

Finanzialisierung, Corporate Governance und Investitionen

Engelbert Stockhammer

In den letzten Jahrzehnten kam es zu einem beträchtlichen Rückgang der Investition. Die Wachstumsraten des Kapitalstocks fielen von rund 5% jährlich in den 60er Jahren auf rund 2.5 % bis 3% nach Mitte der 80er Jahre. Gleichzeitig haben die Finanzinvestitionen der nicht-finanziellen Unternehmungen stark zugenommen. In den meisten Industrieländern kommen rund 30 % der Einnahmen der Unternehmungen nunmehr aus Finanzinvestitionen. Dies ist keineswegs nur dem Strukturwandel zuzuschreiben, daß Firmen in stagnierenden Branchen ihre Ersparnisse aufstrebenden Sektoren zur Verfügung stellen würden. Auch eine new-economy-Firma wie Intel machte letztes Jahr ein Drittel seiner Profit aus Finanzinvestitionen (*Economist*, 21. Okt. 2000).

Es ist naheliegend einen finanzierungsseitigen Zusammenhang zwischen diesen Phänomenen herzustellen: Ein Unternehmen mit gegebenen Profiten kann diese entweder in Kapitalgüter (Maschinen oder Gebäude) investieren oder in Finanzanlagen, wie Aktien, Staatspapiere, private Schuldscheine. Auf der Ebene des einzelnen Unternehmens besteht also ein inverser Zusammenhang zwischen Real- und Finanzinvestitionen. Diese Zusammenhang ist allerdings nicht auf die makroökonomische Ebene übertragbar (siehe auch Tobin 1997). Durch den Ankauf von Finanztitel wird Liquidität zwischen Unternehmen transferiert. Das Finanztitel verkaufende Unternehmen hat entsprechend mehr Mittel zur Verfügung (abgesehen von dabei fälligen Transaktionskosten wie Provisionen etc.). Makroökonomisch stellen Finanztransaktionen die Verschiebung von Eigentumstiteln und den Transfer von Liquidität, aber keine Bindung von Einkommen dar, daher besteht makroökonomisch kein finanzierungsseitiger, inverser Zusammenhang zwischen Real- und Finanzinvestitionen.

Im vorliegenden Artikel wird eine andere Erklärung für den Zusammenhang von Finanz- und Realinvestitionen vorgeschlagen. Aufbauend auf der post-keynesianischen Theorie der Firma, die auf einer Trennung von Management und Eigentümern beruht, wird argumentiert, daß es in den letzten Jahrzehnten zu einer Machtverschiebung zugunsten der Eigentümer (shareholder) gekommen ist, was in angelsächsischen Ländern als shareholder value Revolution bekannt wurde. Aufgrund von unterschiedlichen Prioritäten von Management und Eigentümern führt diese Machtverschiebung zu einer geringeren gewünschten Wachstumsraten und höheren angestrebten Gewinnen. Parallel dazu verwischen sich die Grenzen zwischen Industrieunternehmen und Finanzunternehmen, da Industrieunternehmen auf Finanzmärkten aktiver werden. Zunehmende Finanzinvestitionen

werden in dieser Analyse nicht als Ursache, sondern als Symptom der zugrundeliegenden sozialen Prozesse, der Finanzialisierung, und speziell Machtverschiebung in den Unternehmen betrachtet.

Der Artikel ist wie folgt aufgebaut. Im ersten Abschnitt werden Grundlagen der Klassenanalyse besprochen. Danach die Grundzüge der post-Keynesianischen Theorie der Firma. Sektion drei behandelt die shareholder revolution und ihre Auswirkungen auf Managementprioritäten. Sektion vier faßt die Ergebnisse der ökonomischen Untersuchung der Arbeitshypothese zusammen.

