

Hein, Eckhard; van Treeck, Till

**Research Report**

## Finanzmarktorientierung - ein Investitions- und Wachstumshemmnis?

IMK Report, No. 26

**Provided in Cooperation with:**

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* Hein, Eckhard; van Treeck, Till (2008) : Finanzmarktorientierung - ein Investitions- und Wachstumshemmnis?, IMK Report, No. 26, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20080813421>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/106036>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



Institut für Makroökonomie  
und Konjunkturforschung

# Report

Nr. 26 | Januar 2008

## Finanzmarktorientierung – ein Investitions- und Wachstumshemmnis?

Eckhard Hein und Till van Treeck

Nach der „Heuschrecken-Debatte“ über die fraglichen Aktivitäten von Hedge- und Private-Equity-Fonds haben die jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten, ausgehend von der Krise auf dem Markt für zweitklassige Immobilienkredite in den USA, das allgemeine Interesse an den Folgen von Entwicklungen im Finanzsektor erneut gesteigert. Jenseits einer kurzfristigen Krisenanalyse werden in diesem Beitrag die möglichen mittel- bis langfristigen Wachstumswirkungen der jüngeren strukturellen Veränderungen des deutschen Finanzsektors in den Blick genommen. Hierzu bietet sich ein Vergleich mit den USA an, wo schon seit Beginn der 1980er Jahre eine verstärkte Finanzmarktorientierung dominiert.

Es zeigt sich, dass die aktuelle Finanzkrise nicht zuletzt das Ergebnis grundlegender makroökonomischer Fehlentwicklungen darstellt. Diese liegen in den USA insbesondere in einer gefährlichen einseitigen Abhängigkeit der wirtschaftlichen Dynamik vom (zunehmend kreditfinanzierten) privaten Konsum und in Deutschland in einer übertriebenen Auslandsorientierung von Güterproduktion und Finanzanlagen. Angesichts dieser strukturellen Schiefelage wird es zukünftig darauf ankommen, über ein notwendiges kurzfristiges Krisenmanagement hinausgehende Strategien für eine stabilere gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu konzipieren. Diese sollte sich insbesondere durch stetige Beiträge der privaten Investitionen zum Wachstum auszeichnen.

In Deutschland hat der Finanzsektor im Verlauf der 1990er Jahre und dann insbesondere nach der Jahrtausendwende erhebliche strukturelle Veränderungen erfahren (Kasten S. 2). Erklärtes Ziel dieser Veränderungen war die Auflösung der „Deutschland AG“ und eine verstärkte Integration des deutschen in den internationalen Kapitalmarkt. Dadurch sollten die Finanzierungsmöglichkeiten für hierzulande tätige Unternehmen verbessert sowie eine effizientere Verwendung der Finanzierungsmittel für hochproduktive realwirtschaftliche Investitionen sichergestellt werden.

Gesamtwirtschaftlich hätten diese Veränderungen für sich genommen zu einer Stärkung der realen Investitionstätigkeit und zu einer Verbesserung des mittelfristigen Wachstumstrends beitragen müssen. Dies ist bisher nicht erkennbar. Nach einem kurzen Aufschwung am Ende der 1990er Jahre war Deutschland besonders schwer von dem weltweiten Einbruch 2000/01 betroffen und erholte sich – im Gegensatz zu solch unterschiedlichen Ländern wie Großbritannien,

Schweden und den USA – danach nur sehr langsam. Nach einer fünfjährigen Stagnation kam es zwar 2006 zu einem Aufschwung. Dieser ist nun aber, u.a. durch die Finanzmarkturbulenzen in den USA, erneut bedroht (IMK 2007).

Es stellen sich daher folgende Fragen: Handelt es sich bei den bisher ausgebliebenen Investitions- und Wachstumswirkungen der Veränderungen des Finanzsektors in Deutschland nur um ein temporäres Problem, das durch eine dysfunktionale und restriktive makroökonomische Politik dominiert wurde (Hein/Menz/Truger 2006)? Werden sich mittel- bis langfristig die positiven Wirkungen der Veränderungen des Finanzsektors durchsetzen? Oder sind diese Wirkungen auch in der mittleren bis langen Frist nicht zu erwarten? In der akademischen Literatur stehen sich im Hinblick auf die Wachstumswirkungen einer verstärkten Finanzmarktorientierung im Wesentlichen zwei Positionen gegenüber:

## **Auswahl wichtiger Gesetzesreformen für das Finanzsystem in Deutschland**

### **Finanzmarktförderungsgesetze (1990, 1994, 1998, 2002)**

- Abschaffung der Börsenumsatzsteuer, seit 1991 in Kraft
- sukzessive Erweiterung der Anagemöglichkeiten von Kapitalanlagegesellschaften, v.a. im Bereich der Derivate

### **Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (1998)**

- Legalisierung von Aktienrückkäufen (bis zu 10 % des Stammkapitals nach Generalermächtigung der Hauptversammlung für 18 Monate)

### **Steuerreform (2000)**

- Senkung der Körperschaftsteuer auf 25 % statt bisher 40 % (für einbehaltene Gewinne) bzw. 30 % (für ausgeschüttete Gewinne), seit 2001 in Kraft
- Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen (vollständig bei Kapitalgesellschaften, bei Privatpersonen und Personengesellschaften durch Freibetrag bzw. Halbeinkünfteverfahren nach Spekulationsfrist), seit 2002 in Kraft

### **Investmentmodernisierungsgesetz (2003, seit 2004 in Kraft)**

- Absenkung des vorgeschriebenen Anfangskapitals für Investmentfonds
- Zulassung von Hedge-Fonds
- „(Nach dem) Investmentmodernisierungsgesetz [...] können Investmentfonds einen Hebel von bis zu zwei einsetzen. Außerdem wurde es ihnen ermöglicht, uneingeschränkt derivative Instrumente zu nutzen. Durch diese Änderung verschwimmen die Grenzen zwischen Investmentfonds und Hedgefonds, so dass Investmentfonds nun nahezu die gleichen Risiken eingehen können.“ (SVR 2007, Ziffer 187)

### **Unternehmensteuerreform (2007)**

- Senkung der Körperschaftsteuer auf 15 %, ab 2008 in Kraft
- Abgeltungsteuer (25 %) bzw. Teileinkünfteverfahren ersetzt Halbeinkünfteverfahren bei Veräußerungsgewinnen von Privatpersonen und Personengesellschaften, ab 2009 in Kraft

### **Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen („REIT-Gesetz“) (2007)**

- Befreiung von Körperschaft- und Gewerbesteuer für REITs (Real Estate Investment Trusts)

### **Investmentänderungsgesetz (2007)**

- Aufhebung/Vereinfachung von Informationspflichten, Erweiterung der Anagemöglichkeiten von Kapitalanlagegesellschaften
- weitere Reduzierung des vorgeschriebenen Anfangskapitals für Investmentfonds (von 730 000 Euro auf 300 000 Euro)

### **Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen („Private-Equity-Gesetz“) (im Gesetzgebungsverfahren)**

- steuerliche Förderung von Wagniskapitalgesellschaften bei der Beteiligung an Unternehmen (unterhalb einer bestimmten Größe (bis zu 20 Mio. Euro Eigenkapital) bzw. eines bestimmten Alters (weniger als 10 Jahre), Regierungsentwurf)

### **Risikobegrenzungsgesetz (im Gesetzgebungsverfahren)**

- erhöhte Transparenz bei Kapitalbeteiligungen durch Finanzinvestoren (erweiterte Melde- und Offenlegungspflichten)

Quellen: Bundesministerium für Finanzen, Bundesgesetzblatt, IHK Köln.

Nach einer ersten Sichtweise, die sich theoretisch aus einer Integration von Erkenntnissen der neuen Wachstumstheorie und der Informationsökonomie ergibt, wirkt sich der Entwicklungsgrad des Finanzsystems und insbesondere der Finanzmärkte tendenziell positiv auf die Spar- und Investitionstätigkeit und damit auf Wirtschaftswachstum und Beschäftigung aus (Hein 2005, Levine 2005). Hierbei bestimmt, wie in der neoklassischen Wachstumstheorie üblich, die Höhe der (Vollbeschäftigungs-)Ersparnis die Investitionen. Hoch-

entwickelte Finanzmärkte sollen durch attraktive Anagemöglichkeiten zum einen die private Ersparnis und damit das Kapitalangebot für reale Investitionen vergrößern. Zum zweiten sollen die Finanzmärkte die Effizienz der Ersparnisverwendung durch produktive Investitionen verbessern. Insbesondere eine ausgeprägte Shareholder-Value-Orientierung führt demnach dazu, dass das Unternehmensmanagement dauerhaft zu einer effizienteren Verwendung von Finanzierungsmitteln diszipliniert wird (Kasten S. 4).

