecifieke voordelen waar het om gaat

8. In bepaalde sectoren blijkt dat door standaardisering van technologieën de transaktiekosten van internationale kontraktuele technologie-overdrachten zijn afgenomen. Dit is één van de redenen voor de groei in het belang van licentieverlening en andere vormen van indirecte investeringen in de jaren zeventig (Dunning, 1982a, 367)

(zie ook Dunning, 1981b, 429-430). Het is van belang of er een *nederlands alternatief* voor de buitenlandse investering aanwezig is. In dat geval is er bijvoorbeeld niet als de buitenlandse investering tot doel de grondstoffen te exploiteren (zoals de investeringen van de Shell in de exploitatie van olievelden in het Britse deel van de Noordzee).

Alternatieven zijn er wel als de investering in het buitenland vooral gepleegd wordt onder invloed van betere rendements- en afzetverwachtingen, kostenvoordelen en dergelijke. Daarnaast kan men buitenlandse investeringen vaak niet los zien van de algehele concernstrategie. Als buitenlandse investeringen tot doel hebben te profiteren van de mogelijkheden tot produkt- en processpecialisatie en produktdifferentiatie in verschillende landen, dan is het mogelijk dat ze een *komplementaire* relatie met binnenlandse investeringen hebben (zie ook Caves, 1982, 158). Investerings in het buitenland kunnen dan bijvoorbeeld gepaard gaan met een toename in de export van halffabrikaten. Dit soort investeringen wordt vooral gestimuleerd in een wereld met vrije handelsstromen.

De liberalisatie van handelsstromen binnen de EG leidde tot een sterke groei van dit type investeringen (Dunning, 1982a, 366; Pelkmans, 1984). Het gevolg is dat een groot deel van de handelsstromen plaatsvindt tussen vestigingen van dezelfde mno in verschillende landen. Deze 'intrakoncernhandel' maakt tussen de 25 en 50 procent van de totale handelsstromen tussen landen uit (Van den Bulcke, 1985).

Het is waarschijnlijk dat intrakoncernhandel ook een groot aandeel heeft in de Nederlandse import en export. Mno in Nederland zijn vooral actief in exportintensieve bedrijfsklassen en hebben bovendien een hogere exportgeïnteresseerdheid dan nationale ondernemingen (De Mare, 1985). Tegen deze achtergrond is het duidelijk dat eensluidende uitspraken over de relatie tussen binnenlandse investeringen, exporten en buitenlandse investeringen moeilijk zijn te doen.

In de rest van deze paragraaf zullen we enkele aanwijzingen vóór en tegen een substituerende relatie de revue laten passeren. De groei van de Nederlandse investeringen in het buitenland in de jaren zeventig en tachtig komt deels voor rekening van de grote mno. De buitenlandse investeringen van deze mno moeten worden gezien in het licht van wereldwijde trends in het internationale ondernemen in de jaren zeventig en tachtig.

In de bedrijfstakken waarin mno zijn gekoncentreerd, treedt in de jaren zeventig een verschuiving op van produktie voor lokale markten naar produktie voor de wereldmarkt. De ontwikkeling van massamedia en kommunikatietechnologie leidt tot een snelle uitwisseling van ideeën en een globalisering van consumptiepatronen in de ontwikkelde economische regio's. De concernstrategie is gericht op massaproductie en zogenaamde 'global scouring': het opzetten van wereldwijde netwerken van geïntegreerde produktie-eenheden waardoor gebruik gemaakt kan worden van verschillen in komperatieve kosten van regio's en landen. Het verplaatsen van de arbeidsintensieve delen van het produktieproces naar landen met lage arbeidskos-

(zie ook Dunning, 1981b, 429-430). Het is van belang of er een reël *binnenlands alternatief* voor de buitenlandse investering aanwezig is. Dit alternatief is er bijvoorbeeld niet als de buitenlandse investering tot doel heeft grondstoffen te exploiteren (zoals de investeringen van de Shell in de exploitatie van olievelden in het Britse deel van de Noordzee).

Alternatieven zijn er wel als de investering in het buitenland vooral gepleegd wordt onder invloed van betere rendements- en afzetverwachtingen, kostenvoordelen en dergelijke. Daarnaast kan men buitenlandse investeringen vaak niet los zien van de algehele concernstrategie. Als buitenlandse investeringen tot doel hebben te profiteren van de mogelijkheden tot produkt- en processpecialisatie en produktdifferentiatie in verschillende landen, dan is het mogelijk dat ze een *komplementaire* relatie met binnenlandse investeringen hebben (zie ook Caves, 1982, 158). Investerings in het buitenland kunnen dan bijvoorbeeld gepaard gaan met een toename in de export van halffabrikaten. Dit soort investeringen wordt vooral gestimuleerd in een wereld met vrije handelsstromen.