Klassenanalyse: Arbeit, Kapital und Rentiers

Klassen, oder genauer: Klassenpositionen, können in Hinsicht auf die bezogene Einkommensart, die Stellung im Produktionsprozeß und auf den politischen Prozeß definiert werden. Im folgenden wird nur auf die ersten beiden Dimensionen Bezug genommen. In Hinblick auf die Einkommensarten werden drei (Einkommens-)Klassen unterschieden: solche mit Lohneinkommen, solche mit Profiteinkommen und solche mit Einkommen aus Finanzvermögen (Zinsen, Dividenden und Renten). Zu diesen Einkommensarten korrespondieren ArbeiterInnen, KapitalistInnen und Rentiers. Eine solche Kategorisierung ist bei Keynes (1971, er nannte sie »earnern«, »business class« und »investors«) zu finden, bei zahlreichen Post-KeynesianerInnen (namentlich J. Robinson) und ähnlich auch bei Marx.

In Hinsicht auf den Produktionsprozeß haben diese Klassen unterschiedliche Funktionen. KapitalistInnen organisieren und kontrollieren den Produktionsprozeß, wohingegen die ArbeiterInnen die Arbeit verrichten. Rentiers, als »absentee owners«, spielen keine aktive Rolle im Produktionsprozeß, sondern stellen, direkt oder indirekt, das Kapital zur Verfügung und erhalten einen Teil des Überschusses als verteilte Gewinne, Dividenden oder Zinszahlungen. Der Rolle von Kapital und Arbeit im Produktionsprozeß wurde v.a. von Marx analysiert.

Die obigen Definitionen beschreiben funktionale Klassenpositionen, jedes Individuum, aber auch ganze gesellschaftliche Gruppen, können daher multiple Klassenpositionen innehaben. So kann dieselbe Person sowohl Lohn- als auch Finanzeinkommen beziehen. Auch muß keine Korrespondenz zwischen der Einkommensklasse und der Rolle im Produktionsprozeß bestehen. In einem modernen Betrieb werden zahlreiche Managementfunktionen von Personen erfüllt, die Lohneinkommen beziehen (Wright 1985). Im Falle solcher *multipler Klassenpositionen* («intermediate class positions« nach Wright), sind die Interessenslagen selbst idealtypisch nicht mehr eindeutig definiert.

Zentral für die folgenden These ist die komplexe Klassenposition des Managements (gemeint ist das Spitzenmanagement) und deren Veränderungen. ManagerInnen übernehmen zunächst die Rolle des Industriellen Kapitalisten (nach Marx) im Produktionsprozeß indem sie für An- und Verkauf, Produktion und Personal zuständig sind, erhalten aber zumeist Lohneinkommen. In den letzten Jahrzehnten hat sich die Rolle weiter verkompliziert, indem viel Unternehmen ihr Finanzmanagement ausgebaut haben und ManagerInnen damit auch die Rolle von Rentiers übernehmen. Gleichzeitig haben sich im Bereich der Bezahlung Veränderungen ergeben. Vor allem, aber nicht nur, im angelsächsischen Raum wird das Management in Form von »stock options«, und damit Rentierseinkommen, ent-

lohnt. Das Management hat damit widersprüchliche Klassenpositionen inne und, so wird weiter argumentiert, seine Interessenslage hängt damit stark von der institutionellen Struktur der Firma ab.

Die Post-Keynesianische Theorie der Firma

Die Standardversion der post-Keynesianischen Theorie der Firma,¹ die im folgenden dargestellt wird, ist auf die Phase des »managerial capitalism« (Chandler 1977) zugeschnitten, also einer Epoche relativ autonomen Managements und hohen Wachstumsraten. Im Gegensatz zur schlichten neo-klassischen Theorie wird nicht Profitmaximierung postuliert,² sondern vom Interessensgegensatz zwischen Management und Eigentümer (im folgenden synonym: shareholder oder Rentiers);

Anders als die Eigentümer ist das Management nicht nur, oder vielleicht nicht einmal vor allem, an Profit interessiert. Während die Eigentümer an Gewinnen, Dividenden, Aktienkurswachstum usw. interessiert sind, hat das Management Interesse Prestige und Macht, sei dies nun über die Anzahl der Untergebenen, die Größe der Büros oder die Umsätze definiert. Wachstum wird damit zu einer wichtigen Strategischen Größe für das Management: zur Erhaltung des Marktanteils. »The objective of growth, rather than the consumption of profit, is predominant« (Lavoie 1992, 104).

