

»Finanzialisierung« und ihre Folgen

Julie Froud, Colin Haslam, Sukhdev Johal, Karel Williams

Der Neologismus »Finanzialisierung« wird von mehreren AutorInnen in verschiedenster Weise benutzt. Dieser Artikel versucht, den Begriff zu erklären und als abgrenzbares wissenschaftliches Objekt zu definieren, indem verdeutlicht wird, was »Finanzialisierung« eigentlich ist und was nicht. Dies erlaubt, Themen, die vage in Managementtheorien und den Sozialwissenschaften behandelt werden, wie etwa Shareholder Value, Corporate Governance und überbewertete Aktienmärkte, zu kontextualisieren.

Für US-amerikanische und britische Konzerne ist der Shareholder Value mittlerweile dermaßen prioritär geworden, dass alle bedeutenden US Consulting-Firmen begonnen haben, diesbezügliche Evaluierungs- und Implementierungs-Pakete anzubieten (Froud et al. 2000a). Corporate governance wird im wesentlichen als die Lösung für ein Agency Problem von Managern definiert, die nicht im Interesse der Shareholder agieren; bzw., etwas breiter definiert, die Herstellung von Bedingungen für betriebliche Restrukturierungen (O'Sullivan 2000). Die Überbewertung war bereits ein Thema noch vor den jüngsten Marktkorrekturen, als sich die Verfechter effizienter Märkte durch verhaltenstheoretische Wissenschaftler wie etwa Shiller (2000, 2003) herausgefordert fühlten. Letzterer führte nämlich die überbewerteten Aktienmärkte auf »die Wirkung gleichgeschalteten Denkens von Millionen von Menschen« zurück.

Finanzialisierung kann nur dann helfen, diese Themen zu analysieren, wenn der Begriff sorgfältig definiert wird. Zunächst stellt sich Finanzialisierung in den USA und Großbritannien als ein zweifaches Phänomen dar, das sowohl sichtbare wie unsichtbare Elemente enthält:

(1) Die deutlich sichtbaren Elemente sind die neuen Unternehmensnormen und Verhaltensweisen, die aufgrund des von Kapitalmärkten ausgeübten Drucks auf finanzielle Resultate entstehen und die ganz bestimmte institutionelle Formen begründen:

Auf Unternehmen wird von den Kapitalmärkten erhöhter Druck in Richtung höherer Kapitalrenditen und steigender Aktienkurse ausgeübt. Finanzergebnisse werden, ungeachtet dessen, wie sie erreicht werden, als die wichtigste Messgröße unternehmerischer Leistung betrachtet. Produktive Leistungsfähigkeit und Beschäftigungssteigerung werden zu sekundären Tugenden: damit einher geht erhöhter Wettbewerbsdruck und eine Neubestimmung der Aufgaben von Managern. Institutionell eingebettet werden diese Entwicklungen in ein neues Muster von *governance*, welches diese neuen Prioritäten stützt, indem verschiedene neue Investorentypen vorangetrieben und befördert werden, wie etwa der professionelle

Fondsmanager. Ebenso nehmen feindliche Übernahmen in diesem Arrangement des Corporate Control einen besondern Platz ein, da sie als Bestrafung für Manager fungieren, die ihre Aufgaben nicht erfüllen.

(2) Die weniger sichtbaren Elemente sind neue Spar- und Investitionszyklen, die sich aus Änderungen des Verhaltens von Haushalten ergeben:

Ein massiver neuer Spar- und Investitionszyklus entsteht durch die Vorstellungen der Mittelschichten bezüglich ihrer Altersversorgung und der damit einhergehenden Umschichtung langfristiger Sparguthaben in Richtung Aktienmärkte. Der Zustrom von Sparguthaben der Haushalte inflationiert jedoch eher die Aktienkurse auf den Sekundärmärkten, als dass er dem Unternehmenssektor zugute kommt. Und obwohl der Unternehmenssektor im wesentlichen eigenfinanziert ist, freut er sich dennoch über diese neue Möglichkeit, Aktien auszugeben, um Fusionen und Übernahmen zu finanzieren. Diese neuen Zuflüsse bewirken Veränderungen in den Eigentumsverhältnissen und den Formen des Vermögensbesitzes. Haushalte halten nun (direkt oder indirekt) Anteile an Unternehmen, die im Netzwerk-Kapitalismus eher von Banken oder anderen Unternehmen, und zwar als dauerhafte und engagierte Aktionäre, gehalten würden. Haushalte werden nun Kapitaleigner, indem sie Aktiencoupons erwerben, deren Wert steigen oder sinken kann, und je nachdem Vermögenseffekte auslöst.

Wenn beide Elemente zu einer Definition verbunden werden, dann läßt sich in unserem Sinne von »Finanzialisierung« sprechen. Da in diesem Prozess sowohl Haushalte wie auch Unternehmen betroffen sind, führt Finanzialisierung zu Effekten auf der Mikro-, Meso- und Makroebene. Diese Effekte können Widersprüche und instabile Dynamiken in intellektueller wie praktischer Hinsicht bewirken. Wir verwenden nun den Begriff Finanzialisierung in diesem weiten Sinn, wie dies auch in regulationistischen Arbeiten getan wird (vgl. etwa Boyer 2000).