In einer zweiten, alternativen Sichtweise wird potenziellen makroökonomischen Risiken der Finanzmarktorientierung größere Beachtung geschenkt. Hierbei stehen die unternehmerischen Investitionen als wichtiger Teil der effektiven Nachfrage und Grundlage für das Wachstum der Produktionskapazitäten im Mittelpunkt. Eine ausgeprägte Shareholder-Value-Orientierung kann sich demnach negativ auf die Investitionsneigung von Unternehmen und damit auf Wachstum und Beschäftigung auswirken (Lazonick/O'Sullivan 2000). Zum einen geht Shareholder-Value-Orientierung häufig mit einer verstärkten Gewinnausschüttung an die Aktionäre einher (Dividenden, Aktienrückkäufe). Dies wirkt ceteris paribus investitionshemmend, da angesichts unvollständiger Finanzmärkte eine starke positive Korrelation zwischen internen Finanzierungsmitteln und Investitionsausgaben der Unternehmen feststellbar ist.<sup>1</sup> Überdies führen Informationsbeschaffungskosten dazu, dass Aktionäre sich bei ihren Anlageentscheidungen i.d.R. an kurzfristigen Unternehmensergebnissen orientieren, so dass Manager in hohem Maße längerfristig wertsteigernde Investitionen unterlassen, wenn sich hierdurch z.B. das „Ergebnis pro Aktie“ kurzzeitig verschlechterte (z.B. Graham/Harvey/Rajgopal 2005). Diese Sichtweise setzt sich zunehmend auch unter frühen Befürwortern der Shareholder-Value-Orientierung durch (Kasten S. 4).

Hier soll nun ein Vergleich mit den USA, wo schon seit Beginn der 1980er Jahre eine verstärkte Finanzmarktorientierung dominiert, Aufschluss über die möglichen mittel- bis langfristigen Wachstumswirkungen der jüngeren Reformen des Finanzsektors in Deutschland geben.<sup>2</sup> Im folgenden Abschnitt werden wir den Zusammenhang von Finanzierung und Investitionen in den USA und in Deutschland genauer analysieren. Danach beschäftigen wir uns mit den gesamtwirtschaftlichen Risiken einer seit den 1980er Jahren in beiden Ländern in der Tendenz vorherrschenden Konstellation der „Gewinne ohne Investitionen“ und diskutieren wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen.

<sup>1</sup> Vgl. zum Zusammenhang von internen Finanzierungsmitteln und Investitionen z.B. Corbett/Jenkinson (1997), Hubbard (1998), Akerlof (2007).

<sup>2</sup> Dieser Report greift auf wesentliche Ergebnisse aus der IMK-Studie 5/2007 zurück (van Treeck/Hein/Dünhaupt 2007). Dort findet sich auch eine detaillierte Aufbereitung der hier aus Platzgründen nur angedeuteten empirischen Entwicklungen.

## Investitionen und Finanzierung in den USA und in Deutschland seit 1960

### Gewinne ohne Investitionen

Stellt man die gesamtwirtschaftliche Investitionsdynamik seit 1960 der Gewinnentwicklung gegenüber (Abbildung 1), so lassen sich sowohl für die USA als auch für Deutschland zwei Perioden unterscheiden:

1. Im Zeitraum zwischen den frühen 1960er Jahren und den frühen 1980er Jahren haben sich Investitionen und Gewinne in beiden Ländern weitgehend parallel entwickelt und sind relativ kontinuierlich gewachsen. Gleichzeitig war die Aktienkursdynamik in beiden Ländern über den gesamten Zeitraum schwach.

2. Seit den frühen 1980er Jahren hat sich der Wert der Aktienindizes in beiden Ländern mehr als verzehnfacht, während sich das Investitionswachstum über weite Strecken verlangsamt hat und v.a. deutlich hinter dem Anstieg der Unternehmensgewinne zurückgeblieben ist. In den USA wurde diese Auseinanderentwicklung jedoch durch den „New Economy“-Boom Ende der 1990er Jahre unterbrochen, in Deutschland durch den Vereinigungs-Boom Anfang der 1990er Jahre.

Auf Grundlage dieser groben Periodisierung scheint also wenig dafür zu sprechen, dass die Finanzmarktliberalisierung in den USA seit Anfang der 1980er Jahre die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit dort dauerhaft positiv beeinflusst hätte. Auch in Deutschland scheint sich die Schere zwischen Investitionen und Gewinnen seit dem verstärkten Einsetzen der Finanzmarktreformen in den 1990er Jahren eher noch weiter auseinanderentwickelt zu haben.

### Gewinnverwendung und Investitionsfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

Im Folgenden betrachten wir einerseits die Gewinnverwendung und andererseits die Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den USA und in Deutschland.<sup>3</sup> Wie oben erörtert, ist zu erwarten, dass ein Wandel der Managementpräferenzen durch Shareholder-Value-Orientierung sich in einer erhöhten Gewinnausschüttung und einem reduzierten Beitrag von Aktienneuemissionen an der Investitionsfinanzierung widerspiegelt („downsize and distribute“ anstelle von

<sup>3</sup> Die Investitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften machen in den USA etwa 70 % der privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) und in Deutschland etwa 60 % der privaten Investitionen aus.

## „Shareholder-Value-Orientierung“: Von den Kosten der Managerherr- schaft zu den Kosten der Kurzfristo- rientierung

Zu Beginn der 1970er Jahre wurde das Konzept der Shareholder-Value-Orientierung als Patentlösung des Principal-Agent-Konflikts zwischen den Aktionären und dem Management von Kapitalgesellschaften gefeiert. So bezeichnete die OECD Shareholder-Value-Orientierung als eine Antwort auf einen „Mangel an Kontrolle über das Management“, der in früheren Jahrzehnten häufig zum „Anstreben von Marktanteilen und Unternehmenswachstum zu Lasten der Unternehmensprofitabilität“ geführt hatte (OECD 1998, S. 17, unsere Übersetzung).

Theoretisch geht das Shareholder-Value-Konzept auf die Arbeiten der Neuen Institutionenökonomik zurück. Da in größeren Unternehmen die Unternehmensleitung (Management) allenfalls einen kleinen Teil des Unternehmensbesitzes (Aktien) hält, hat sie nur bedingt ein Interesse an einer hohen Rendite auf das eingesetzte Kapital. Vielmehr ist das Management auch an großen Marktanteilen (zur Sicherung der Existenz des Unternehmens sowie zum Erlangen von Macht und Ansehen) sowie an einem angenehmen Arbeitsumfeld (teure Dienstwagen und -reisen, viel Freizeit, etc.) interessiert. Hieraus ergeben sich aber Ineffizienzen, die nicht nur zu Lasten der Aktionäre gehen, sondern auch das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial beeinträchtigen können (Jensen/Meckling 1976). Frühe Vertreter der Neuen Institutionenökonomik haben daher gefolgert, dass eine Koppelung der Managementvergütung an die Aktienkursentwicklung eines Unternehmens die Managementinteressen in Einklang mit den Aktionärsinteressen bringen und somit auch gesamtwirtschaftliche Effizienzgewinne erzeugen sollte. Ein freier „Markt für Manager“ sollte zudem diejenigen Manager belohnen, die sich in besonderer Weise dem Shareholder-Value-Prinzip verschreiben (Fama 1980). Zugleich sollte das Management durch die Liberalisierung des Marktes für feindliche Unternehmensübernahmen zu einer möglichst effizienten Verwendung des Unternehmenskapitals diszipliniert werden (Manne 1965). Eine gute Unternehmensführung sollte sich demnach in einem hohen Aktienkurs widerspiegeln, der zugleich als Indikator für die erwartete Rentabilität der realen Investitionen eines Unternehmens verstanden wird. Endgültig popularisiert wurde das Shareholder-Value-Konzept in den 1980er Jahren

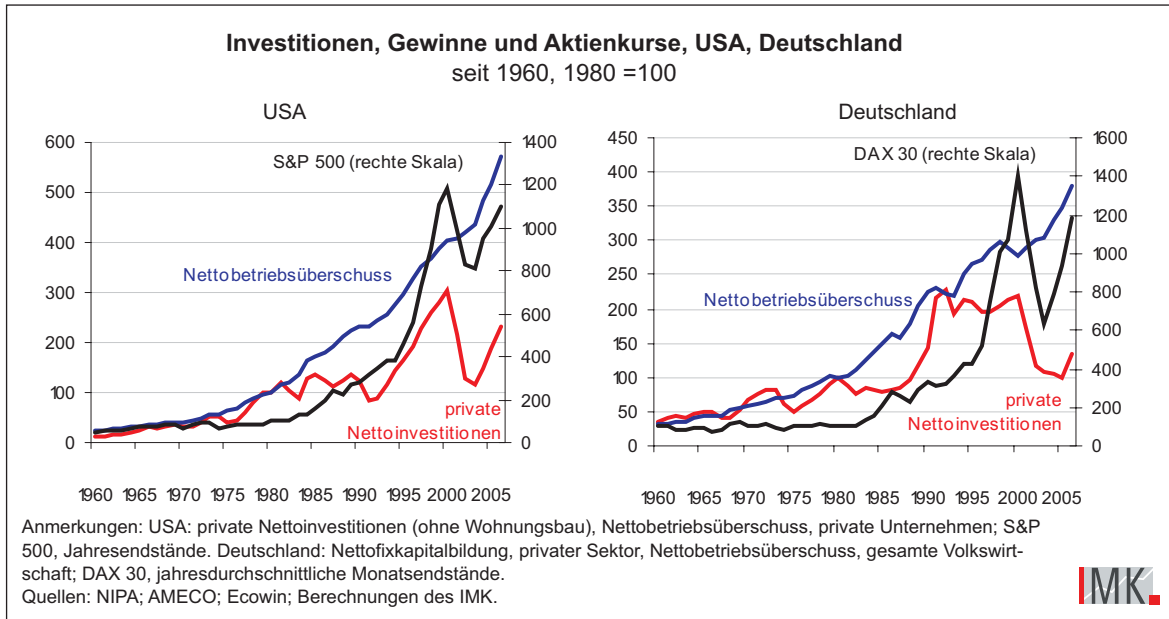
insbesondere durch die Arbeiten von Alfred Rappaport (1986).