Es existiert ein Zielkonflikt zwischen Management und Eigentümern: erstere präferieren Wachstum, zweitere Profite. Damit ist nicht gemeint, daß diese jeweils ausschließlich an einem Ziel interessiert sind, sondern, daß sie zwischen diesen beiden Ziel eine unterschiedliche Gewichtung haben. Für das individuelle Unternehmen besteht eine inverse Beziehung zwischen Wachstum und Profitabilität (Keynes abnehmende »marginal efficiency of capital«): Investitionsprojekte können nach ihrer (erwarteten) Profitabilität geordnet werden und die profitabelsten Projekte werden zuerst in Angriff genommen. Dies wird auch »growth-profit trade off« genannt.

Der »growth-profit trade off« ignoriert die Frage der Finanzierbarkeit von Investitionen. Diese können, etwas vereinfacht, entweder aus den Profiten oder aus Fremdkapital finanziert werden. Das Kapital das Banken zur Verfügung stellen werden hängt, unvollkommene Kapitalmärkte vorausgesetzt, nun seinerseits von den Profit ab, die das Unternehmen. Die möglichen Investitionen (=Profite + erhältliches Fremdkapital; »finance constraint« genannt) sind also eine positive Funktion der Profite.

Die Kombination von *growth profit trade off* und möglichen Investitionen bestimmen dann die effektive Entscheidung bezüglich Investitionen und Profiten. Wenn, wie in der Standardversion der post-Keynesianischen Theorie angenommen, das Management das Sagen hat, bestimmen die finanzierungsseitig möglichen Investitionen welche der technisch möglichen Profit-Investitionskombinationen realisiert wird.

Die Shareholder Value Revolution

In der post-Keynesianischen Theorie der Firma spielen die Eigentümer eine passive bis gar keine Rolle: Sie stellen Kapital zur Verfügung und erwarten Dividenden in einem gewissen, konventionellen Ausmaß, mischen sich aber nicht weiter in die Tätigkeit der Geschäftsführung ein. Die eigentlichen Entscheidungen trifft das Management, auch wenn diese gegen die Interessen der Eigentümer sind. Solch ein Bild der Firma ist wahrscheinlich für die ersten zwei oder drei Nachkriegsjahrzehnte nicht unzutreffend, jene Zeit, die der Wirtschaftshistoriker Chandler (der den Beginn etwas früher datiert) als »managerial capitalism« bezeichnet hat. Jedoch wird die Analyse den gegenwärtigen Entwicklungen nicht gerecht.

Seit Anfang der 70er Jahre haben institutionelle Änderungen in zwei Bereichen die Position des Managements nachhaltig verändert. Einerseits kam es mit der Entwicklung von neuen Finanzinstrumenten (speziell den junk bonds, Baker and Smith 1998), die die Entstehung eines »market for corporate control« ermöglichten. Unternehmen deren Führung nach Meinung von Finanzanlegern nicht das Maximum an shareholder value erwirtschafteten konnten nun als ganze übernommen und danach entweder zerlegt oder mit einem neuen Management versehen werden. Andererseits, und eng damit verbunden, kam es zu Änderungen im Bezahlungsschema des Managements: performance related pay schemes und stock options, d.h. Bezahlung in Aktion wurden üblich, und führten, v.a. in den angelsächsischen Ländern zu gewaltigen Erhöhungen der Bezahlung des Managements. Beide Entwicklungen »profoundly altered patterns of managerial power and behaviour« (Baker and Smith 1998, 3)

Diverse Autoren sind sich einig über die Signifikanz dieser Entwicklungen, wenn auch naturgemäß ihre Einschätzung differiert. So schreibt z.B. die OECD in den Financial Market Trends: »One of the most significant structural changes in the economies of OECD countries in the 1980s and 1990s has been the emergence of increasingly efficient markets in corporate control and an attendant rise in shareholders' capability to influence management of publicly held companies (...) The commitment of management to producing shareholder value (...) represents a significant change in the behaviour of large corporations.« (OECD 1998, 15). Baker and Smith, etwas expliziter, betonen, daß die neuen Strukturen »limit managerial discretion in favor of more rigorous exploitation of corporate resources« (Baker and Smith 1998, 22). Marxisten würden dem wahrscheinlich zustimmen, aber betonen »... more rigorous exploitation of workers«. Polemischer: »In the name of creating »shareholder value«, the past two decades have witnessed a marked shift in the strategic orientation of top corporate managers in the allocation of corporate resources and returns away from »retain and reinvest« and towards »downsize and distribute.« (Lazonick and O'Sullivan 2000, 18)