Finanzialisierung wird aber teilweise auch anderes definiert, indem sie in bereits bestehende Debatten über national unterschiedliche Formationen des Kapitalismus eingeführt wird und deren charakteristische Kalküle. So zum Beispiel bei der klassischen Unterscheidung zwischen Aktienmarkt-dominierten System im angloamerikanischen Raum und der Bankendominanz im Rheinischen Kapitalismus. Dore (2000) etwa definiert Finanzialisierung als die Veränderungsbewegungen des Anglo-amerikanischen Kapitalismus angesichts zunehmenden Drucks von den Aktienmärkten und deren Ausbreitung in andere nationale Formationen, die einem institutionellen Wandel kaum widerstehen können.

Aber diese Beschäftigung mit vorwiegend nationalen Formationen ist gefährlich, weil es ein zu statisches Konzept von Finanzialisierung ist, und Finanzialisierung missverständlich als ein dem ganzen Wirtschaftssystem immanentes Prinzip deutet.

(1) Eine finanzialisierte Ökonomie ist eine 40%-Ökonomie, denn das scheint in den USA und Grossbritannien die Grenze zu sein, was in den Akkumulationskreislauf einfließt, betrachtet man die anlegenden Haushalte sowie die mehrwert-produzierenden Unternehmen.

Lediglich die vermögenden oberen 40 Prozent der Haushalte können signifikante langfristige Anlagen machen, während ärmere Haushalte sowohl in den USA wie in Großbritannien dazu nicht in der Lage sind (Froud et al. 2001). Gleichzeitig

entfallen etwa in Großbritannien (oder den USA) zwar 80 Prozent der Produktion aus der Privatwirtschaft auf börsennotierten Unternehmen. Doch die Privatwirtschaft stellt nur knapp über 50 Prozent des BIP her, während der Rest auf die öffentliche Hand und den gemeinnützigen Privatsektor entfällt (Froud 2000b). Ein Gutteil des Akkumulationskreislaufes wird daher von den Interaktionen jener vermögenden 40% der Haushalte mit dem corporate business bestimmt.

(2) Jede finanzialisierte Ökonomie, auch die USA, wird teilweise in einer nicht-finanz-dominierten Welt operieren, weil Regulierungen Investitionen in Finanzanlagen für Ausländer einschränken (z.B. in Japan).

Morin (2000) argumentiert, dass das französische Netzwerk entscheidend durch den Verhaltenswandel französischer Banken sowie das Auftauchen von ausländischen Investoren verändert wurden, von denen letztere nun 35% der französischen Aktien besitzen. Der Fall Mannesmann zeigt wiederum die wachsende Bedeutung von Value investors in Deutschland. Doch wie Jürgens (2000) zeigt, bleiben die Finanzierung über Banken, Mitbestimmung und ein produktions-orientiertes Management nach wie vor die bestimmenden Faktoren im deutschen Corporate Governance-System. Daher werden viele Bedingungen für Finanzialisierung auch durch den Wettbewerb auf globalen Gütermärkten entschieden, wo Unternehmen aufeinandertreffen, die unterschiedlichen nationalen Governance-Logiken folgen.

(3) Die Konzentration auf die institutionellen Aspekte ist zu statisch, es gelingt dabei nicht, die Vielzahl an Normen und Verhaltensmustern zu verstehen, die mit der Finanzialisierung kompatibel sind. Diese Vielzahl an Normen macht es daher auch schwierig, ihre Leistung und Effektivität zu bestimmen.

Die kurze Geschichte der Finanzialisierung in den 90ern zeigt deutliche Unterschiede im Verhalten von Unternehmen und in der Ausprägung der Normen, die auf Kapitalmärkten herrschen. So mag etwa der Anteil der Einkommen, die in Form von Dividenden ausgezahlt werden, in den USA (O'Sullivan 2000) gestiegen sein. Es gibt aber keinen korrespondierenden Trend in Großbritannien. Doch beide, der US- und GB-Kapitalmarkt verlangten höhere Erträge und Mindestrenditen auf Kapital, bis sie Ende der 90er Jahre die digitalen Technologien entdeckten, und dort für eine Zeitlang Kapital für Dotcom-Firmen zur Verfügung stellten, auch wenn diese keine Profite erzielten.

Wenn diese Argumente zutreffen, dann stellt Finanzialisierung nicht eine spezifische Form des Kapitalismus dar mit statisch festgelegten Verhaltens- oder Leistungskriterien. Vielmehr stellt Finanzialisierung in den USA und Großbritannien verschiedene Varianten einer neuen, allgemeinen Form des sog. »coupon pool-Kapitalismus« dar (Froud et al. 2001), bei dem der Kapitalmarkt nicht mehr länger nur ein unproblematischer Intermediär zwischen den sparenden Haushalten und den produzierenden und investierenden Unternehmen darstellt. Im coupon pool-Kapitalismus reguliert die Menge (pool) an neuen und emittierten Aktiencoupons das Verhalten von Unternehmen und Haushalten, und wirkt zudem auf die makroökonomische Ebene ein. Die folgenden drei Teile des Artikels versuchen, mithilfe von GB- und US-Daten einige der Beziehungen und Konsequenzen für Unternehmen und Haushalte auf der Mikro- und Meso-Ebene darzustellen sowie auch einige Effekte für die makroökonomische Entwicklung. Finanzialisierung

könnte einen unumkehrbaren Prozess darstellen und ein neues Stadium des Kapitalismus einläuten. Doch wir möchten festhalten, dass ihre Auswirkungen unklar sind, da Finanzialisierung auf allen Ebenen von internen Widersprüchen und Inkonsistenzen durchdrungen ist.