Spätestens seit der Zunahme von Bilanzfälschungsskandalen und der Investitionsschwäche vieler Unternehmen seit dem Ende des „New Economy“-Booms hat jedoch eine weitgehende Ernüchterung hinsichtlich der Praxis von Shareholder-Value-Orientierung in die akademische Diskussion Einzug genommen, die allerdings in der politischen Debatte v.a. in Deutschland bisher kaum Widerhall findet.

So haben zuletzt etwa Michael Jensen und Alfred Rappaport vehement auf die Principal-Agent-Kosten überbewerteter Aktienkurse hingewiesen. Durch die Koppelung ihrer Einkünfte an Finanzmarktkennzahlen haben Manager u.a. ein Interesse an umfangreichen Aktienrückkäufen, die das Ergebnis pro Aktie (kurzfristig) in die Höhe treiben, längerfristig aber durch das Unterlassen von Realinvestitionen die Produktionsmöglichkeiten und den technologischen Fortschritt des Unternehmens belasten (Rappaport 2005, S. 70). Im Extremfall kann die Disziplinierung durch Shareholder-Value-Orientierung sogar dazu führen, dass Bilanzen gefälscht werden (Jensen (2005) führt hierzu die Beispiele WorldCom, Enron, Nortel und eToys an). Rappaport (2005) sieht die weite Verbreitung einer „obsessiven Kurzfristorientierung“ des Unternehmensmanagements auch darin begründet, dass (institutionelle) Kapitalanleger ihre Auswahl von Aktien angesichts von Informationsasymmetrien an kurzfristigen Gewinnzahlen ausrichten, und nicht am diskontierten Cash Flow, d.h. dem langfristigen Kapitalwert des Unternehmens, wie es die „Theorie effizienter Kapitalmärkte“ voraussetzt. Die Obsession gegenüber kurzfristigen Gewinnzahlen komme einer „größtmöglichen Behinderung von guter Unternehmensführung und langfristiger Wertschöpfung“ gleich (Rappaport 2005, S. 77, unsere Übersetzung).

Diese neueren Einschätzungen von frühen Befürwortern des Shareholder-Value-Prinzips sind in einer Reihe von Arbeiten auch empirisch bestätigt worden (z.B. Graham/Harvey/Rajgopal 2005; Cheng/Subramanyam/Zhang 2005). Sie lassen sich auch als Teilerklärung für die aktuelle Finanzmarktkrise heranziehen. So können die zunehmende Konkurrenz um private Ersparnis im Zuge eines permanenten „Rendite-Benchmarking“ sowie erfolgsabhängige Bonuszahlungen für die Manager von Unternehmen und Finanzdienstleistern mit einem starken Anreiz verbunden sein, besonders riskante Anlageprodukte zu suchen.

Abbildung 1



„retain and invest“ (Lazonick/O’Sullivan 2000)).<sup>4</sup> Aufgrund von Informationsasymmetrien kann es dabei zu Kurzfristorientierung und Liquiditätsbeschränkungen kommen, die die Investitionstätigkeit der Unternehmen unter ein (in längerfristiger Perspektive auch für die Aktionäre) wünschenswertes Niveau herabsetzen (Kasten S. 4). Nur unter bestimmten Voraussetzungen, wie etwa während des „New Economy“-Booms in den USA, scheinen diese Effekte dadurch überkompensiert werden zu können, dass eine positive Aktienkursentwicklung zusammen mit euphorischen Erwartungen etwa hinsichtlich eines neuen Technologiezeitalters mit entsprechend positiven Renditeerwartungen für Investitionen in neue Technologien einhergeht.

### USA – abnehmende Finanzierung durch Aktien

In den USA stieg der Anteil der Nettodividendenzahlungen am Nettobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seit Beginn der 1980er Jahre bis 2004 in der Tendenz deutlich an und erreichte am Ende einen Wert von über 50 % (Abbildung 2). Dem steht eine seit den 1960er Jahren abnehmende Steuerbelastung und eine seit Beginn der 1980er Jahre in der Tendenz rückläufige Zinsbelastung gegenüber. Dabei ist das Verhältnis von empfangenen zu geleisteten Zinsen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seit Mitte der 1970er Jahre durchweg gestiegen (Abbildung 3), was auch auf ein –

<sup>4</sup> Die Kausalität kann jedoch wechselseitig sein, und steigende Gewinnausschüttungen können auch Ergebnis fehlender realer Investitionsmöglichkeiten sein (EZB 2007).

im Vergleich zur realen Investitionstätigkeit – zunehmend lukratives Betätigungsfeld in der Kreditvergabe hindeutet.

Bei der Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dominieren die internen Finanzierungsmittel (Abbildung 4). Das viel beachtete Ergebnis von Corbett/Jenkinson (1997), nach dem gerade in Ländern mit so genannten „markt-basierten“ Finanzsystemen (USA, Großbritannien) der Aktienmarkt entgegen populären Vermutungen einen sehr geringen bzw. seit einiger Zeit sogar zunehmend negativen Beitrag zur Investitionsfinanzierung der Unternehmen leistet, wird damit bestätigt und aktualisiert. Hierin kommt u.a. eine besonders von institutionellen

Abbildung 2

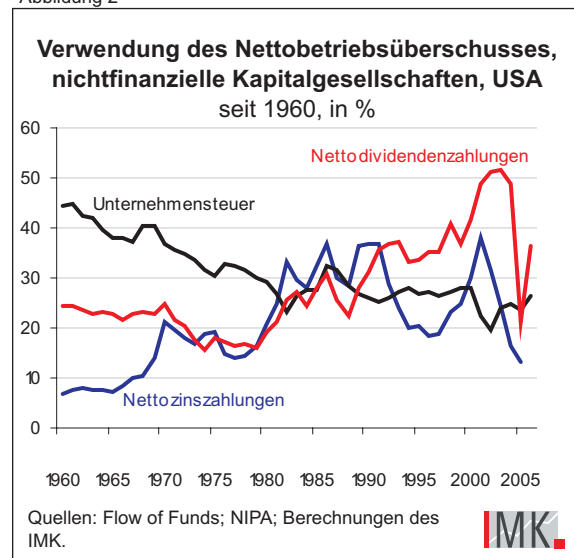
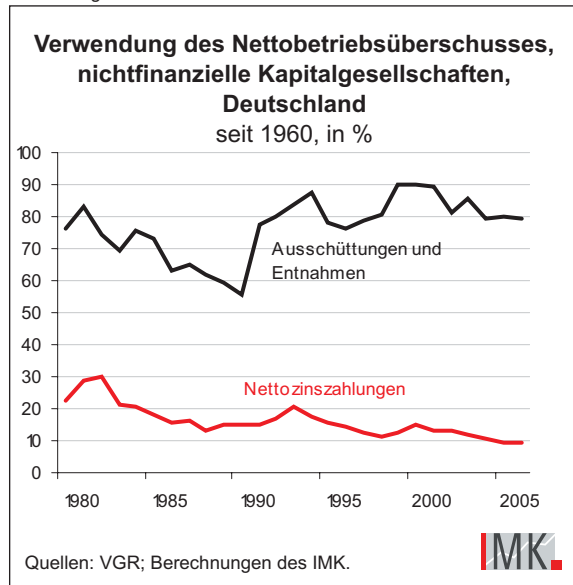