Natürlich bestehen zwischen verschiedenen Industrieländern beträchtliche Unterschiede im Ausmaß der Änderung in der corporate governance. Länder mit Kapitalmarkt-basierten Finanzsystemen (v. a. USA und Großbritannien) sind natürlich anfälliger für die shareholder revolution als solche mit bankbasierten Finanzsystemen (v. a. Deutschland). Aber auch in kontinentaleuropäischen Ländern sind die Auswirkungen mittlerweile spürbar. Morin (2000) z.B. berichtet von einer dynamischen Transformation des französischen Finanzsystems in Richtung

Kapitalmärkte. Für Deutschland kommen Jürgens, Naumann und Rupp (2000) zu dem Ergebnis, daß Banken und Industrieunternehmen auch ohne starke Kapitalmärkte sich zunehmend am shareholder value orientieren.

Wie sind diese Entwicklungen vor dem Hintergrund der skizzierten Klassenanalyse und der post-Keynesianischen Theorie der Firma zu analysieren? Das Management ist aufgrund seiner widersprüchlichen Klassenpositionen besonders sensibel für institutionelle Veränderungen. Im konkreten Fall haben sich die Interessen des Managements denen der Rentiers angeglichen. Erstens sind die Drohpotentiale der Eigentümer gestiegen, andererseits hat sich seine Einkommensstruktur denen von Rentiers angenähert.

Im Sinne der oben diskutierten Theorie der Firma wird das Management nun eine andere Kombination von Profiten und Investitionen des growth profit trade offs anstreben. In anderen Worten es wird weniger investiert, aber mehr an Gewinnen verteilt. (Dies wird implizieren, daß die Investitionen nicht mehr den finanzierbaren Investitionen entsprechen, d.h. die finance constraint ist nicht mehr bindend.)

Empirische Tests

Die zentrale These dieses Artikels ist, daß Finanzialisierung, d.h. die gestiegenen Finanzinvestitionen von Industrieunternehmen, mit einem Rückgang von der Investitionstätigkeit einhergeht, weil die Finanzinvestitionen ein Symptom der Veränderung von Managementpriorität sind. Im Zuge der shareholder revolution kam es zu einer Annäherung der Interessen des Management an die der Rentiers. Dazu gehört die Schaffung von shareholder value, der nicht an spezifische Branchen oder Produkte gebunden ist (wie z.B. Marktanteilserhöhung), sondern auch und gerade auf Finanzmärkten der Fall ist.

Diese Hypothese soll nun empirisch getestet werden. Dazu wurden makroökonomische Daten für die Deutschland, Frankreich, das Vereinigte Königreich und die USA für den Zeitraum 1960 bis 1996 ökonometrisch analysiert. Methodisch ist anzumerken, daß eine mikroökonomische These mit makroökonomischen Daten getestet wurde. Dies ist notwendig, da Finanzialisierung ein längerfristiger Prozeß ist, der am besten mit makroökonomischen Daten erfaßt ist. Allerdings wirft dieses Vorgehen auch Probleme auf, da kein explizites Makromodell entwickelt wurde. Speziell stellen sich Simultanitätsprobleme. Die vorliegende Arbeit versteht sich daher als komplementär zu mikroorientierten Studien.

Um den Effekt der Finanzialisierung auf die Investitionen herauszufiltern, wird für die Standardvariablen der Investitionstheorie kontrolliert.³ Die geschätzte Investitionsfunktion enthält neben einem Term für Finanzialisierung ein Akkzelcratorterm (hier: BIP-Wachstum), ein Profitterm (PQ) und die relativen Kapitalkosten (RKK). Die Daten entstammen der OECD Economic Outlook Datenbank (Details im Appendix).