Unternehmen, Management und Wettbewerb

In den Porträt- und Interview-Seiten von Business Week stellt sich Finanzialisierung als ein Wechsel in den Prioritäten von US-amerikanischen CEOs (chief executive officers) dar. In den 80er Jahren gab es eher einen Produktions-Wettbewerb, der sich an physischen Größen wie Produkt- und Prozessinnovationen orientierte, zu jener Zeit, als die US-amerikanischen Konsumenten japanische Firmen wie Toyota zu Gewinnern dieses Wettbewerbes machten. Heute rücken hingegen die von Kapitalmärkten erwarteten finanziellen Resultate in den Mittelpunkt der Interessen von Managern. Hierbei gewinnt das US-Management wieder die Führungsrolle zurück, und Jack Welch von General Electric wird zum Paradebeispiel des erfolgreichen Managers. Um die gleichzeitig auftauchenden Verunsicherungen kümmern sich sogleich Unternehmensberater, die fertige »value based management«-Pakete verkaufen und versprechen, dass zielgerichtetes Management verbesserte Finanzerträge für Shareholder bringen wird.

Trotzdem sind die finanziellen Erträge dieser neuen Management-Anstrengungen bislang eher gemischt bis enttäuschend. In den 90er Jahren setzten die GB- und US-Aktienmärkte im wesentlichen zwei Ziele: erstens sollten alle größeren Aktiengesellschaften eine Mindestrendite auf Kapital von 12-15% (nach Steuern) erwirtschaften. Zweitens sollte die Aktienkursentwicklung parallel zum Markt verlaufen. Obwohl die Aktienpreise gestiegen sind, mussten die meisten US- und GB-Unternehmen trotz des ökonomischen Aufschwungs darum kämpfen, die erforderlichen Renditen zu lukrieren. Dreiviertel der größten US- und UK-Aktiengesellschaften haben in den späten 90er Jahren gerade noch die vom Markt erwartete Mindestkapitalrendite erreicht (Froud et al. 2000b).

Die Ausrede der Unternehmensberater für Fehlschläge des Shareholder value-orientierten Managements ist, dass es gar nicht erst probiert wurde: Unternehmen werden weiterhin nicht ausreichende Ergebnisse erwirtschaften, solange sie nicht ein Management haben, dass durch stock options und ähnlichem ausreichend motiviert ist. Eine alternative, und plausible Erklärung ist schlicht die, dass es strukturelle Grenzen der Kosteneinsparungen und der Kapitalrenditen für die meisten Unternehmenssparten gibt (Froud et al. 2000b). Dies passt auch zur Beobachtung, dass britische Konzerne mit hohen Renditen typischerweise in Branchen wie Pharma, Software und Tabakerzeugnisse zu finden sind, in denen es branchenspezifische Vorteile gibt, wie etwa geistiges Eigentum, Markennamen u. ä. Diese können jedoch nicht verallgemeinert werden (vgl. Froud et al. 2000a).

In anderen Branchen haben die Erwartungshaltungen des Aktienmarktes nichts anderes bewirkt als einen langanhaltenden Widerspruch zwischen den Anforderungen des Kapitalmarktes und der Leistungsfähigkeit des Managements. Die mittelfristige Lösung dieses Widerspruchs hängt nicht so sehr von den Anstrengungen des Managements ab, sondern davon, ob und wie der Aktienmarkt seine Erwartungen ändert, insbesondere angesichts einer wirtschaftlichen Krise, in der Unternehmenswerte in großem Ausmaß zerstört werden.

Vernünftigerweise müsste der Markt die Grenzen des Managements erkennen, gegen strukturelle Faktoren anzukämpfen und müsste die geforderte Mindestrendite den jeweiligen Branchengegebenheiten anpassen. Denn ein erstes Experiment mit zweierlei Maßstäben hat bereits in einem Crash und Unternehmenskonkursen geendet. Im Zuge der Dotcom-Blase wurden am Kapitalmarkt eifrigst junge Aktien von Firmen erworben, die zwar digitale Erwartungen, aber keinerlei Erträge aufweisen konnten. Danach wurden die Kurse dieser Aktien in schwindlige Höhen getrieben, bevor im Frühjahr 2000 die Internet-Aktien in den USA crashten und in nur einem Monat 50% ihres Wertes verloren (Froud et al. 2000d). Die (vorübergehende) Verfügbarkeit von billigem Kapital regte New Economy-Unternehmen wie etwa Amazon dazu an, unseriöse Geschäftsmodelle anzuwenden, die in der operativen Geschäftstätigkeit zu keiner Kostendeckung führten (Froud et al. 2000d).