Abbildung 3



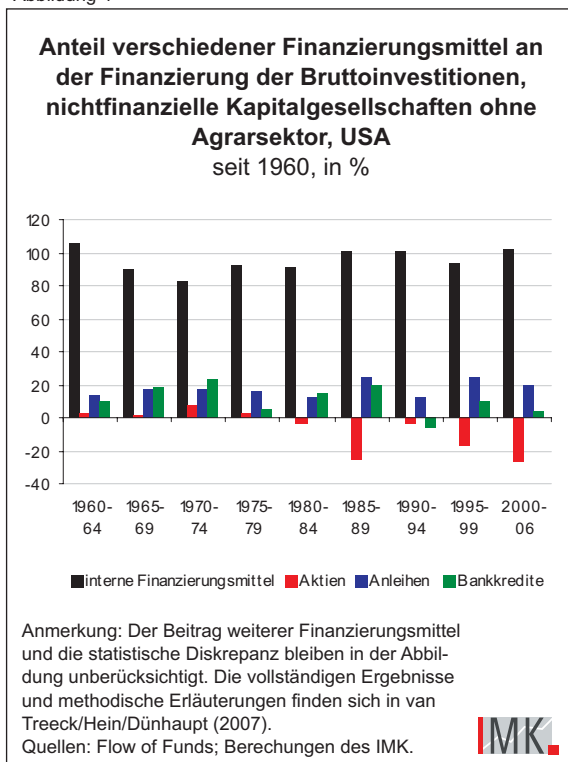
Abbildung 5



Anlegern mitverantwortete wachsende Bedeutung von Aktienrückkäufen zum Ausdruck (z.B. Patgiri et al. 2005). Aktienrückkäufe erhöhen zwar ebenso wie Dividendenausschüttungen ceteris paribus die kurzfristige Aktienrendite eines Unternehmens, sie vermindern aber zugleich die zur Finanzierung der realen Investitionen zur Verfügung stehenden Mittel. Eine weitere Nebenwirkung des negativen Finanzierungs-

beitrags von Aktien besteht in der zunehmenden Verschuldung der Unternehmen, die ihre Aktien(rück)käufe teilweise durch Kredite finanzieren. Hierin liegt eine Quelle von finanzieller Fragilität, da plötzliche Umsatzrückgänge für die Unternehmen mit Liquiditäts- und Insolvenzkrisen verbunden sein können.

Abbildung 4



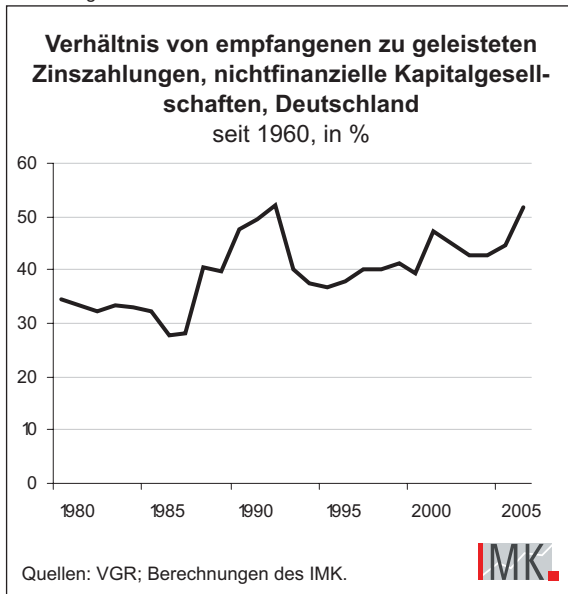
#### Deutschland – Aktienfinanzierung unbedeutend

Anders als in den USA lässt sich in Deutschland für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften – auch im Verlauf der letzten Jahre – kein Anstieg des Anteils der Gewinnausschüttungen (und Entnahmen) am Betriebsüberschuss feststellen (Abbildung 5). Hierüber scheint also – zumindest bei aggregierter Betrachtung – bisher kein negativer Einfluss von Shareholder-Value-Orientierung auf die reale Investitionstätigkeit erkennbar. Der Anteil der Nettozinszahlungen weist, anders als in den USA, bereits seit Anfang der 1980er Jahre einen sinkenden Trend auf. Es lässt sich allerdings, ähnlich wie in den USA, über den Zeitraum 1980-2006 ein Anstieg des Verhältnisses von empfangenen zu geleisteten Zinsen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und damit eine verstärkte finanzielle Aktivität dieses Sektors feststellen (Abbildung 6).

Für die Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften spielen auch im als „bankenbasiert“ geltenden Finanzsystem Deutschlands die internen Finanzierungsmittel eine herausragende Rolle (Abbildung 7).<sup>5</sup> Erst dann folgen mit großem Abstand Bankkredite, die jedoch einen größeren Beitrag leisten als in den USA. In den letzten Jah-

<sup>5</sup> Vgl. hierzu auch Corbett/Jenkinson (1997).

Abbildung 6



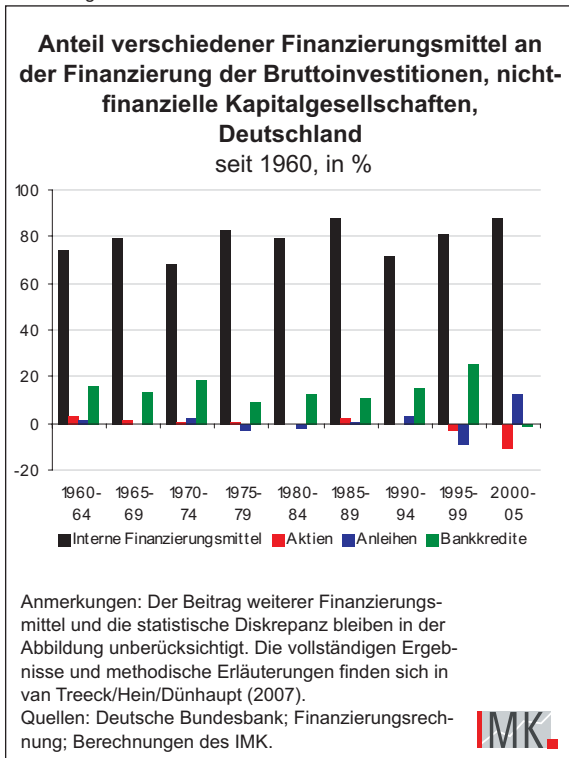
ren haben handelbare Unternehmensanleihen relativ an Bedeutung gewonnen. Der Nettofinanzierungsbeitrag des Aktienmarktes war in Deutschland traditionell unbedeutend. Ab Ende der 1990er Jahre wurde er jedoch erstmals über einen längeren Zeitraum negativ, u.a. weil viele Unternehmen von der gesetzlichen Neuregelung Gebrauch machten, eigene Aktien zurückkaufen zu dürfen (EZB 2007). Gleichzeitig ist die Innenfinanzierungsquote der Bruttoinvestitionen auf fast 90 % gestiegen, während die Unternehmen Kredite getilgt bzw. an andere Sektoren vergeben haben. Diese noch jungen Entwicklungen lassen zumindest Zweifel daran entstehen, dass die Liberalisierung des Finanzsystems in Deutschland zukünftig einen positiven Volumeneffekt für die Investitionstätigkeit mit sich bringen wird.

## Hohe Gewinne bei geringen Investitionen – ein gesamtwirtschaftliches Risiko

### Zur Makroökonomie der Entkoppelung von Gewinnen und Investitionen

Die zeitweise „Entkoppelung“ von realer Investitionstätigkeit und Unternehmensgewinnen stellt aus makroökonomischer Perspektive ein erklärungsbedürftiges Phänomen dar. Aus Sicht eines einzelnen Unternehmens mag zwar, wie oben angedeutet, bisweilen ein Zielkonflikt zwischen Gewinnen und Investitionen bestehen, wobei eine stärkere Shareholder-Value-Orientierung zu einer höheren Gewichtung des Renditeziels führen dürfte. Auf makroökonomischer

Abbildung 7



Ebene gilt dieser Zusammenhang jedoch so nicht, da hier die Investitionsausgaben nicht nur Kosten für die Unternehmen sondern auch einen wichtigen Teil der Güternachfrage darstellen. Es gilt dabei folgende Bestimmungsgleichung für die gesamtwirtschaftlichen Nettogewinne:<sup>6</sup>

$$(1) \text{ Nettogewinne} = \text{Nettoinvestitionen} \\ + \text{Konsum aus Gewinneinkommen} \\ - \text{Ersparnis aus Arbeitseinkommen} \\ + \text{staatliches Budgetdefizit} \\ + \text{Außenbeitrag zum Bruttonationaleinkommen.}$$

Auf makroökonomischer Ebene besteht also, ceteris paribus, ein positiver Zusammenhang zwischen Investitionen und Gewinnen. Eine Auseinanderentwicklung beider Größen kann nur durch eine Kompensation durch das Haushaltsdefizit des Staates, den Außenbeitrag und/oder den privaten Konsum erfolgen.