Die Variable für Finanzialisierung (RQNF) ist die Finanzeinkommensquote des nicht-finanziellen Unternehmenssektors, d.h. Zins- und Divideneinkommen im Verhältnis zur Wertschöpfung dieses Sektors. Diese Variable mißt nicht die Finanzinvestitionen selbst, sondern die Einkommen daraus, Preis- und Mengeneffekte werden dabei vermischt. (Daten zu den Finanzinvestitionen sind nur für einen beschränkten Zeitraum vorhanden.) Für die Hypothese dieses Artikels ist

dies allerdings sekundär. Die Finanzialisierungsvariable soll den Grad der Involvierung von nicht-finanziellen Unternehmen auf den Finanzmärkten messen, wofür die Finanzeinkommen ein guter Indikator sind (vom einkommensseitig klassen-analytischen Standpunkt sind sie sogar die korrekt Variable). Die Variable stammt aus den OECD National Accounts Vol. II, Detailed Tables.

Tabelle 1 faßt die Regressionsergebnisse zusammen. Die abhängige Variable ist die Wachstumsrate des Kapitalstocks des Unternehmenssektors, auch Akkumulation genannt. Wie in der Investitionsschätzung häufig wurde ein partial adjustment model als Zeitreihenspezifikation gewählt. Alle Erklärenden Variablen sind ge-lagged um Simultanitätsprobleme zu vermeiden. Ökonometrische Methoden und diverse Tests sind in Stockhammer (2000) ausführlicher diskutiert.

Tabelle 1: Regressionsergebnisse Akkumulation und Finanzialisierung

	Deutschland	Frankreich	VK	USA
Periode	63–90	78–97	70–96	63–97
Konst	-0.03*	-0.02	0.00	0.01
	-1.85	-1.67	-0.03	0.40
Wachstum ₋₁	-0.01	0.02	0.08**	0.08
	-0.11	0.31	2.52	1.24
PQ ₁	0.0012**	0.0011**	7.E-05	0.000
	2.42	2.38	0.10	0.24
RQNF ₋₁	-0.22	-0.32***	-0.04	-0.22***
	-0.83	-2.66	-0.34	-2.45
RKK ₋₁	-0.0004	0.0004	-0.0003**	-0.001
	-1.12	0.61	-1.71	-1.47
AKKU ₋₁	1.13***	0.49	1.18***	0.75
	4.26	1.13	6.63	3.09
AKKU ₋₂	-0.36	0.18	-0.28	-0.22
	-1.60	0.52	-1.45	-0.99
R2	0.96	0.93	0.89	0.84
adj R2	0.94	0.90	0.85	0.80
BG Obs. R2	2.16	4.11	1.1	4.45

Variablenerklärungen im Text und Anhang. Kursive Werte sind T-Werte. *, **, *** entsprechen dem statistischen Signifikanzniveau von 10%, 5% und 1%. Subskripts beschreiben Lags. BG Obs. R2 ist der Breusch Godfrey Autokorrelationstest (die Nullhypothese »keine Autokorrelation« konnte nicht zurückgewiesen werden).

Die Ergebnisse sind, wie in anderen international vergleichenden Investitionsschätzungen (Ford und Poret 1991, Bowles und Boyer 1995, Bhaskar und Glyn 1995), nicht überwältigend. Zwar ist die Varianz der abhängigen Variable zu mindestens 84% erklärt, ein großer Teil davon ist allerdings auf die erklärende Kraft vergangener Investitionen selbst zurückzuführen. Die erklärenden Variablen haben im großen und Ganzen die erwarteten Vorzeichen, aber auf mäßigen Niveaus statistischer Signifikanz. Dies gilt auch für die Finanzialisierungsvariable RQNF. Sie hat in jedem Fall den erwarteten negativen Effekt, in Frankreich und den USA auf dem 1% Signifikanzniveau.