Sowohl in der alten wie in der neuen Ökonomie hat Finanzialisierung dazu geführt, dass das Management in die Richtung geht, die die Aktienmärkte vorgeben. Shareholder Value ist aus der Rhetorik aller US- und GB-Manager nicht mehr wegzudenken. Dennoch sind die Widersprüche zu gross, als dass der Aktienmarkt immer und ewig Manager disziplinieren könnte, die die Wertsteigerung einfach nicht schaffen. Prinzipiell werden zwar underperforming Manager bestraft, sobald der Aktienmarkt erkennt, dass hier eine Gelegenheit für eine lukrative feindliche Übernahme besteht, oder indem das Unternehmen einfach in Einzelteile zerschlagen wird wie im Fall von British Telecom. Dennoch können ineffiziente Manager hoffen, mit lahmen Versprechungen auf zukünftige Verbesserungen und einer rigiden Umbesetzung der höchsten Managementebene, ihrem Untergang zu entkommen. Die Überlebenschancen werden umso grösser, je weniger der Markt weiss, wie man mit den großen Unternehmen umgehen soll, die sich in einem Sektor befinden, der derzeit stark entwertet, oder überhaupt bei jenen Unternehmen, die dermassen in Schwierigkeiten stecken, dass niemand eine Übernahme wagt, wie etwa im Fall von Marks & Spencer.

Shareholder Value, wie jede Religion, befördert Heuchelei und Lügen. Aber auch wenn das Management nicht jenen Shareholder Value liefern kann, den es verspricht, dann verändert es dennoch real sein Verhalten und setzt neue Wettbewerbsregeln für Unternehmen und ganze Branchen. Diese bedeutenden Konsequenzen der Finanzialisierung können etwa anhand der internationalen Automobilindustrie, also bei General Motors, Ford und all den anderen grossen Autoherstellern verdeutlicht werden, denen es nicht gelang, die geforderten Renditen zu erwirtschaften.

Wenn der Shareholder Value ausbleibt ...

Der Druck nach herzeigbaren finanziellen Resultaten führt dazu, dass jede Unternehmenseinheit und jede Firmeneinheit dahin gehend bewertet wird, ob sie hohe oder geringe Erträge erwirtschaftet. Das führt teilweise zu sehr widersprüchlichem Denken innerhalb des Managements und zu unterschiedlichen Vorstellungen darüber, was die wesentliche Aufgabe des Unternehmens ist. Der Trend zu vertikal desintegrierten Unternehmen nimmt zu und löst antiquierte Vorstellungen von produktiven Industrien, die in Konzernen organisiert wettbewerbsfähige Produkte herstellen, ab. Unternehmen beginnen vielmehr, in sog. Branchennetzwerken

zu denken, in denen alle wesentlichen Aktivitäten, egal ob es sich um kompetitive oder komplementäre handelt, in einer Wertschöpfungskette integriert sind. Beispiele dafür sind die Automobilbranche oder das Gesundheitswesen (Froud et al. 1998). Ford etwa hat mit Visteon seine Komponenten-Herstellung ausgegliedert und Teile der Produktion nach Brasilien verlegt. Gleichzeitig wurde jedoch Ford Finance aufgebaut und kauft profitträchtige Dienstleistungsunternehmen auf.

Dies führt zu einem zunehmend anarchischen Wettbewerb aller gegen alle mit unvorhersehbarem Ausgang. Alle Automobilfirmen versuchen nun, ihre Finanzgeschäfte auszubauen und werden so zu Wettbewerbern all der alten und neuen Anbieter von personal finance, angefangen bei Banken bis zu Supermärkten. In den meisten Branchen der globalen Wirtschaft sind nun kapitalmarktorientierte, finanzialisierte Unternehmen im Wettbewerb mit bislang eher produktiv ausgerichteten Firmen, die vormals eher hinsichtlich von Produkten und Arbeitsprozessrationalisierungen in Wettstreit standen. Doch der Ausgang all dieser Aktivitäten ist unvorhersehbar, nicht zuletzt, weil wir bislang keine Erfahrungen mit Finanzialisierung in Zeiten der Rezession haben, und wir daher nicht wissen können, ob und wie der Aktienmarkt die US-Unternehmen in Krisenzeiten beeinflussen kann.

Vor dem Hintergrund dieser unbestimmten und daher neuen Wettbewerbssituation, gibt es eigentlich nur eine Gewissheit: Die Lücke zwischen den Erwartungshaltungen und dem tatsächlichen Ergebnissen wird das Management noch mehr dazu antreiben, in Richtung Finanzialisierung umzustrukturieren, da der Zufluss von Ersparnissen auf die Finanzmärkte nicht abzureissen scheint, und es daher nach wie vor einfach ist, neue Wertpapiere zu verkaufen. Wir erwarten daher eine Zunahme von Übernahmen und Fusionen, Restrukturierungen (downsizing, ...), Auslagerungen, Buy Outs and Buy Ins. Ebenso kann man eine Zunahme von Aktivitäten wie financial engineering (Aktienrückkäufe, Steuertricks, Sale and Lease Backs, u.ä.) erwarten. Shareholder Value ist vermutlich ein unrealisierbares Projekt für die meisten Manager, weil die Gewinne, die für Kapitalcigner auf Kosten von Arbeit erzielt wurden, im sich intensivierenden Wettbewerb untereinander wieder draufzugehen scheinen. Vorübergehend allerdings scheinen Restrukturierungsmassnahmen und financial engineering gut genug zu sein, um die Beteiligten zufrieden zu stimmen, auch wenn selbst die Manager von Blue Chip-Unternehmen zunehmend zu billigen Tricks greifen müssen, um entsprechende Resultate zu liefern.