<sup>6</sup> Diese ergibt sich aus der Verwendungsrechnung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und der Verteilungsrechnung des Bruttonationaleinkommens (BNE). Das BIP ist definiert als Summe aus Bruttoinvestitionen, Konsum aus Lohneinkommen, Konsum aus Gewinneinkommen, Staatsausgaben und dem Saldo aus Exporten und Importen. Unter Hinzufügung des Saldos der gezahlten und empfangenen Faktoreinkommen an bzw. aus dem Ausland ergibt sich das BNE. Dieses ist im Rahmen der Verteilungsrechnung definiert als Summe aus Nettolöhnen zzgl. Lohnsteuern, Nettogewinnen zzgl. Gewinnsteuern, Abschreibungen sowie dem Saldo aus indirekten Steuern und Subventionen. Aus diesen Zusammenhängen folgt dann unmittelbar Gleichung (1).



Schließlich lässt sich aus Gleichung (1) eine weitere makroökonomische Restriktion gewinnen, die für die folgenden Betrachtungen wichtig sein wird:

(2) Privater Finanzierungssaldo + Staatlicher Finanzierungssaldo + Finanzierungssaldo des Auslands = 0.

Der private Finanzierungssaldo ergibt sich hierbei als Differenz zwischen der Ersparnis aus Gewinnen und Löhnen und den Nettoinvestitionen, der Finanzierungssaldo des Staates als Differenz zwischen Steuereinnahmen und Staatsausgaben und der Finanzierungssaldo des Auslands als Differenz zwischen den Importen des Inlandes und seinen Exporten ins Ausland zuzüglich des Saldos der Faktoreinkommensströme zwischen In- und Ausland. Ein Finanzierungsdefizit des privaten Sektors, etwa auf Grund einer sehr niedrigen Sparneigung der privaten Haushalte, lässt sich demnach bei ausgeglichenem oder ebenfalls negativem staatlichen Finanzierungssaldo nur durch Kapitalimporte aus dem Ausland realisieren. Bildet der private Sektor hingegen vermehrt Überschüsse, indem z.B. seine Investitionen gegenüber der Ersparnis zurückgehen, so müssen die Defizite des Staates und/oder des Auslandes entsprechend ansteigen.

### USA: Vom Konsum getragene Dynamik am Ende?

Der abnehmenden Investitionsdynamik in den USA stand seit Mitte der 1980er Jahre eine im Trend deutlich rückläufige Sparquote der privaten Haushalte gegenüber (von 10-11 % Anfang der 1980er Jahre auf -1 % 2006). Wie Tabelle 1 zeigt, ist diese Entwicklung in den 1990er Jahren offenbar auf eine erheblich gestiegene Konsumneigung der reichsten Haushalte zurückzuführen, die von der Einkommensumverteilung und dem Anstieg von Dividenden, Aktienrückkäufen

und Vermögenspreisen besonders profitiert haben (Maki/Palumbo 2001). Der drastische Anstieg des (z.T. vermögensbasierten) Konsums während der 1990er Jahre war nicht zuletzt ein wichtiger nachfrageseitiger Impuls für den Investitionsboom der „New Economy“, der zusammen mit euphorischen Renditeerwartungen im Bereich der Informationstechnologien dem negativen finanzierungsseitigen Effekt der Shareholder-Value-Orientierung entgegengewirkt hat. In den Jahren nach dem „New Economy“-Boom (2000-2006) trug der private Konsum durchschnittlich sogar etwa 85 % zum jährlichen realen BIP-Wachstum bei, während die Investitionstätigkeit der Unternehmen kaum mehr einen Wachstumsbeitrag leistete. Insgesamt ist der sich seit den frühen 1980er Jahren im Trend verschlechternde private Finanzierungssaldo (Abbildung 8) somit überwiegend auf den Rückgang der privaten Spartätigkeit zurückzuführen (Godley et al. 2007).

Steigende Finanz- und Immobilienvermögen, welche überwiegend auf Bewertungseffekte zurückgehen, ermöglichen die Besicherung von Konsumentenkrediten und Hypotheken, so dass hierüber ein positiver Vermögenseffekt auf den Konsum wirken kann. Ökonometrische Untersuchungen beziffern die marginale Konsumneigung aus Vermögen für die USA auf ca. 4-7 % (Boone/Giorno/Richardson 1998, Maki/Palumbo 2001, Dreger/Slacalek 2007). Allerdings ist durch die zunehmende private Verschuldung die Gefahr gewachsen, dass eine Vermögenspreisdeflation zu erheblichen Liquiditäts- und Solvenzproblemen im privaten Haushaltssektor und bei den Finanzdienstleistern führt. Dies gilt, wie sich in der Krise auf dem Markt für zweitklassige Immobilienkredite nun bestätigte, umso mehr für den Immobilienpreisboom der letzten Jahre, als dieser – anders als der Aktienboom der „New Economy“ – in besonderem Maße von einkommensschwachen Haushalten zur Ausweitung von kreditfinanziertem Konsum genutzt wurde (Joint Center for Housing Studies 2006). Die nunmehr seit geraumer Zeit negative Sparquote der privaten Haushalte dürfte jedoch selbst bei einem weiteren Anstieg der Vermögenspreise kaum dauerhaft aufrechtzuerhalten sein (Parenteau 2006).

Neben dem privaten Konsum wurden die gesamtwirtschaftliche Nach-

Tabelle 1

<b>Nettovermögen und Sparquote der privaten Haushalte nach Einkommensquintilen, USA</b>				
1992-2000				
Einkommensgruppe	Nettovermögen, in % des verfügbaren Einkommens		Sparquote, in %	
	1992	2000	1992	2000
Insgesamt	468,6	612,7	5,9	1,3
reichstes Quintil	639,5	869,2	8,5	-2,1
4. Quintil	332,2	417,1	4,7	2,6
3. Quintil	326,7	364,9	2,7	2,9
2. Quintil	328,2	414,5	4,2	7,4
ärmstes Quintil	411,3	512,3	3,8	7,1

Quellen: Maki/Palumbo (2001, S.25).




Abbildung 8

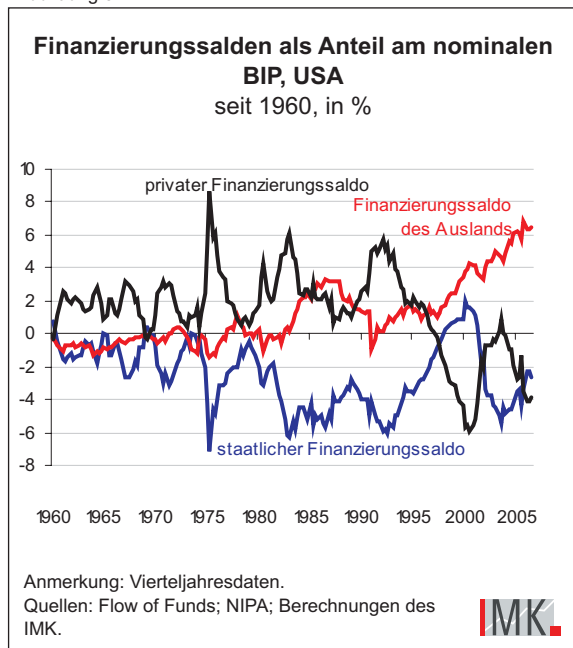
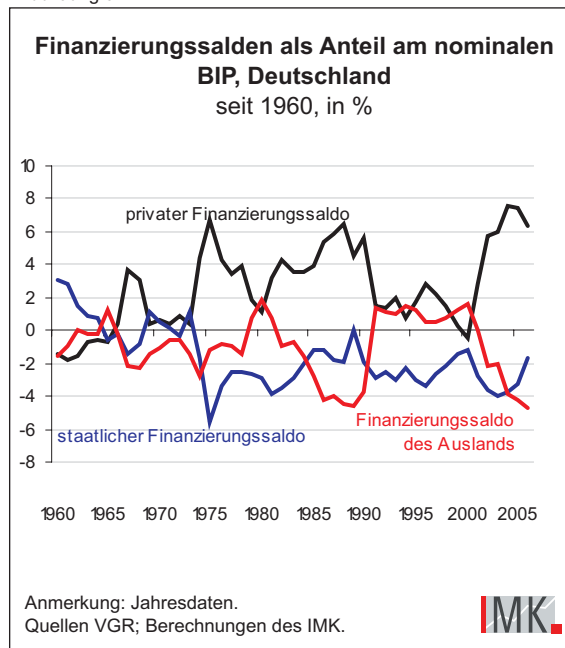


Abbildung 9



frage und damit die Gewinne phasenweise durch hohe staatliche Budgetdefizite von bis zu 6 % des BIP gestützt (Abbildung 8). Während des „New Economy“-Booms Ende der 1990er Jahre konnten zwar kurzzeitig Überschüsse erreicht werden, nach dem Einbruch im Jahr 2000 wurde die gesamtwirtschaftliche Entwicklung aber erneut aktiv durch massive Budgetdefizite stabilisiert – anders als z.B. in Deutschland (Hein/Truger 2007).