Diese Ergebnisse sind recht robust in Bezug auf Änderungen in der Spezifikation, zusammengefaßt in Tabelle 2. RQNF ist in dem meisten Spezifikation mit dem erwarteten Vorzeichen statistisch signifikant in Frankreich und den USA und weist stabile Werte auf. Im VK weisen die Ergebnisse das erwartete Vorzeichen aus, allerdings auf wechselnden Signifikanzniveaus und mit wechselnden Werten. Für Deutschland ist selbst das Vorzeichen nicht stabil, allerdings in keinem Fall mit statistischer Signifikanz. Gemäß der statistischen Signifikanz gibt es daher einen klaren negativen Effekt von Finanzialisierung auf Investitionen in Frankreich und den USA, einen unsicheren Effekt im VK und keinen nachweisbaren Effekt in Deutschland.

Tabelle 2: Zusammenfassung diverser Spezifikationen

	Frankreich	Deutschland	UK	USA
<i>Autoregressive Terme von AKKU</i>				
ADL	.64	.25	.85	.34
PAM	.7	.35	.73	.41
with growth	.67	.77	.9	.53
Durchschnitt	0.67	0.46	0.83	0.44
<i>Koeffizient auf RQNF</i>				
ADL	-.31	.36	-.16	-.3*
PAM	-.33*	.13	-.15**	-.31***
with growth	-.32**	-.22	-.04	-.22**
Durchschnitt	-0.32	0.09	-0.12	-0.27

Die Durchschnittswerte dieser Schätzungen ermöglichen nun eine einfache Rechnung zur Ermittlung der ökonomischen Signifikanz der Finanzialisierungsvariable (vgl. z.B. McCloskey und Ziliak 1996). In Tabelle 3 sind den Schätzergebnissen entsprechenden langfristigen Auswirkungen des Anstiegs von RQNF von 1965-74 bis 1985-94 auf die Akkumulation berechnet und mit der effektiven Veränderung der Akkumulation verglichen. Die Ergebnisse legen nahe, daß, mit Ausnahme Deutschlands, ein beträchtlicher Teil des Rückgang der Akkumulationsraten durch Finanzialisierung erklärt wird.

Tabelle 3: Effekt von RQNF auf AKKU von 1965-74 auf 1985-89

	Regression skoeff.	autoreg. Koeff.	RQNF	langfr. Effekt	erklärte AKKU	effektive AKKU
Deutschland	0.09	0.46	0.015	0.17	0.002	-0.021
Frankreich	-0.32	0.67	0.026	-0.97	-0.025	-0.027
UK	-0.12	0.83	0.034	-0.71	-0.024	0.005
USA	-0.28	0.43	0.015	-0.49	-0.007	-0.023
Durchschnitt	-0.24	0.64	0.025	-0.67	-0.017	-0.015

RQNF and AKKU sind die Differenzen zwischen den Mittelwerten der Perioden 65-74 und 85-94.

Die Überlegungen zur ökonomischen Relevanz der Schätzergebnisse legen den Schluß nahe, daß Finanzialisierung einen beachtlichen Einfluß auf die Investiti-

onsent nahescheidungen hatte. Speziell in Frankreich und den USA ist ein wesentlicher Teil des Rückgangs der Akkumulationsraten darauf zurückzuführen. Im VK, dem einzigen Land ohne Rückgang der Akkumulationsraten (diese waren dort in der Nachkriegszeit außergewöhnlich niedrig), hat Finanzialisierung ebenfalls einen starken dämpfenden Einfluß auf das Investitionsverhalten. Nur in Deutschland konnte kein Effekt nachgewiesen werden.

Diese Ergebnisse sind im großen und ganzen konsistent mit der qualitativen Literatur zur Entwicklung der shareholder-value-Ideologie in diesen Ländern. Diese Ideologie ist in den angelsächsischen Ländern am meisten entwickelt, in den kontinentaleuropäischen hingegen schwächer. Sowohl für Deutschland als auch für Frankreich wären daher schwächere Ergebnisse zu erwarten. Unsere Ergebnisse bestätigen diese Einschätzung für die angelsächsischen Länder, deuten aber interessanterweise auf starke Unterschiede zwischen Frankreich und Deutschland hin.