Haushalte, Individuen und Ungleichheit

Ist das Verhalten von Managern in Unternehmen von Bedeutung, so ist es das von Individuen in Haushalten ebenso. Das Konzept der Finanzialisierung lenkt den Blick auf Haushalte, eine wichtige Institution, die in der letzten Zeit jedoch eher bei Debatten von Kommunitaristen und der radikalen Rechten im Mittelpunkt stand. Zudem rückt es Fragen der Ungleichheit wieder in den Mittelpunkt, ein in letzter Zeit eher unmodisches Thema, wo doch viel lieber über soziale Exklusion, neue Chancen und Unternehmertum diskutiert wurde. Das Konzept der Finanzialisierung wirft jedoch neues Licht auf die ökonomisch bedeutsame Frage von Ungleichheit, indem es zeigt, wie die finanzgetriebenen Akkumulationskreisläufe Ungleichheit und Unsicherheit verstärken und damit die Bedeutung von Haushalten hervorheben.

Wir sind keineswegs alle zu Shareholdern geworden. In den USA und Großbritannien ist der Aktienbesitz das Monopol der vermögenden 40%, bzw. der oberen zwei Quintile der Einkommensbezieher. Diese Gruppe besitzt 90% der langfristigen Spar- und Finanzanlagen in den USA, in Grossbritannien entfällt auf sie 80% (Froud et al. 2001). Nur diese relativ vermögenden Haushalte können es sich leisten, vorübergehend auf einen Teil des Konsums zu verzichten, Gehälter und Löhne zu vernachlässigen und 10% ihres Einkommens über Pensions-, Investment- und andere Sparpläne in Aktien anzulegen, mit der Hoffnung, später im Alter über komfortable Pensionseinkommen zu verfügen. Indem die Ersparnisse auf die Aktienmärkte umgeleitet werden, erhöht sich allerdings die Einkommensungleichheit zwischen Pensionisten, denn die überwiegende Mehrheit der Bevölkerung wird wenig oder gar keinen Anteil an der Ausschüttung von Dividenden oder dem Anstieg der Aktienkurse haben.

Und selbst die vermögenden 40 Prozent sind keine homogene Gruppe. An der obersten Spitze befindet sich eine kleine Gruppe überdurchschnittlich reicher Manager, die sowohl von hohen Gehältern als auch von stock options und IPOs profitieren, die zumindest in den bull-market-Jahren der 90er beträchtliche Beträge abwarfen. Am unteren Ende dieser 40% befinden sich viele Haushalte und Personen wie etwa wir. Das durchschnittliche Bruttoeinkommen im 4. Quintil in Grossbritannien belief sich auf 28.000 £, in den USA betrug es 48.000 \$ (1996/7, Froud et al. 2001). Neben Direktoren zählen zu den reichsten 40 Prozent eben auch zahlreiche Angestellte des öffentlichen Sektors (Bildung, Gesundheits- und Sozialwesen), deren durchaus bescheidene Gehälter in den letzten zwanzig Jahren gerade mal mit der Steigerung der Lebenskosten gewachsen sind.

Aktienmärkte sind im Zeitalter der Globalisierung erstaunlicherweise sehr national ausgerichtet: US-Finanzunternehmen beginnen nur sehr zögernd, ihre Anlagen zu diversifizieren, Anfang der 90er Jahre hielten sie noch 94 Prozent ihrer Aktienanteile in US-amerikanischen Aktien. Auch das britische Finanzvermögen ist überwiegend in britischen Aktien angelegt. Globales Anlageverhalten trifft man am ehesten noch bei den Managern von multinationalen Unternehmen an, jedoch nicht bei Managern von Pensionsfonds. Dies könnte sich jedoch bald ändern, wenn die in letzter Zeit so beliebten Fusionen zwischen europäischen Unternehmen zunehmen.

Nach einer solchen Fusion werden die Manager und Anteilscigner zu Mitgliedern einer zunehmend heimatlosen kosmopolitischen Elite, die Vermögen (aber auch Wohnsitze) um den Globus verstreut besitzt, die eine hohe Nachfrage nach persönlichen Dienstleistungen nach sich zieht, aber so gut wie gar nichts mit den ärmeren Leuten in jenen Ländern zu tun hat. Auf nationaler Ebene hängt jedoch viel von den Aussichten jener eher gewöhnlichen Leute ab, die noch zu den 40-Prozent-Haushalten zählen, aber auch von jenen des 3. Quintils, und denen darunter. Je weiter man die Einkommensstufen hinabgeht, desto weniger können diese Personengruppen ihr Einkommen durch den Aktienmarkt gewährleisten. Für diese Personen wird der Haushalt ein immer wichtiger Teil ihres Lebens.