Vom US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizit, das sich in den letzten Jahren auf über 6 % des BIP belief, gehen dämpfende Wirkungen auf Einkommen und Gewinne aus. Die massiven Kapitalimporte haben jedoch zugleich den „New Economy“-Boom und den

auch danach anhaltenden privaten Konsumboom bei gleichzeitigem staatlichen Budgetdefizit finanzierungsseitig erst ermöglicht. Das US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit ist jedoch auf Dauer nur schwer aufrecht zu erhalten (Godley et al. 2007), v.a. wegen der überwiegend konsumtiven Verwendung der damit verbundenen Kapitalimporte. Dies könnte zulasten zukünftiger Wachstumsmöglichkeiten gehen, und damit zulasten des Vertrauens in die Fähigkeit, die mit den Kapitalimporten verbundenen Zahlungsverpflichtungen auch zu bedienen.

### Deutschland: Dysfunktionaler Merkantilismus

Anders als in den USA ist die, gemessen an den Gewinnen, schwache Investitionsdynamik in Deutschland nicht durch den privaten Konsum kompensiert worden. Nachdem die Sparquote der privaten Haushalte seit Mitte der 1960er Jahre lange Zeit auf einem Niveau von ca. 12-14 % verharrte, fiel sie zwar Ende der 1990er Jahre kurzzeitig auf unter 10 %, stieg aber seit 2000 wieder an. Insbesondere die Sparquote der einkommensstärksten und vermögenden Haushalte weist ein deutlich höheres Niveau auf als in den USA und lässt – trotz Anstiegs der privaten Vermögen – auch keine Tendenz nach unten erkennen. In den unteren Einkommensgruppen ist die Ersparnisbildung hingegen auch in Deutschland negativ (Tabelle 2).

Ökonometrische Untersuchungen kommen für Deutschland zu weniger signifikanten und deutlich niedrigeren Werten für die Konsumneigung aus Aktien-

Tabelle 2

**Sparquote der privaten Haushalte nach Einkommensquintilen, Deutschland**  
2003

Einkommensgruppe	Sparquote in %
Insgesamt	11,6
reichstes Quintil	19,0
4. Quintil	11,0
3. Quintil	6,0
2. Quintil	1,9
ärmstes Quintil	-4,6

Quellen: Klär/Slacalek (2006) auf Grundlage der EVS 2003.

und Immobilienvermögen als für die USA (Boone/Giorno/Richardson 1998, Dreger/Slacalek 2007). Zudem haben sich hierzulande – ganz anders als in den USA und in anderen Industrieländern – die Immobilienpreise überaus schwach entwickelt. Die Entwicklung der Sparquote wird daher durch die Umverteilung zulasten der Arbeitseinkommen und durch die mit der Politik der „strukturellen Reformen“ (Agenda 2010, insbesondere Hartz-Gesetze, Erhöhung des Renteneintrittsalters) verbundene Verunsicherung der privaten Haushalte dominiert (Klär/Slacalek 2006).

Die schwache Entwicklung der Binnennachfrage und die hohen Finanzierungsüberschüsse des privaten Sektors, insbesondere seit 2000/01, schlugen sich in hohen staatlichen Defiziten sowie in noch stärkerem Umfang in Leistungsbilanzüberschüssen und damit in Kapitalexporten an das Ausland nieder (Abbildung 9). Die negativen Finanzierungssalden des Staates waren im Falle Deutschlands dabei nicht Ausdruck einer aktiv stabilisierenden Nachfragepolitik, sondern ergaben sich makroökonomisch aus den Versuchen einer Haushaltskonsolidierung durch Ausgabenbeschränkungen in einer ökonomischen Schwächephase (Hein/Truger 2007).

Hohe Leistungsbilanzüberschüsse und der damit verbundene Kapitalexport der vergangenen Jahre implizieren, dass von Deutschland aus vermehrt Finanzinvestitionen im Ausland getätigt wurden. Vor diesem Hintergrund kann auch die massive Beteiligung deutscher Banken an der Finanzierung US-amerikanischer Hypothekenkredite während der vergangenen Jahre verstanden werden: Während in Deutschland die Anlagemöglichkeiten angesichts der binnenwirtschaftlichen Wachstumsschwäche begrenzt waren, boten sich in Ländern mit kräftigerer Binnennachfrage und noch stärker differenzierten Finanzmärkten wie den USA eine Vielzahl scheinbar lukrativer Anlageoptionen. Hieraus folgt dann aber auch eine verstärkte Gefährdung der Finanzmarktentwicklung in Deutschland durch Finanzkrisen im Ausland.

## **Sachverständigenrat: Weitreichende Analyse, halbherzige Schlussfolgerungen**

Der Sachverständigenrat (SVR) hat sich in seinem jüngsten Jahresgutachten vom November 2007 ausführlich mit der aktuellen Finanzkrise auseinandergesetzt. Während die Analyse der Ursachen für diese „schwere systemische Krise“ (SVR 2007, Ziffer 196) sehr grundsätzlich ist und den Nutzen der Deregulierungsmaßnahmen der Vergangenheit implizit stark in

Zweifel zieht, erscheinen die hieraus gezogenen wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen allerdings teilweise halbherzig.

Zunächst stellt der SVR fest, dass der in den letzten Jahren rapide Anstieg des Verschuldungsgrads von privaten Haushalten, Unternehmen und Kapitalanlagegesellschaften ohne die Deregulierung des Kreditvergabegeschäftes nicht möglich gewesen wäre. Die Praxis der Verbriefung wird als „Alchemie“ (SVR 2007, Ziffer 151) enttarnt, indem die Illusion des Liquiditätsgewinns durch Tranchierung („Aus Landwein wird Qualitätswein“, SVR 2007, Ziffer 156) auf eine Rationalitätensfalle zurückgeführt wird:

„Jeder einzelne Marktteilnehmer kann relativ problemlos einen verbrieften Titel veräußern und dafür kurzfristige Aktiva erwerben. Sobald das alle versuchen, wird deutlich, dass die zugrunde liegenden Forderungen eine sehr lange Restlaufzeit aufweisen und objektiv wenig liquide sind.“ (SVR 2007, Ziffer 173).

In Übereinstimmung mit unserer eigenen Einschätzung (van Treeck/Hein/Dünhaupt 2007, S. 85 f.) wird überdies die Beteiligung deutscher Banken an der Spekulation auf den internationalen Finanzmärkten implizit v.a. auf die Binnennachfrageschwäche in Deutschland zurückgeführt:

„Die Strukturen im deutschen Bankensystem sind durch ein geringes Wachstum der inländischen Kreditnachfrage [...] geprägt. [...] Weder der private Sektor noch der Staat haben in den letzten Jahren in zusätzlichem Umfang Kredite von inländischen Kreditinstituten bezogen. Neben einer geringen Kreditnachfrage mag im Vorfeld von Basel II eine stärkere Risikogewichtung zu einer Zurückhaltung der Banken in der Kreditvergabe beigetragen haben. Um diese Einschränkungen zu überwinden, suchten viele deutsche Banken ihr Wachstum in ausländischen Märkten.“ (SVR 2007, Kasten 7)

Die Schlussfolgerungen, die der SVR aus den beobachteten spekulativen „Minsky-Prozessen“ (SVR 2007, Ziffer 137) zieht, sind jedoch in weiten Teilen wenig konsequent.<sup>7</sup> So wird, anstatt eine stärkere Regulierung der Kreditvergabe bei schuldenfinanziertem Konsum, Aktienrückkäufen oder Unternehmensübernahmen zu fordern, die „zu expansive Zinspolitik der

<sup>7</sup> Auch die Frankfurter Allgemeine Zeitung bemerkte unlängst (14.09.2007, S. 23): „Der Ökonom Hyman Minsky kommt in Mode“ und bezeichnete die aktuelle Krise als „magischen Minsky-Moment“. Wie Whalen (2007, S. 17 f.) feststellt, mehrten sich die Bezugnahmen auf die postkeynesianischen Arbeiten Minskys (1919-1996) regelmäßig während einer Finanzmarktkrise, bevor seine Einsichten hinsichtlich der Notwendigkeit von Regulierungsmaßnahmen zur Krisenprävention bei den ersten Anzeichen des Abklingens der Krise schnell wieder vergessen werden.

Federal Reserve (FED)“ (SVR 2007, Das Wichtigste in Kürze) als ursächlich für den hohen Verschuldungsgrad von privaten Haushalten, Unternehmen und Kapitalanlagegesellschaften ausgemacht. Obwohl anerkannt wird, dass „unterschiedliche Akteure [...] teilweise auf innovative Instrumente und Technologien zurückgegriffen haben und zudem rechtliche Spielräume in verantwortungsloser Weise ausgenutzt haben“ (SVR 2007, Ziffer 131), wird, anstatt weiterreichende gesetzliche Regulierungsmaßnahmen zu fordern, lediglich ein „massives Defizit an Transparenz“ als „das zentrale Problem der letzten Monate“ bezeichnet (SVR 2007, Das Wichtigste in Kürze).