De liberalisatie van handelsstromen binnen de EG leidde tot een sterke groei van dit type investeringen (Dunning, 1982a, 366; Pelkmans, 1984). Het gevolg is dat een groot deel van de handelsstromen plaatsvindt tussen vestigingen van dezelfde mno in verschillende landen. Deze 'intrakoncernhandel' maakt tussen de 25 en 50 procent van de totale handelsstromen tussen landen uit (Van den Bulcke, 1985).

Het is waarschijnlijk dat intrakoncernhandel ook een groot aandeel heeft in de Nederlandse import en export. Mno in Nederland zijn vooral actief in exportintensieve bedrijfsklassen en hebben bovendien een hogere exportgeïntensiviteit dan nationale ondernemingen (De Mare, 1985). Tegen deze achtergrond is het duidelijk dat eensluitende uitspraken over de relatie tussen binnenlandse investeringen, exporten en buitenlandse investeringen moeilijk zijn te doen.

In de rest van deze paragraaf zullen we enkele aanwijzingen vóór en tegen een substituerende relatie de revue laten passeren. De groei van de Nederlandse investeringen in het buitenland in de jaren zeventig en tachtig komt deels voor rekening van de grote mno. De buitenlandse investeringen van deze mno moeten worden gezien in het licht van wereldwijde trends in het internationale ondernemen in de jaren zeventig en tachtig.

In de bedrijfstakken waarin mno zijn gekoncentreerd, treedt in de jaren zeventig een verschuiving op van produktie voor lokale markten naar produktie voor de wereldmarkt. De ontwikkeling van massamedia en komunikatietechnologie leidt tot een snelle uitwisseling van ideeën en een globalisering van konsumptiepatronen in de ontwikkelde economische regio's. De concernstrategie is gericht op massaproduktie en zogenaamde 'global sourcing': het opzetten van wereldwijde netwerken van geïntegreerde produktie-eenheden waardoor gebruik gemaakt kan worden van verschillen in komperatieve kosten van regio's en landen. Het verplaatsen van de arbeidsintensieve delen van het produktieproces naar landen met lage arbeidskos-

ten met name de 'Newly Industrializing Countries' als Taiwan, Zuid-Korea, Hong-Kong, Singapore, Mexico is een belangrijk onderdeel van de concernstrategie.

Na de wereldrecessie van 1980-1982 dienen zich nieuwe ontwikkelingen aan. De voorkeuren van konsumenten in de ontwikkelde regio's blijken gedifferentieerd en onderhevig aan snelle veranderingen. Er treedt een verdere versnelling op in de ontwikkeling, verspreiding en toepassing van nieuwe technologieën, leidend tot een kortere levenscyclus van produkten. Ondernemingen moeten steeds hogere uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling en aanloopkosten doen die in een kortere tijd moeten worden terugverdiend. Het wordt dan noodzakelijk om nieuwe produkten tegelijkertijd op alle belangrijke markten aan te kunnen bieden.

De mno concentreren zich op de zogenaamde 'core markets' of 'triad', waar het grootste deel van de koopkracht in de wereld is gekoncentreerd: de Verenigde Staten, Europa en Japan (Ohmae, 1985). Aanwezigheid met produktievestigingen in deze drie markten is noodzakelijk om snel in te kunnen spelen op technologische ontwikkelingen en gewijzigde marktomstandigheden en konsumentenpreferenties, maar ook om niet buitengesloten te worden bij een mogelijke toename van handelsfrikties en protektionisme. Koncentratie van produktie in de 'trade' markten ('triad scourcing') wordt bovendien gestimuleerd door verregaande (flexibele) automatisering van de produktie: de arbeidskosten per eenheid produkt dalen en produktie wordt ook op kleinere schaal rendabel.