Der Institution Haushalt zu entrinnen, war immer schon schwer. Wir leben alle in Haushalten. Wenn wir das gesamte Haushaltseinkommen in Betracht ziehen, so fließen 84 Prozent des BIP durch Haushalte (Froud et al. 2000c). Haushalte aggregieren Einkommen. In Krisenzeiten wie Arbeitslosigkeit oder im Alter

bietet der Haushalt einen schützenden Puffer, wenn soziale Sicherungssysteme versagen. Mit der Erosion bisher gültiger sozialer Arrangements aus den 70er Jahren hat der Haushalt in den meisten entwickelten Ländern an Bedeutung gewonnen. Davor hatten Vollbeschäftigung, starke Gewerkschaften und universelle Sozialversicherungs-Systeme eine gewisse individuelle Unabhängigkeit (zumindest für Männer) erlaubt.

Doch mit der Finanzialisierung wird der Haushalt wieder zu einer wichtigen Größe für die Mehrheit jener Personen, deren persönliches Einkommen bescheiden oder unsicher ist. Der Haushalt wird zu einem Puffer bzw. zu einem Retter in der Not (*lender of last resort*), der mittellosen Individuen aushelfen kann. Oder positiver ausgedrückt, das Zusammenlegen zweier mittlerer Einkommen in einem Haushalt, ist ein guter Weg, um in höhere Einkommensgruppen aufzusteigen und eine Einkommenshöhe zu generieren, die es überhaupt erst sinnvoll macht, in Fonds zu investieren. Dieses Pooling von Einkommen hat an Bedeutung gewonnen, seit die Beschäftigungsquote von Frauen an die 75 Prozent angestiegen ist. In den USA und Grossbritannien entsprechen die vermögenden 40 Prozent auch in der Tat den Haushalten mit zwei Einkommen. Eine der aussagekräftigsten Statistiken sind jene über die durchschnittliche Anzahl von Lohneinkommensbeziehern je Haushalt: im 2. und 3. Quintil gibt es in Grossbritannien 0,6 bzw. 1,1 Lohneinkommensbezieher (1995, 1996), im 4. und 5. Quintil steigt diese Grösse auf 1,6 bzw. 2,1 Lohneinkommensbezieher.

Im coupon pool-Kapitalismus attrahieren und generieren der Kapitalmarkt und die Aktiengesellschaften unisono Wert, während der Haushalt die Funktion eines Puffers übernimmt, um die individuellen Konsequenzen fehlender Wertsteigerungen aufzufangen. Im 21. Jahrhundert wird damit die Rolle des Haushaltes neu-entdeckt, die er schon im 19. Jahrhundert spielte, bevor ein modernes Sozialversicherungssystem errichtet wurde. Wir können aber davon ausgehen, dass der Haushalt im 21. Jahrhundert diese Rolle nur ungenügend erfüllen wird, wenn die Lebenserwartung weiter steigt und familiäre Zusammenhänge zunehmend kontingent und brüchig werden. Eine von drei englischen Ehen wird geschieden, während Todesfälle zahlreiche alte Menschen in Einzelhaushalten zurücklassen, ohne dass sie familiäre Unterstützung erwarten können.

Sowohl die Regierung unter Blair wie auch unter Clinton reagierten auf die ungenügende private wie öffentliche Pensionsvorsorge mit Programmen, die Vorsorgeersparnisse über den Aktienmarkt generieren sollten (Froud et al. 2001). Doch diese Programme ignorieren die Realität vieler kleiner Sparer, die ausreichende Erträge nur durch sehr langfristiges Anlegen erreichen können, einen funktionierenden und steigenden Aktienmarkt vorausgesetzt. Ebenso ignorierten diese Vorschläge die makroökonomische Auswirkungen einer zunehmenden Verlagerung von Vermögen zu Aktienmärkten.

Makroökonomische Konsequenzen

Jüngste Ereignisse, insbesondere die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der USA und andere Weltökonomien, haben Fragen der makroökonomischen Konsequenzen und Stabilität wieder in den Mittelpunkt zahlreicher Diskussionen gerückt. Die 90er Jahre waren ein Jahrzehnt wirtschaftlichen Aufschwungs für die USA, aber das einer chronischen Rezession in Japan. Die Asien- und Hedge

Fonds-Krise in 1998 brachte die Weltökonomie an den Rande einer Krise, kurz bevor die USA die New Economy und ein Produktivitätswunder entdeckten, und gleichzeitig die Dotcom-Blase entstand. Geendet hat dies alles in einem Crash der Technologieaktienmärkte, einer Korrektur der anderen Märkte und einem gesamtwirtschaftlichen Abschwung der US-Ökonomie, dem auch Zinssenkungen der Fed keinen Einhalt gebieten konnten.

Welche Rolle spielt die Finanzialisierung bei all diesen Entwicklungen? Ist der in den USA und Grossbritannien vorherrschende Coupon Pool-Kapitalismus fähig, eine langanhaltende Periode des Wachstums und der Stabilität zu sichern? Oder präziser gefragt: warum ist der britische und US-amerikanische Aktienmarkt so dermassen überbewertet? Wird es zu weiteren Korrekturen kommen, und wenn, welche Auswirkungen werden diese auf die Realwirtschaft haben?