Mögliche Strategien zu einer längerfristigen Überwindung der strukturellen Ursachen der aktuellen Krise werden hingegen kaum erörtert. Wie oben dargelegt, liegt eine grundsätzliche Fehlentwicklung in den USA in der streckenweise sehr einseitigen Abhängigkeit des Wirtschaftswachstums vom privaten Konsum. Zwar ist nicht zu bezweifeln, dass niedrige Realzinsen die Kreditexpansion im privaten Haushaltssektor ebenso begünstigt haben wie die Kreditfinanzierung von Aktien(rück)käufen und Unternehmensübernahmen durch Unternehmen und Kapitalanlagegesellschaften. Da aber in früheren Jahrzehnten ein ähnliches zinspolitisches Umfeld mit einem ausgewogenen Wirtschaftswachstum und weitgehend ausgeglichenen Finanzierungssalden aller volkswirtschaftlichen Sektoren durchaus vereinbar war, spricht vieles dafür, dass die beschriebenen Ungleichgewichte in den USA in erster Linie auf eine mangelnde Regulierung des Finanzsystems zurückzuführen sind.

Ebenso unvollständig erscheinen die Empfehlungen des Sachverständigenrats zur Überwindung des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits. Als wesentliche Ursachen des Ausbleibens einer hinreichend starken Abwertung des US-Dollar zum Abbau des Defizits werden Devisenmarktinterventionen der Notenbanken von Schwellenländern sowie der Carry Trade insbesondere gegenüber dem japanischen Yen angeführt. In der Tat verfolgen viele Schwellenländer durch Kapitalexporte und Devisenmarktinterventionen u.a. das Ziel, sich gegenüber der Gefahr von Währungsspekulationen wie in den 1990er Jahren zu wappnen (Bernanke 2005). Der SVR fordert daher zu Recht eine stärkere Rolle des Internationalen Währungsfonds (IWF) bei der Koordinierung nationaler Währungspolitik. Eine umfassende diesbezügliche Reform müsste jedoch auch die Anliegen der Schwellenländer ernst nehmen und klarere Möglichkeiten zur Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs zur Vermeidung wiederholter Währungskrisen formulieren. Freilich lässt sich an der politischen Umsetzbarkeit einer solchen

Reform zweifeln, da, wie der SVR bemerkt, dem IWF bereits heute jegliche Sanktionsmöglichkeiten gegenüber unsolidarischer Währungspolitik fehlen. Unabhängig davon erscheint es jedoch notwendig, die in den USA hausgemachten Ursachen für die Persistenz des Leistungsbilanzdefizits und die Instabilität des internationalen Finanzsystems stärker herauszustellen. Wie verschiedene Untersuchungen zeigen, geht der rasante Bedeutungsgewinn des Finanzdienstleistungssektors in den USA bereits seit geraumer Zeit mit einer besonders schwachen Entwicklung der Investitionstätigkeit im industriellen Sektor einher, was die US-amerikanische Wettbewerbsfähigkeit im Bereich der handelbaren Güter erheblich geschwächt hat (z.B. Hersh 2003, Weller/Helppie 2002, Weller 2003). So haben die globalen Marktanteile der US-amerikanischen Exportproduktion in den letzten Jahren trotz Dollar-Abwertung deutlich abgenommen. Die USA könnten daher zum Abbau der globalen Ungleichgewichte u.a. dadurch beitragen, dass die Lukrativität von realwirtschaftlichen Investitionen, insbesondere im industriellen Sektor, gegenüber Finanzanlagen gestärkt wird.

In Bezug auf Deutschland ist nicht einsichtig, wie die Vorschläge des Sachverständigenrats (u.a. Entmachtung der Bundesanalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Fragen der Bankenaufsicht zu Gunsten der Bundesbank, mehr Transparenz im Verbriefungsgeschäft) allein das strukturelle Problem der schwachen realwirtschaftlich ausgerichteten Kreditnachfrage im Inland und die damit unweigerlich verbundene „starke Auslandsorientierung des deutschen Bankensystems“ (SVR 2007, Ziffer 178) beheben sollen. Hierzu bedürfte es vielmehr einer flankierenden wirtschaftspolitischen Strategie zur Forcierung der binnenwirtschaftlichen Güter- und somit Kreditnachfrage, aus der dann auch ein relativer Rückgang des Kapitalexports zu Gunsten einer stärkeren Ausrichtung des deutschen Finanzsystems auf die längerfristige Finanzierung von Investitionen und Konsum im Inland folgte.

## **Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen**

Die aktuelle Finanzkrise ist nicht zuletzt Folge von grundlegenden makroökonomischen Fehlentwicklungen. Diese bestehen in den USA insbesondere in einer gefährlichen einseitigen Abhängigkeit der wirtschaftlichen Dynamik vom (zunehmend kreditfinanzierten) privaten Konsum, und in Deutschland in einer übertriebenen Auslandsorientierung von Güterproduktion und Finanzanlagen. Daher wird es zukünftig darauf ankommen, über ein notwendiges kurzfristiges Krisen-

management hinausgehende Strategien für eine stabile gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu entwerfen. Im Mittelpunkt dieser Überlegungen sollte insbesondere das Ziel einer dynamischen privaten Investitionstätigkeit stehen.

Einen Beitrag hierzu könnte zunächst eine stärkere Beschränkung von Aktienrückkäufen durch Unternehmen leisten. Diese sind besonders problematisch, wenn Manager einen Anreiz haben, den Wert ihrer Aktienoptionen kurzfristig nach oben zu treiben – mit dem Ergebnis einer längerfristigen Schwächung von Produktionskapazitäten und technologischer Entwicklung des Unternehmens. Daher wäre auch über Regelungen zu Mindesthaltedauern von Aktienoptionen und grundsätzlich zur Transparenz von Managementvergütungen nachzudenken. Eine Koppelung der Mitspracherechte von Aktionären in Fragen der Unternehmensführung an die Haltedauer von Aktien könnte überdies die Langfristorientierung von Unternehmen stärken.<sup>8</sup> Insgesamt erscheint es notwendig, die kurzfristige Fixierung von Management und Kapitalanlegern auf Quartalsergebnisse von Unternehmen abzuschwächen. Genau dies hat in den USA eine Gruppe von Vorstandscheffs, Aktionärsvertretern, Gewerkschaftern und Wirtschaftsprüfern in den so genannten „Aspen Principles“ gefordert (Aspen Institute 2007). Eine steuerrechtliche Flankierung dieser Bestrebungen sollte in Deutschland durch die Wiedereinführung einer – international üblichen – Börsenumsatzsteuer und einer angemessenen Steuer auf Veräußerungsgewinne von Kapitalbeteiligungen vorgenommen werden.

Im Finanzsektor erscheint allein die Herstellung von mehr Transparenz nicht ausreichend. Zwar dürften Maßnahmen wie etwa eine stärkere Bilanzierungspflicht von Risikopositionen durchaus notwendig sein. Zugleich sollten jedoch weitergehende Vorkehrungen zur Vermeidung einer übermäßigen Kreditvergabe bzw. -aufnahme z.B. zur spekulativen Finanzierung von privatem Konsum, Unternehmensübernahmen oder Aktien(rück)käufen in Erwägung gezogen werden. Eine Möglichkeit wäre dabei die Verschärfung von Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung für Banken bei besonders riskanten bzw. unerwünschten Formen der Kreditvergabe, wie sie z.B. in Eigenkapitalanforderungen von Basel II vorgesehen sind (z.B. Voth 2007). Allerdings wirken diese Regelungen tendenziell

pro-zyklisch, d.h. sie werden die Kreditvergabefähigkeit und -bereitschaft der Geschäftsbanken gerade in Rezessionen reduzieren (Springler 2007). Es wäre daher zusätzlich über Mindestreserven auf Finanzaktiva nachzudenken, die alle Unternehmen der Finanzbranche bei der Zentralbank zu hinterlegen hätten (Palley 2004, 2006, Weller/Sabatini 2007). Die Mindestreservesätze könnten flexibel so gestaltet werden, dass zum einen spekulative Übertreibungen in bestimmten Marktsegmenten verhindert werden (z.B. durch hohe Sätze auf Immobilienkredite dann, wenn eine Immobilienpreisblase droht). Zum anderen könnten die Mindestreservesätze zyklisch so variiert werden, dass sie den pro-zyklischen Wirkungen der Eigenkapitalanforderungen entgegenwirken.