Het gevolg van dit alles is dat de wederzijdse investeringen tussen de drie markten sterk toenemen (Junne en Ruigrok, 1988). Ook samenwerkingsverbanden tussen mno uit de 'triad' nemen een hoge vlucht omdat het in vele gevallen zeer grote investeringen vergt om op eigen kracht een positie in elke markt op te bouwen (zie ook Haagedoorn en Schakenraad, 1988). De grote wereldwijd opererende Nederlandse mno hebben hun concernstrategie aangepast aan deze ontwikkelingen in de wereldeconomie. Tot die aanpassingen behoren de specialisatie op de kernactiviteiten ('core business') van de onderneming (Van Tulder en Junne, 1988), het aangaan van intensieve samenwerkingsverbanden met concurrerende ondernemingen om de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling te kunnen bekostigen ('strategic partnerships') en toegang tot de 'triade' markten te verkrijgen. Tot die aanpassingen behoort ook een verhoogde investeringsactiviteit in de 'triade' markten om strategische posities in te nemen en om toegang te krijgen tot nieuwe technologieën. Het 'triad' patroon is ook in de investeringscijfers (tabellen 3 en 4) terug te zien. Daarbij nemen in Nederland vooral de Japanse investeringen toe en zijn de investeringen van Nederlandse mno sterk gericht op de Verenigde Staten. Zo streeft Philips naar een vermindering van de produktiekapaciteit in Europa en een vergroting van produktie en afzet in de in termen van konsumptiepatronen leidende Amerikaanse markt. In 1987 kocht het concern de resterende 42 procent uitstaande aandelen van de Amerikaanse Philips-dochter NAPC op, om de groei in de Amerikaanse activiteiten beter te kunnen sturen. Philips is ook prominent aanwe-

zig in Japan, onder andere door een joint venture met Matsushita en een 50 procent's belang in Marantz.

AKZO heeft in de periode 1983-1987 bijna 2,7 miljard gulden gespendeerd aan overnames van innovatieve bedrijven in met name de Verenigde Staten. Unilever breidde de positie op de Amerikaanse markt uit met de overname van het concern Cheesebrough Ponds, waarmee miljarden guldens waren gemoeid. Shell besteedde in 1988 naar eigen zeggen 1,6 miljard dollar aan acquisities en de in grootte vijfde mno, DSM, deed in 1988 met de aankoop van het Amerikaanse Copolymer voor 500 miljoen gulden de grootste overname in haar geschiedenis.

De grote mno realiseren een relatief groot deel van hun internationale expansie door middel van directe investeringen vanuit Nederland. Factoren die dit bevorderen zijn de volledig geliberaliseerde kapitaalstromen en de 'harde' Nederlandse gulden die acquisitie van buitenlandse ondernemingen relatief goedkoop maakt. Wellicht nog belangrijker is het voor mno aantrekkelijke fiskale klimaat in Nederland (zie bijvoorbeeld Andriessen, 1985, 130; Boeckhout e.a., 1987, 1140). Zo kent Nederland de internationaal gezien uitzonderlijke 'deelnemingsvrijstelling': over de opbrengsten van participaties van meer dan 5 procent in buitenlandse ondernemingen hoeft na belastingheffing in het land van vestiging geen winst- of dividendbelasting in Nederland te worden betaald. De belastingafdracht in het buitenland is daarenboven vaak laag vanwege de gunstige belastingverdragen die ons land sinds 1931 met tal van landen heeft afgesloten. Niet voor niets zijn in Nederland vele 'bijzondere financiële instellingen', doorsluisvennootschappen voor investeringskapitaal, gevestigd. Ook hebben buitenlandse mno als Fiat, Olivetti, Alcatel en vanaf 1989 Pirelli hun hoofdholding in Nederland.

We kunnen konkluderen dat de buitenlandse investeringen vanuit Nederland door de grote mno voornamelijk de aanpassingen in de Konzernstrategie en de gunstige omstandigheden voor expansie vanuit Nederland weerspiegelen. Hoewel expansie in het buitenland ook in de jaren tachtig gepaard gaat met vermindering van de werkgelegenheid in Nederland, zullen de investeringen slechts gedeeltelijk een relatie met de binnenlandse economische situatie en de binnenlandse investeringen hebben; de buitenlandse investeringen hebben een grotendeels *autonoom* karakter.

De internationalisering in de *dienstensektor* is deels een afgeleide van de internationalisering in de industrie. De internationale activiteiten van de zakelijke dienstverlening (bank- en verzekeringswezen, accountancy-, advies-, automatiserings- en reclamebureaus) zijn er veelal op gericht de serviceverlening aan de cliënten-ondernemingen uit te breiden tot het buitenland. Zo is de beschikbaarheid over een internationaal netwerk van vestigingen een belangrijk (internationaliserings-)voordeel voor accountantsbureaus in de concurrentiestrijd om de dienstverlening aan multinationale klanten. Daarnaast is risikospreiding een belangrijk motief voor de internationale expansie in de zakelijke dienstverlening, de detailhandel en ook voor de uitgeverijen. Nederlandse banken en verzekeringsmaatschappijen hebben

bijvoorbeeld in het buitenland ook vestigingen met slechts lokale ondernemingen als cliënten.