Regulationisten und verhaltenswissenschaftliche Managementtheoretiker haben bereits cinige Antworten auf diese Fragen nach den Bedingungen von Wachstum und Stabilität gegeben. Regulationistische Annahmen über den Postfordismus werden nun aktualisiert, indem von einem »vermögensdominierten Wachstumsregimes« (siehe den Beitrag von Redak in diesem Heft) ausgegangen wird. Dieses Regime wird jedoch keine gesellschaftliche Kohärenz bringen, sondern zu neuen Instabilitäten führen. Boyers makroökonomisches Modell (Boyer 2000) einer geschlossenen Ökonomie ohne Kreditsystem hat bereits zu interessanten Schlussfolgerungen hinsichtlich der Risiken von Aktienblasen und Vermögenseffekten geführt. Die verhaltenswissenschaftliche Forschung, etwa Shiller (2000), warnt wiederum angesichts des Endes eines langanhaltenden Bull Marktes vor den Gefahren, die mit einem überbewerteten Markt einhergehen können, dessen Ursachen ihm zufolge in marktpsychologischen Vorgängen und der »irrationalen Über-treibung« begründet liegen.

Obwohl das Management von Aktiengesellschaften Schwierigkeiten hatte, Erträge zu erwirtschaften, stiegen die Aktienpreise (obgleich unstet) während der ganzen 90er Jahre. In historischer Betrachtung liegt das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis auf britischen und US-Märkten zwischen 6 und 13 (Froud et al 2000a). In den späten 90er Jahren wurde auf den wichtigsten Märkten so viel gehandelt, dass Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 25:1 verzeichnet wurden (Froud et al 2001), die Dotcom-Blase führte bisweilen sogar zu schwindelerregenden Ergebnissen von 150:1 bei einigen Informationstechnologie-Aktien (*Business Week*, 5. Februar 2001). Derartige Marktbewertungen waren eigentlich durch keinerlei vernünftige Erwartungen über zukünftige Erträge gerechtfertigt. Heute stellt sich eigentlich nur mehr die Frage, wie tief wird der Markt noch fallen.

Ebenso wie die Psychologie spielen auch strukturelle Faktoren eine Rolle. Wenn 40 Prozent der Bevölkerung ihre Ersparnisse am Aktienmarkt anlegen, dann stellen die Beiträge für Pensionsfonds und Versicherungen enorme Geldströme in den USA und Grossbritannien dar. In den USA stiegen diese Veranlagungsformen von weniger als 10 Prozent des BIP auf mehr als 13 Prozent, ein Betrag, der Mitte der 90er Jahre um 50% grösser war als die Investitionsausgaben von Unternehmen (Froud et al. 2001). Die Erklärung dafür ist, dass es die Ersparnisse der Mittelklasse waren, die die Aktienpreise in die Höhe trieben, als sie um ein begrenztes Angebot von Wertpapieren wetteiferten. Das Auseinanderfallen von (erwarteten) Erträgen und tatsächlichen Wachstumsraten führte zu einem volatilen und irrationalen

lem Anlegerverhalten, bei dem irrationaler Überschwang mit unbegründeter Verzweiflung abwechselten.

Das Konzept des Coupon Pool-Kapitalismus kann uns helfen, diese strukturellen Instabilitäten besser zu verstehen. Waren frühere Formationen des Kapitalismus bestimmt durch die Widersprüche der Aneignung des durch Arbeit generierten Mehrwerts, so ist die heutige Form geprägt von den Widersprüchen, die aus dem Spar- und Anlageverhalten von Haushalten resultieren. In den USA und Großbritannien ist ein Kapitalismus entstanden, in dem zum ersten Mal in der Geschichte, die Anzahl von Kapitalisten jene von Mehrwert-schaffenden Arbeitern übersteigt. Wenn wir die kapitalistische Klasse definieren als jene Einkommensschichten, die signifikante Ersparnisse und Eigentümerrechte besitzen, so trifft das auf alle Personen im 4. und 5. Quintil zu. Und diese Gruppe ist drei bis vier mal grösser als die weltweite Anzahl von Arbeitskräften der größten börsennotierten Konzerne. In den USA zählen an die 120 Millionen Personen zum 4. und 5. Quintil, während die Zahl aller Arbeitskräfte der 500 größten von Standard & Poors gelisteten Unternehmen insgesamt nur 34 Millionen beträgt (Froud et al. 2001).

Eine einfache Arithmetik garantiert, dass die bisherige Wertgenerierung über Gewinne durch Wertgenerierung über Aktienkurse ersetzt wird: Die angloamerikanischen Mittelklassen kurbeln die Aktienpreise an, indem sie ihren Wohlstand im Alter über Aktienmärkte zu finanzieren hoffen. Die steigenden Aktienkurse hängen nämlich sehr stark vom Zustrom neuer Anlagegelder ab. Doch nur wenn auf Dauer genügend neue Anleger auf Aktienmärkten anlegen, kann die Basis für die Rückzahlungsströme der früheren Anleger gesichert werden.

Die langfristigen makroökonomischen Auswirkungen sind jedoch unklar, da die Vermögenseffekte bei Haushalten sehr stark davon abhängen, ob der Aktienbesitz direkt oder indirekt ist. Während in den USA bereits Anfang der 90er Jahre, 50% des Aktienbesitzes direkt waren, beläuft sich der direkte Aktienbesitz von Haushalten in Großbritannien auf nur 20% (Froud et al. 2001).