Schlußbemerkungen

Die zentrale Hypothese dieses Artikels war, daß es einen negativen Zusammenhang zwischen Finanzialisierung, hier definiert als dem Engagement von nicht-finanziellen Unternehmen auf den Finanzmärkten, und ihrem Investitionsverhalten gibt. Die Begründung dafür liefert eine Analyse der shareholder revolution vor dem Hintergrund der post-Keynesianischen Firmentheorie. Im Zuge der shareholder revolution kam es zu einer Veränderung der Managementprioritäten, von Wachstum zu Profit, die sich in einem Rückgang der gewünschten Wachstumsrate und einem Anstieg von Finanzaktivitäten äußerte. Diese Hypothese wurde anhand von makroökonomischen Daten für einige große Industrieländer getestet. Die Ergebnisse bestätigen die Arbeitshypothese, weisen aber auch auf beträchtliche Unterschiede zwischen verschiedenen Ländern hin. Für die USA, Frankreich und das Vereinigte Königreich konnte der negative Einfluß der Finanzialisierung nachgewiesen werden, nicht aber für Deutschland.

Aus dieser Analyse sind nicht direkt wirtschaftspolitische Empfehlungen ableitbar. Es wurde versucht aufzuzeigen, wie Änderungen auf den Finanzmärkten über innerbetriebliche Macht- und Interessensstrukturen makroökonomische Variablen beeinflussen können. Solche Prozesse sind nicht einfach umkehrbar. Die Wirtschaftspolitik sollte daher parallel Finanzmärkte regulieren und innerbetrieblich wachstumsorientierte Gruppen stärken.

Anmerkungen

- 1 Die post-Keynesische Theorie der Firma geht zurück auf Robinson (1962), wichtige explizite Elaborationen der Theorie und v.a. auch empirische Anwendungen sind Galbraith (1967), Eichner (1976) und Wood (1974). Die Darstellung im Text folgt der Zusammenfassung von Lavoie (1992).
- 2 Aktuelle neo-klassische Darstellungen (z.B. Kreps 1990) stellen sich diesem Problem natürlich, finden aber kaum Eingang in die Lehrbücher.
- 3 Die neo-klassische Investitionstheorie unterscheidet sich natürlich von der Keynesianischen, zumindest in den jeweiligen Standardtheorien. Lange Zeit war die Diskussion von der relativen Bedeutung der Kapitalkosten vs. der Eigenfinanzierung über Profite geprägt. Die Rol-

le des Akkzelerators, d.h. der Nachfrage stand dabei außer Zweifel. Chirinko 1993 bietet einen Überblick über den Stand der Diskussion in der empirischen Investitionsforschung. In letzter Zeit wurde die Rolle Bedeutung der Eigenfinanzierung, nicht zuletzt aufgrund der Arbeiten von Fazzari (z. B. Fazzari und Mott 1986) und Hubbard (z. B. 1998), zunehmend allgemein anerkannt. In den im Text zusammengefaßten Schätzungen wurde ein inklusives Modell, das Variablen sämtlicher Theorien beinhaltet verwendet.