Ook bij de uitgaande investeringen van de dienstensektor speelt de binnenlandse economische situatie slechts gedeeltelijk een rol. Omdat diensten nu eenmaal niet of moeilijk geëxporteerd kunnen worden, gaan ondernemingen vaker direct over tot de oprichting van een buitenlandse vestiging of de overname van een buitenlandse onderneming (Boeckhout e.a., 1987, 1139).

De drang tot groei van buitenlandse activiteiten wordt wel versterkt door binnenlandse factoren. De expansiemogelijkheden in Nederland zijn beperkt door de kleine omvang van de markt. Zo is de Nederlandse bevolking zeer goed verzekerd en zijn de netwerken van bankfilialen en winkels zeer dicht.

Tot slot hebben verscheidene jaren van achterblijvende (consumptieve) groei in Nederland ook bijgedragen aan een verlegging van investeringsactiviteit van met name de handelsmultinationals (Ahold, Vindex) naar de groeiende Amerikaanse markt. Meer aanwijzingen voor een verband tussen de binnenlandse economische situatie en buitenlandse investeringen vinden we voor de industrie in de jaren zeventig en begin jaren tachtig. Met het geconstateerde anticyclische verloop van de buitenlandse investeringen is het gevaar van een vicieuze cirkel in de geïnternationaliseerde Nederlandse economie niet denkbeeldig: recessies worden versterkt als mno onder invloed van verminderde afzetperspektieven en dalende rendementen besluiten de investeringen in het buitenland toe te laten nemen ten koste van de investeringen in Nederland.

De sterkere terugval in de binnenlandse investeringen luidt een nieuwe ronde van verminderde afzetperspektieven en dalende investeringen in. Feit is dat eind jaren zeventig en begin jaren tachtig de investeringen in Nederland achterbleven bij die in de andere West-Europese landen. Van ondernemingszijde waren veelvuldig klachten te horen over het verslechterende politiek-economische klimaat in Nederland (de Jong en de Mare, 1984, 25).

In de tweede helft van de jaren zeventig ging de groei in de buitenlandse activiteiten van Nederlandse mno ten koste van de werkgelegenheid in Nederland (de Mare, 1985, 843). 'Global scouring' en de noodzaak tot kostenreductie waren factoren die hierbij een rol speelden. Een aanwijzing voor een relatie tussen buitenlandse investeringen en exporten en binnenlandse investeringen geeft de studie van Draper (1985). De Nederlandse exportgroei bleef in de jaren zeventig achter bij de voor Nederland relevante groei van de wereldhandel. Dit kan echter niet worden verklaard uit ontwikkelingen in de relatieve exportprijzen. Zeker op de lange termijn blijkt het achterblijven van investeringen in moderne produktiekapaciteit de exportprestatie te drukken. Dit kan erop duiden dat ondernemingen in de jaren zeventig exportkapaciteit in Nederland hebben verruild voor produktiekapaciteit in het buitenland. Blijkbaar is er sprake van een niet uitsluitend komplementaire relatie tussen export en buitenlandse investeringen.

Tot slot geven de resultaten van een ekonometrische analyse van investe-

ringstanden een indicatie voor een gedeeltelijk substituerende relatie tussen binnenlandse en buitenlandse investeringen (zie de bijlage). De distributie over verschillende landen van de investeringen van Nederlandse mno in de voedings- en genotmiddelenindustrie en de metaal- en elektrotechniek blijkt afhankelijk van factoren als relatieve afzetverwachtingen en het relatieve rendement.

Vatten we het voorgaande samen, dan kunnen we stellen dat een belangrijk deel van de investeringen van Nederlandse mno in het buitenland min of meer autonoom is bepaald. Aan de andere kant zijn er aanwijzingen dat een gedeelte van de investeringen in het buitenland ten koste gaat van investeringen in Nederland. De omvang van de buitenlandse investeringen in verhouding tot de binnenlandse investeringen en de geconstateerde verbreding van het internationaliseringspatroon wijzen erop dat met de invloed van internationalisering op de binnenlandse investeringen terdege rekening moet worden gehouden.