Zweifelloos ist der Coupon Pool-Kapitalismus deutlich instabiler als der klassische »Fordismus«. Während das fordistische Regime Arbeits- und Gütermärkte kombinieren musste, muß nun der britische und US-amerikanische Kapitalismus Arbeits-, Güter- und Kapitalmärkte koordinieren, wenn er funktionieren will. Diese Koordinierungsaufgabe könnte zu komplex sein, um Stabilität zu generieren. Ein Widerspruch könnte darin bestehen, dass (selbst bei flexibilisierten Arbeitsmärkten) Überproduktion und der Wettbewerb auf Gütermärkten dazu führt, dass keine Kostendeckung erreicht wird und es daher nicht möglich ist, den Shareholder Value zu optimieren. Ein weiterer Widerspruch besteht darin, dass die Schaffung von Shareholder Value sehr ungewiss ist, nicht zuletzt aufgrund instabiler Zuflüsse der Ersparnissen der Mittelklasse auf Aktienmärkte. Weitverbreiteter Aktienbesitz könnte damit zu einer risikobehafteten Größe werden, der – so wie Rauchen im Bett – Genuss mit dem Risiko der Zerstörung verbindet.

Literatur

- Boyer, R. (2000) »Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis«, *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, February, pp. 111–45.
- Dore, R. (2000) *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism*, Oxford: Oxford University Press
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K. (1998) »Breaking the chains? a sector matrix for motoring«, *Competition and Change*, Vol. 3, pp 293–334.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K. (2000a) »Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves«, *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, February, pp. 80–110.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K. (2000b) »Restructuring for shareholder value and its implications for labour«, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 24, No. 6, November, pp. 771–797.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K. (2000c) »Representing the household: in and after national income accounting«, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 13, No. 4, pp. 535–60.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K. (2000d) »A new business model?« (mimeo of paper prepared for New Economy Workshop, London 8–9th December 2000).
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K. (2001) »Accumulation under conditions of inequality«, *Review of International Political Economy*, (forthcoming).
- Juergens, U., Naumann, K. and Rupp, J. (2000) »Shareholder value in an adverse environment« *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, February, 54–79
- Morin, F. »A transformation in the French model of shareholding and management«, *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, February, pp. 36–53
- O'Sullivan, M. (2000) *Contests for Corporate Control*, Oxford University Press: Oxford
- Shiller, R. J. (2000) *Irrational Exuberance*, Princeton NJ: Princeton University Press

Die Kluft zwischen der Gewerkschaftsbewegung und der Wissenschaft ist mit **TRANSFER** kleiner geworden ... eine unerläßliche Lektüre für alle, die an der europäischen Gewerkschaftsbewegung interessiert sind. *Freie Gewerkschaftswelt*

Im siebenten Jahr ihres Erscheinens hat sich die englischsprachige Vierteljahrszeitschrift des Europäischen Gewerkschaftsinstituts (EGI) zu einem wichtigen Diskussionsforum entwickelt. Jede Ausgabe von **TRANSFER** ist einem Thema gewidmet, kurze Zusammenfassungen auf Englisch, Französisch und Deutsch geben einen Überblick über den Inhalt der einzelnen Artikel. Special features, aktuelle Berichte und Buchbesprechungen ergänzen den Hauptteil. **TRANSFER** ist zum Preis von 43 EUR für ein Jahresabonnement erhältlich.

ENLARGEMENT AS A TRADE UNION ISSUE

Introduction: challenges of transformation and preparations for EU accession
(*András Tóth and Renate Langewiesche*)

Social dialogue in EU enlargement: acquis and responsibilities
(*Daniel Vaughan-Whitehead*)

Transformation, EU membership and labour relations in central and eastern Europe
(*Heribert Kohl et al.*)

Social dialogue in Hungary and its influence on EU accession
(*Dorottya Boda and László Neumann*)

Transformation and foreign direct investment: observations on path dependency, hybridisation, and model transfer at the enterprise level
(*Christoph Dörrenbacher et al.*)

Migration, mobility and the free movement of persons: an issue for current and future EU members (*Renate Langewiesche and Martina Lubyova*)

EU accession – a chance for gender equality in CEE countries (*Daša Šašić Šilović*)

Trade union education in central and eastern Europe (*Jeff Bridgford et al.*)

VOLUME 6 * NUMBER 3

Bestellformular

- ☐ Ja, ich möchte **TRANSFER** abonnieren.
☐ Ich möchte **TRANSFER** kennenlernen und bestelle ein kostenloses Probeheft.

Wo haben Sie diese Anzeige gefunden ?

Name:

Straße:

Stadt:

Land:

Europäisches
Gewerkschaftsinstitut (EGI)
Bd du Roi Albert II, 5, box 4
B-1210 Brussels
Fax: 32 2 224 05 13
E-mail: etui@etuc.org

☐ Ich lege einen Scheck über 43 EUR bei.

☐ Ich bezahle per Kreditkarte:

☐ Visa ☐ Eurocard ☐ American Express

Kartenummer:

Gültig bis:

Datum und Unterschrift:

TRANSFER
EUROPEAN REVIEW OF LABOUR AND RESEARCH

Mehr Informationen über **TRANSFER** erhalten Sie über die Internetseite
<http://www.etuc.org/etui> oder per E-mail etui@etuc.org.