Literatur

- Baker, George, Smith, George, 1998. *The New financial capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the creation of corporate value*. New York: Cambridge University Press
- Bhaskar, V, Glyn, A, 1995. *Investment and profitability: the evidence from the advanced countries*. In: G Epstein and H Gintis (eds): *Macroeconomic policy after the conservative era*. Studies in investment, saving and finance. Cambridge: University Press
- Bowles, S, Boyer, R, 1995. *Wages, aggregate demand, and employment in an open economy: an empirical investigation*. In: G Epstein and H Gintis (eds): *Macroeconomic policy after the conservative era*. Studies in investment, saving and finance. Cambridge: University Press
- Chandler, Alfred, 1977. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, MA: Harvard University Press
- Chesnais, Francois, 1997. *La mondialisation financière*. Paris: Syros
- Chirinko, Robert, 1993. *Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results and Policy Implications*. *Journal of Economic Literature* XXXI: 1875–1911
- Eichner, A, 1976. *Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics*. Cambridge: Cambridge University Press
- Fazzari, S, Mott, T, 1986. *The investment theories of Kalecki and Keynes: an empirical study of firm data, 1970–1982*. *JPKE* IX, 2: 171–187
- Ford, R, Foret, P, 1991. *Business Investment: Recent Performance and Some Implications for Policy*. *OECD Economic Studies* 16: 79–131
- Galbraith, John, 1967. *The New Industrial State*. New York: New American Library
- Hubbard, R, 1998. *Capital market imperfections and investment*. *JEL* 36: 193–225
- Jürgens, U, Naumann, K, Rupp, J, 2000. *Shareholder value in an adverse environment: the German case*. *Economy and Society* 29, 1: 54–79
- Keynes, John, 1971. *A Tract on Monetary Reform*. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Vol. IV. London: Macmillan
- Kreps, David, 1990. *A Course in Microeconomic Theory*. Harvester Wheatsheaf
- Lavoie, Marc, 1992. *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar
- Lazonick, W, O'Sullivan, M, 2000. *Maximising shareholder value: a new ideology for corporate governance*. *Economy and Society* 29, 1: 13–35
- McCloskey, D, Ziliak, S, 1996. *The standard error of regressions*. *JEL* 34, 1: 97–114
- Morin, Francois, 2000. *A transformation in the French model of shareholding and management*. *Economy and Society* 29, 1: 36–53
- Resnick, S., Wolff, R., 1987. *Knowledge and Class. A Marxian Critique of Political Economy*. University of Chicago Press
- Robinson, Joan, 1956. *The accumulation of capital*. London: Macmillan
- Stockhammer, Engelbert, 2000. *Financialization and the Slowdown of Accumulation*. Vienna Univ. of Economics & B. A. Working Paper on Growth and Employment in Europe, No. 14
- Tobin, James, 1997. *Comment*. In: R. Pollin (ed): *The macroeconomics of savings, finance and investment*. Ann Arbor: University of Michigan Press
- Wright, Erik, 1985. *Classes*. London: Verso

Anhang

Variable	Definition	Quelle
AKKU	Wachstumsrate des Unternehmenskapitalstocks	OECD Economic Outlook
Wachstum	Wachstumsrate des realen BIP	OECD Economic Outlook
PQ	Profitquote des Unternehmenssektors	OECD Economic Outlook
RKK	Relative Kapitalkosten (Deflator des Kapitalstocks und kurzfris- tiger Zinssatz im Verhältnis zu Löhnen)	OECD Economic Outlook
RQNF	Zins- und Dividendeneinkommen des Unternehmenssektors/Wertschöpfung desselben Sektors	OECD National Accounts, Vol. II

VORTRÄGE UND WORKSHOPS

Do, 6. September ab 18 Uhr

Macht und Politik

Dirk Hoeges: Niccolò Machiavelli
die Macht und der Schem.

Fr, 7. September ganztägig

Macht und Demokratie in Österreich

Eva Kreisky: Im Grundgesetz für Österreich.
Die Verfassung der 3. Republik

Alexander Pollak: Öffentlichkeit, Medien, Sprache -
die Diskurse der österreichischen Politik.

Sa, 8. September ganztägig

Macht und Demokratie in Europa

Dimitris Tsatsos: Europäische Verfassung
die Konstruktion des politischen Subjekts.

Barbara Thomaß: Öffentlichkeit, Medien, Sprache -
die Diskurse der europäischen Politik.

So, 9. September bis 12 Uhr

Grüne und Demokratie

Positionen grüner
Demokratiepolitik.

Fordern Sie das
Detailprogramm an!



Grüne Sommerakademie

6. - 9. Sept. 2001

Spielboden Dornbirn

Vorarlberg (A)

STREITEN *um* DEMOKRATIE

INFORMATION, KONTAKT, ANMELDUNG: Grüne Bildungswerkstatt Vorarlberg · Deuringstraße 5 · 6900 Bregenz
Telefon 0 55 74/474 88 · Fax 0 55 74/474 881 · E-Mail gbw.vorarlberg@vol.at · <http://www.vorarlberg.gruene.at>