Konklusies en beleidsimplicaties

De internationalisering van de Nederlandse economie is ver voortgeschreden. De omvang van de inkomende en vooral de uitgaande buitenlandse investeringen ten opzichte van de omvang van de Nederlandse economie is aanzienlijk en internationaal gezien uitzonderlijk. Nederland is de thuisbasis van enkele zeer grote mno als de Shell, Philips, AKZO en Unilever. In de jaren zeventig en tachtig zijn vele kleinere Nederlandse ondernemingen, ook uit de dienstensektor, uitgegroeid tot multinationale concerns en is ook het belang van de activiteiten van buitenlandse mno in de Nederlandse economie aanzienlijk geworden. Deze ontwikkeling heeft belangrijke consequenties voor het functioneren van de Nederlandse economie.

Voor een deel van de investeringen van mno geldt dat er een afweging wordt gemaakt tussen óf binnenlandse investeringen en exporteren óf investeren in het buitenland. Het zijn dan niet meer de rendements- en afzetverwachtingen in Nederland alléén welke het binnenlands investeringsgedrag bepalen maar de lokatiespecifieke voordelen (rendementsverwachtingen, exportmogelijkheden, loonkosten, belastingsstructuur, infrastrukturele voorzieningen, de scholingsgraad van de bevolking en zo voorts) van Nederland ten opzichte van het buitenland. Dit geldt a fortiori voor de investeringen van buitenlandse mno in Nederland. Waar Nederlandse en ander Europese mno in de andere 'triade' markten, de Verenigde Staten en - in mindere mate - Japan via investeringen en samenwerkingsverbanden proberen vaste voet aan de grond te krijgen, zullen in Europa vooral de investeringen van de nu slechts op kleine schaal aanwezige Japanse mno toenemen. Hoe liberaler de handelstromen tussen de landen van de EG, hoe vrijer mno zijn in de keuze van een vestigingsplaats van waaruit de Europese markt wordt bediend.

Bovengeschetste ontwikkelingen leiden ertoe, dat nationale en regionale overheden in de EG steeds meer als direkte concurrenten tegenover elkaar

komen te staan bij het aantrekken van investeringen en werkgelegenheid. In Europa houden nu ruim 300 nationale en regionale instanties zich bezig met het aantrekken van buitenlandse investeringen. In Nederland zijn dat bijvoorbeeld het Commissariaat voor Buitenlandse Investerings van het Ministerie van Economische Zaken (CBIN), de Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP), de Nationale InvesteringsBank (NIB), de regionale ontwikkelingsmaatschappijen en verschillende provincies en gemeenten. Via een complex geheel van officiële en niet-officiële regelingen en maatregelen probeert men de lokatiespecifieke voordelen te vergroten: regionale investeringspremies (IPR), leningen en participaties, lage grondprijzen, infrastructuurle voorzieningen, fiscale tegemoetkomingen, scholingssubsidies en zo meer. Vooral de fiscale en financiële faciliteiten in Nederland worden door buitenlandse investeerders gewaardeerd (zie ook McKinsey en Company, 1988).

Ondanks de opgetreden daling van de arbeidskosten per eenheid produkt in verschillende industrieën komt ook de loonmatiging weer meer in de belangstelling te staan, als instrument om investeringen in Nederland aan te trekken.⁹ Andere landen in Europa zullen zich echter ook niet onbetuigd laten. Het gevaar van een ongewenste 'loonmatigingskonkurrentie' of 'subsidiekonkurrentie' is niet denkbeeldig. Een dergelijke konkurrentiestrijd om investeringen en werkgelegenheid vindt nu reeds plaats door middel van verlaging van de vennootschapbelasting (Stevens, 1988) en subsidiëring van technologische programma's (Roobeek, 1987).

Met de verdere liberalisatie van handels- en kapitaalstromen in de EG zal het investeringskapitaal nog mobieler worden en daarmee de problematiek vergroten. De totstandkoming van de interne markt in 1992 zal dan ook gepaard moeten gaan met afspraken over het beleid ten aanzien van buitenlandse investeringen. Als ondernemingen een multinationaal karakter krijgen kunnen zij niet meer goed dienen als aangrijpingspunt van nationale economische politiek. Het optimale aangrijpingspunt van economische politiek verschuift van nationaal naar *supranationaal* niveau (Van den Bulcke, 1983, 326). Tot nu toe is er echter binnen de EG van enige coördinatie tussen landen op het gebied van de directe buitenlandse investeringen nauwelijks sprake (zie ook Haack en Thio, 1984, 87).