Daneben scheint eine stärkere Regulierung von Private-Equity- und Hedge-Fonds notwendig. Die Aktivitäten dieser weitgehend unregulierten Finanzdienstleister sind schon deswegen von makroökonomischer Relevanz, weil sie (auch nicht börsennotierte) Unternehmen permanent in die Gefahr versetzen, das Ziel von Übernahmeversuchen zu werden. Damit verstärken sie den Anreiz, kurzfristige Renditeziele über langfristige Investitionsnotwendigkeiten zu stellen. Einen Überblick über mögliche Regulierungsmaßnahmen gibt Kamp (2007).

Auch wenn die o.g. Reformansätze die Grundlage für eine stärkere Ausrichtung des Finanzsystems auf die Finanzierung langfristiger realer Investitionen verbessern dürften, bleibt die Voraussetzung für ein stabiles Wachstum in Deutschland eine kräftigere realwirtschaftlich ausgerichtete Kreditnachfrage des privaten Sektors. Zu deren Förderung bedarf es auch einer Neuausrichtung der makroökonomischen Politik in Deutschland (und im Euroraum).<sup>9</sup> Hierzu gehört, neben einer stabilitätsorientierten Lohn- und Finanzpolitik, dass auch die EZB immer wieder in die Pflicht genommen wird, Wachstum und Beschäftigung durch eine expansivere Geldpolitik zu fördern, wenn keine Gefährdungen für die Preisstabilität vorliegen. Durch die beschriebenen Regulierungsmaßnahmen im Finanzsystem würde dabei gewährleistet, dass eine expansive Zinspolitik auf die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit durchschlagen kann, ohne „zugleich hohe Anreize für Finanzmarktakteure (zu schaffen) [...], ihre Rendite über einen hohen Verschuldungsgrad ‚hoch(zu)hebeln‘“ (SVR 2007, das Wichtigste in Kürze).

<sup>8</sup> Zu den o.g. Reformansätzen vgl. Palley (2007) und Voth (2007).

<sup>9</sup> Vgl. hierzu ausführlicher z.B. Hein/Truger (2007), Hein et al. (2005), Horn/Rietzler (2007) und IMK (2007).



## Literatur

- Akerlof, G. (2007):** The missing motivation in macroeconomics, *American Economic Review*, 97 (1), S. 5-36.
- Aspen Institute (2007):** Long-Term Value Creation: Guiding Principles for Corporations and Investors, <http://www.aspeninstitute.org>
- Bernanke, B. (2005):** The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Remarks at the Homer Jones Lecture, 14.04. 2005.
- Boone, L./Giorno, C./Richardson, P. (1998):** Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence, *OECD Working Paper*, 208.
- Cheng, M./Subramanyam, K./Zhang, Y. (2005):** Earnings Guidance and Managerial Myopia, Working Paper, University of Southern California.
- Corbett, J./Jenkinson, T. (1997):** How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States, *Manchester School*, 65, S. 69-93.
- Dreger, C./Slacalek, J. (2007):** Finanzmarktentwicklung, Immobilienpreise und Konsum, *Wochenbericht des DIW Berlin*, 35.
- EZB (2007):** Aktienrückkäufe im Euroraum, *Monatsbericht Juni*, S. 111-120.
- Fama, E. F. (1980):** Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88 (2), S. 288-307.
- Godley, W./Papadimitriou, D./Hannsgen, G./Zeza, G. (2007):** The U.S. Economy – Is There a Way Out of the Woods? *Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis*, November.
- Graham, J./Harvey, C./Rajgopal, S. (2005):** The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3), S. 3-73.
- Hein, E. (2005):** Finanzstruktur und Wirtschaftswachstum – theoretische und empirische Aspekte, *IMK Studies*, 1/2005.
- Hein, E./Horn, G./Tober, S./Truger, A. (2005):** Eine gesamtwirtschaftliche Politik-Strategie für mehr Wachstum und Beschäftigung, *WSI Mitteilungen*, 58, S. 411-418.
- Hein, E./Menz, J.-O./Truger, A. (2006):** Warum bleibt Deutschland hinter Schweden und dem Vereinigten Königreich zurück? *Makroökonomische Politik erklärt den Unterschied*, *IMK Report* 15.
- Hein, E./Truger, A. (2007):** Die deutsche Wachstums- und Beschäftigungsschwäche im europäischen Kontext – ein Lehrstück makroökonomischen Missmanagements, in: Chaloupek, G./Hein, E./Truger, A. (Hrsg.): *Ende der Stagnation? Wirtschaftspolitische Perspektiven für mehr Wachstum und Beschäftigung in Europa*, Wien, S. 43-63.
- Hersh, A. (2003):** The visible hand of U.S. deindustrialization, *The Industrial Relations Research Association Proceedings 2003*, Washington D.C., S. 141-147.
- Horn, G./Rietzler, K. (2007):** Forcierte Angebotspolitik löst keinen zusätzlichen Investitionsschub aus. Ein Zyklusvergleich, *IMK Report* 24.
- Hubbard, R. G. (1998):** Capital-market-imperfections and investment, *Journal of Economic Literature*, 36 (1), S. 193-225.
- IMK (2007):** Der Abschwung kommt. Prognose der wirtschaftlichen Lage 2008, *IMK Report* 25.
- Jensen, M. (2005):** Agency costs of overvalued equity, *Financial Management*, 34, S. 5-19.
- Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976):** Theory of the firm - managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), S. 305-360.
- Joint Center for Housing Studies (2006):** The State of the Nation's Housing, *Report of the Joint Center for Housing Studies of Harvard University*, Cambridge, MA.
- Kamp, L. (2007):** Zum Einfluss von Private Equity- und Hedge-Fonds auf die Wirtschaft, *WSI Mitteilungen*, 60, S. 596-603.
- Klär, E./Slacalek, J. (2006):** Entwicklung der Sparquote in Deutschland: Hindernis für die Erholung der Konsumnachfrage, *Wochenbericht des DIW*, 40.
- Lazonick, W./O'Sullivan, M. (2000):** Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, *Economy and Society*, 29 (1), S. 13-35.
- Levine, R. (2005):** Finance and growth: theory and evidence, in: Aghion, P./Durlauf, S. (Hrsg.): *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam, S. 865-934.
- Maki, D. M./Palumbo, M. G. (2001):** Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s, *Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series*, 2001-21.



- Manne, H. G. (1965):** Mergers and the market for corporate-control, *Journal of Political Economy*, 73 (2), S. 110-120.
- OECD (1998):** Shareholder value and the market in corporate control in OECD countries, *Financial Market Trends*, 69, S. 15–38.
- Palley, T. (2004):** Asset-based reserve requirements: reasserting domestic monetary control in an era of financial innovation and instability, *Review of Political Economy*, 16 (1), S. 43-58.
- Palley, T. (2006):** A post-Keynesian framework for monetary policy: why interest rate operating procedures are not enough, in: Gnos, C./Rochon, L.-P. (Hrsg.), *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, Cheltenham, S. 78-98.
- Palley, T. (2007):** Expand Sarbox, Not Shrink It, <http://www.thomaspalley.com/?p=68>
- Parenteau, R. W. (2006):** U.S. Household Deficit Spending. A Rendezvous with Reality, *Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief*, 88.
- Patgiri, R./Gaspar, J.-M./Massa, M./Matos, P./Rehman, Z. (2005):** Can Buybacks Be a Product of Shorter Shareholder Horizons? *CEPR Discussion Paper*, 4813.
- Rappaport, A. (1986, dt. 1999):** Shareholder Value. Ein Handbuch für Manager und Investoren, Stuttgart.
- Rappaport, A. (2005):** The economics of short-term performance obsession, *Financial Analysts Journal*, 61 (3), S. 65–79.
- Springler, E. (2007):** Basel II, Finanzierung und wirtschaftliche Entwicklung, *WSI Mitteilungen*, 60, S.664-669.
- SVR (2007):** Das Erreichte nicht verspielen, Wiesbaden.
- van Treeck, T./Hein, E./Dünhaupt, P. (2007):** Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive, *IMK Studies*, 5/2007.
- Voth, H.-J. (2007):** Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen Europäischen Kapitalmarkt, Düsseldorf.
- Weller, C. (2003):** The stock market boom and manufacturing investment, *The Industrial Relations Research Association Proceedings 2003*, Washington D.C., S. 148-155.
- Weller, C./Helppie, B. (2002):** Biting the Hand that Fed It: Did the Stock Market Boom of the Late 1990s Impede Investment in Manufacturing? *EPI Technical Paper*, 264.
- Weller, C./Sabatini, K. (2007):** Managing Financial Risks as Markets Move, *Center for American Progress*, Washington D.C.
- Whalen, C. (2007):** The U.S. Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment, *Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief*, 92.

---

Herausgeber: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266, [IMK@boeckler.de](mailto:IMK@boeckler.de), <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Prof. Dr. Gustav A. Horn  
**Pressekontakt:** Rainer Jung 0211 7778-150

**Druck:** Setzkasten GmbH, Kreuzbergstraße 56, 40489 Düsseldorf  
 ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.

**Hans Böckler  
 Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.