Internationalisering maakt ook een genuanceerde kijk op het traditioneel gepropageerde medicijn voor de Nederlandse economie, de loonmatiging, noodzakelijk. Ten eerste is met name in de industrie het effect van loonmatiging afhankelijk van de mate waarin landen als België, West-Duitsland en het Verenigd Koninkrijk dit eveneens doen. Anderzijds kan loonmatiging leiden tot het achterblijven van de binnenlandse vraag en daarmee een nadelige lokatiespecifieke faktor zijn bij het aantrekken van investeringen in

9. Het VNO, bij monde van voorzitter van Lede, benadrukt bijvoorbeeld het belang van loonmatiging in de konkurrentiestrijd om bedrijven binnen ons land gevestigd te krijgen. Zie het Financieel dagblad (23-2-1989), "VNO: hoge lonen in nieuwe CAO's bedreigend voor concurrentiepositie".

de dienstensektor (zie ook van der Zwan, 1989). Diensten mno in bijvoorbeeld de detailhandel zien hun winsten stijgen terwijl de afzetmogelijkheden achterblijven. Boven een bepaald niveau zullen hogere winsten slechts leiden tot het opschroeven van investeringen in het buitenland.

Tot slot heeft de internationalisering van de Nederlandse economie ook grote konsekwenties voor de formulering van *ekonomische modellen*. Makro-economische modellen als het Freia-Kompas van het CPB (1985) houden geen rekening met grensoverschrijdende investeringen. De binnenlandse investeringen zijn slechts afhankelijk van het verwachte rendement en de verwachting ten aanzien van de effectieve vraag. De toenemende mobiliteit van investeringskapitaal maakt dat deze modellering steeds minder goed aansluit bij de praktijk. *Relatieve* lokatiespecifieke factoren spelen, vooral in de industrie, een grote rol. Dat een eenzijdige nationale visie op investeringen en export niet goed aansluit bij de werkelijkheid bleek al uit het slecht functioneren van de exportvergelijkingen in het Freia model (zie Draper, 1985). In het nieuwe Freia Kompas model heeft men daarom een internationale dimensie aan de vergelijking moeten toevoegen door ook het verschil tussen de Nederlandse investeringsquote en die in het buitenland als verklarende faktor op te nemen. Deze oplossing geeft echter geen goed beeld van het investeringsgedrag in een geïnternationaliseerde economie. De formulering van de modellen die hier wel rekening mee houden is dringend gewenst.

Literatuur

- Andriessen, J.E., 1985, Multinationale ondernemingen, in: Maria T. Brouwer en H.W. ter Hart, (red.), *Ondernemen in Nederland: Mislukkingen en mogelijkheden*, Kluwer, Deventer
- Belderbos, R.A., 1988, *De internationalisering van de Nederlandse economie: een studie naar omvang en determinanten van directe buitenlandse investeringen*, SEO Research Memorandum 8801, Amsterdam
- Belderbos, R.A., 1989, *De werkgelegenheid bij multinationale ondernemingen in Nederland in 1987*, SEO Research Memorandum nr. 8903, Amsterdam
- Boeckhout, I.J., B.M. Verhoeff en A.C.P. Verster, 1987, De Randstad als vestigingsplaats voor internationaal georiënteerde bedrijvigheid, *Economisch Statistische Berichten*, 1138-1145
- Bulcke, D. van den, 1983, Multinationale ondernemingen en de Europese Gemeenschap: Impact en respons, *Maandschrift Economie* (47), 305-326
- Bulcke, D. van den, 1985, Intragroepshandel van multinationale ondernemingen: empirische gegevens en handelspolitieke gevolgen, *Maandschrift Economie*, 113-131
- Casson, M., 1987, *The firm and the market: studies on multinational enterprise and the scope of the firm*, Basil Blackwell, Oxford
- Caves, R.E., 1982, *Multinational enterprise and economic analysis*, Cambridge

- Centraal Planbureau, 1985, *Freia Kompas '85, een kwartaalmodel voor Nederland voor de korte en middellange termijn*, monografie 28, Den Haag
- Centraal PlanBureau, 1988, *Centraal economisch plan*, Den Haag
- Coase, R.H., 1937, The nature of the firm, *Economica* 4, 386-405
- Crone, F. en H. Overbeek (red.), 1981, *Nederlands kapitaal over de grenzen*, SUA, Amsterdam
- Draper, D.A.G., 1985, Exports of the manufacturing industry, an econometric analysis of the significance of capacity, *De Economist* 133 (3), 285-305
- Dunning, John H., 1981a, *International production and the multinational enterprise*, London
- Dunning, John H., 1981b, A note on intra-industry foreign direct investment, *Quarterly Review*, Banca Nazionale Del Lavoro, 427-437
- Dunning, John H., 1982, International business in a changing world environment, *Quarterly Review*, Banca Nazionale Del Lavoro, 351-374
- Het Financiële Dagblad, 1988, *De omzetcijfers van 1987* Haack, G. en B. Thio, 1984, Werkgelegenheids- en produktie-effecten van directe investeringen in Nederland, *Tijdschrift voor politieke ekonomie* 2 (8), 64-90
- Haagedoorn, J. en J. Schakenraad, 1988, Strategische allianties en technologische samenwerking, *Tijdschrift voor Politieke Economie* 3, 11), 57-78
- Huijser, A.P., 1984, het kapitaalverkeer van de private sector, een gedesaggregeerd model voor de periode 1973-1980, *Maandschrift Economie* (3), 175-193
- De Jong, H.W. en J.T. de Mare, 1984, *Multinational enterprise and the structure of the Dutch economy*, Research Memorandum 8415, Dept. of Economics, University of Amsterdam, Amsterdam
- Junne, D.C.A. en W.M. Ruigrok, 1988, Een wereld van handelsblokken? strategieën van het bedrijfsleven, *Economisch Statistische Berichten*, 1233-1236
- Kravis, J.B. en R.E. Lipsey, 1982, The location of overseas production and production for export by US multinational firms, *Journal of International Economics* no. 2, 201-223
- Loeve, A., 1984, *Internationale ondernemingen in Nederland: Omvang en lokatie van vestigingen in Nederland*, Rijksuniversiteit Utrecht, Geografisch Instituut, Utrecht
- Mare, J.T. de, 1985, De multinationalisatie van de Nederlandse economie, *Economisch Statistische Berichten*, 840-847
- McClain, D., 1983, *Foreign direct investment in the United States: Old currents, "new waves", and the theory of direct investment*, in: C.P. Kindleberger en D.B. Audretsch (red.), *the multinational enterprise in the 1980's*, MIT Press, Cambridge
- McKinsey and Company, 1988, *The attractives of the Netherlands for foreign investors*, Amsterdam
- De Nederlandsche Bank (DNB), 1988, *Jaarverslag 1987*, Amsterdam
- De Nederlandsche Bank (DNB), 1989, *Kwartaalbericht 1988 III*, Amsterdam
- Nieuwkerk, M. van en R.P. Sparling, 1985, *De investeringspositie van Nederland*, DNB Monetaire Monografieën nr. 4, Kluwer, Deventer

- Nieuwkerk, M. van, 1986, De internationalisering van de Nederlandse economie, *Economisch Statistische Berichten*, 1088-1093
- OECD, 1981, *Recent international trends in direct investment*, OECD Committee on International Investment and Multinational Enterprise (CIME)
- Ohmae, K., 1985, *Triad power: the coming shape of global competition*, the Free Press, New York
- Pelkmans, J., 1984, *Market integration in the European community*, Den Haag
- Roobeek, A.J.M., 1987, De internationale technologiewedloop, *Economisch Statistische Berichten*, 460-464
- Rugman, A.M., 1980, Internalization as a general theory of foreign direct investment: a re-appraisal of the literature, *Weltwirtschaftliches Archiv* 116, 364-379
- Stevens, L.G.M., 1988, Belastingplan 1989, *Economisch Statistische Berichten*, 931-937
- Tulder, R. van, en D.C.A. Junne, 1988, *European multinationals in core technologies*, Wiley, Chichester

Appendix: Een ekonometrische analyse van investeringsstanden

De mate van interdependentie tussen binnenlandse investeringen en investeringen in het buitenland kan worden onderzocht met behulp van een verdeelmodel. Nederlandse mno verdelen een gegeven totaal aan jaarlijkse beschikbaar 'actief' vermogen over elf landen of regio's (de belangrijkste Europese landen, de Verenigde Staten, de groep overige ontwikkelde landen, de groep ontwikkelingslanden, de Nederlandse Antillen en Nederland). Het *gewenste* geïnvesteerde actieve vermogen hangt af van de produktie-index (een proxy voor de mogelijkheden voor afzet op de binnenlandse markt dan wel export), het rendement of geïnvesteerd vermogen en de reële wisselkoers. Het gegeven bedrag aan beschikbaar vermogen en de omvang van de gewenste investeringen bepalen de *werkelijk* investeringen. Er is een 'distributed lag' funktie opgenomen om rekening te houden met aanpassingskosten van veranderingen in investeringsstanden en (adaptieve) verwachtingen ten aanzien van afzet en rendement in de toekomst. Het in Nederland geïnvesteerde vermogen is berekend met behulp van de CBS statistiek over het balanstotaal van in Nederland gevestigde ondernemingen. Het datamateriaal laat alleen analyse van de bedrijfsklassegroepen voedings- en genotmiddelen en metaal en elektrotechniek toe voor de jaren 1978-1984.

Tijdreeksanalyse en landspecifieke analyse worden gekombineerd waardoor per bedrijfsklassegroep 7 (jaren) * 10 (landen) = 70 waarnemingen beschikbaar zijn. In herleide vorm luidt de geschatte vergelijking:

waarbij:

V_I, V_n = het in het buitenland (I) of Nederland (n) geïnvesteerde vermogen

P = de produktie-index

K = de index van de reële wisselkoers in buitenlandse valuta per gulden

R_n = het rendement op het eigen vermogen van Nederlandse ondernemingen

R_{btl} = het gemiddelde rendement op het geïnvesteerde vermogen in het buitenland

De parameters b en m blijken niet significant te verschillen voor de twee bedrijfsklassegroepen. Daarom is slechts één regressievergelijking met 140 waarnemingen geschat. In onderstaande tabel staan de schattingsresultaten voor de parameters b_1 , b_2 en m . De reële wisselkoers voldeed niet en is bij de gepresenteerde regressies niet meegeschat. De rol van de wisselkoers is niet vast te stellen omdat twee tegengestelde effecten aan het werk zijn. Enerzijds kan een waardeestijging van de gulden ten opzichte van andere valuta leiden tot een groeiende uitstroom van investeringskapitaal. In eerder empirisch onderzoek zijn hier aanwijzingen voor gevonden (zie Haack en Thio, 1984 en Huijser, 1984). Anderzijds leidt een opwaardering van de gulden tot een afwaardering van de al bereikte investeringsstanden die van buitenlandse valuta moeten worden omgerekend in guldens. De eerste twee regressies hebben betrekking op de *nominale* vermogensbedragen. Bij de laatste twee zijn de vermogensbedragen *reëel* gemaakt door ze in vaste koersen en prijzen uit te drukken. Op deze wijze is getracht voor het effect van koers- en prijsstommelingen op de in guldens uitgedrukte vermogensstanden, te corrigeren.

Schattingsresultaten (tussen haakjes t-waarden)

vermogen waarnemingen	b_1	b_2	m	R	ST		
nominaal	0,9	0,6	0,25	0,29	140	(1,9)	(6,7)
nominaal	0,5	4,7	0,6	0,30	0,28	140	(1,1) (3,2) (6,6)
reëel	1,2	0,7	0,42	0,31	140	(2,3)	(9,2)
reëel	0,8	5,2	0,7	0,46	0,30	140	(1,6) (3,3) (9,3)

Bron: Belderbos, 1988)

* standaardfout van de vergelijking

Neemt men alleen de produktie (afzetverwachtingen) als verklarende variabele op dan is deze (bijna) significant op een niveau van 5%. Voegt men het rendement als verklarende variabele toe, dan is dit niet meer het geval. Het rendement (de rendementsverwachtingen) heeft een duidelijk significante invloed op de geïnvesteerde vermogensbedragen. De vergelijkingen met reële vermogensstanden vertonen hetzelfde beeld maar voldoen beter. De koëfficiënten geven het effect op de korte termijn weer; om het effect op lange termijn te verkrijgen moeten de koëfficiënten met $1/(1-m)$ worden vermenigvuldigd. Op basis van de tweede vergelijking kunnen ook elasticiteiten worden berekend (Belderbos, 1988, 78). Ter illustratie: het achterblijven van de produktiegroei in Nederland ten opzichte van het buitenland met 1% heeft tot gevolg dat het hier geïnvesteerde vermogen met 0,18% (gemiddeld 100 miljoen gulden) afneemt ten gunste van de andere landen. Het effect op lange termijn is 2,5 maal zo groot.