

Kläffling, David

**Article**

## Varieties of Corporate Saving – die politische Ökonomie aggregierter Unternehmensersparnisse

WISTA - Wirtschaft und Statistik

**Provided in Cooperation with:**

Statistisches Bundesamt (Destatis), Wiesbaden

*Suggested Citation:* Kläffling, David (2022) : Varieties of Corporate Saving – die politische Ökonomie aggregierter Unternehmensersparnisse, WISTA - Wirtschaft und Statistik, ISSN 1619-2907, Statistisches Bundesamt (Destatis), Wiesbaden, Vol. 74, Iss. 2, pp. 42-52

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/253430>

**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.*



David Kläffling

studiert im Masterstudiengang Economics an der Freien Universität Berlin und ist dort als Tutor am Lehrstuhl für Ökonometrie tätig sowie als Werkstudent für den Think-Tank „Forum for a New Economy“. Zuvor hat er Volkswirtschaftslehre und Politikwissenschaften an der Universität zu Köln studiert. Im vorliegenden Artikel stellt er seine von Prof. Christine Trampusch und Dr. Michael Schwan betreute Bachelorarbeit mit dem Titel „Corporate Governance and Corporate Saving in Advanced Economies“ vor, für die er mit dem Förderpreis 2021 des Statistischen Bundesamtes ausgezeichnet wurde.

# VARIETIES OF CORPORATE SAVING – DIE POLITISCHE ÖKONOMIE AGGREGIERTER UNTERNEHMENS- ERSPARNISSE

David Kläffling

📌 **Schlüsselwörter:** Unternehmensführung – Unternehmensersparnisse – Verteilungskonflikt – Aktionärsmacht – Spielarten des Kapitalismus

## ZUSAMMENFASSUNG

Dieser Artikel untersucht politökonomische Einflussfaktoren auf die aggregierten Ersparnisse des Unternehmenssektors. Der Fokus liegt dabei auf dem Verteilungskonflikt zwischen dem Management und den Kapitalgebern über die Höhe der Gewinnausschüttungen. Im Zentrum steht die Frage, inwiefern Heterogenität in politökonomischen Institutionen, wie etwa im Hinblick auf den Grad des Anlegerschutzes oder auf die Relevanz von Bankkrediten zur Unternehmensfinanzierung, Unterschiede in der aggregierten Sparquote von Nichtfinanzunternehmen erklären kann. Dafür wird ein Modell mit Paneldaten aus 20 Industrieländern über einen Zeitraum von 30 Jahren geschätzt. Die Ergebnisse zeigen, dass stärkere Eingriffsmöglichkeiten der Anteilseigner im Aggregat mit weniger Ersparnissen und höheren Ausschüttungen einhergehen.

📌 **Keywords:** corporate governance – corporate saving – distributional conflict – shareholder power – varieties of capitalism

## ABSTRACT

*This article examines politico-economic factors influencing aggregate corporate saving, with a focus on the distributional conflict between managers and shareholders over the amount of dividend payments. The main issue is to what extent heterogeneity in politico-economic institutions, such as the degree of investor protection or the relevance of bank loans for corporate finance, can explain differences in aggregate saving of non-financial corporations. In this context, estimates are obtained by means of a model using panel data from 20 industrialised countries covering a period of 30 years. The results suggest that aggregate saving is lower and dividends are higher where shareholders have more influence.*

## 1

### Einleitung

Über die letzten 30 Jahre zeichnet sich in vielen hochentwickelten Industriestaaten ein Trend von stetig wachsenden Ersparnissen des aggregierten (nicht finanziellen) Unternehmenssektors ab (Dao/Maggi, 2018; Gruber/Kamin, 2016; Chen und andere, 2017). Aus makroökonomischer Perspektive überrascht diese Entwicklung: Der aggregierte Unternehmenssektor wird klassischerweise als Nettokreditnehmer betrachtet, der über den Kapitalmarkt mit Geld aus dem Haushaltssektor versorgt wird, um damit seine Investitionstätigkeiten zu finanzieren. Steigen Ersparnisse auf Kosten von Investitionen als Triebfeder von Innovationen, Beschäftigung und Wachstum, kann diese Entwicklung die Volkswirtschaften vor erhebliche Herausforderungen stellen.

Aus politökonomischer Perspektive stehen die distributiven Implikationen von Unternehmensersparnissen im Vordergrund, welche zu Verteilungskämpfen entlang zweier Konfliktlinien führen können. Erstens ist das der klassische Verteilungskonflikt zwischen Arbeit und Kapital über Löhne (Redeker, 2019) und zweitens die Frage der Gewinnausschüttungen zwischen Management und Kapitalgebern. Auf den zweiten Verteilungskonflikt konzentriert sich der folgende Artikel. Dazu untersucht er die Frage, inwiefern Heterogenität in politökonomischen Institutionen, wie etwa im Hinblick auf den Grad des Anlegerschutzes oder auf die Relevanz von Bankkrediten zur Unternehmensfinanzierung, Unterschiede in der aggregierten Sparquote von Nichtfinanzunternehmen erklären kann. Genutzt wird dazu ein Sample von 20 Mitgliedsländern der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) im Zeitraum von 1985 bis 2017.

Das folgende Kapitel 2 beschreibt den konzeptionellen Rahmen und die Herleitung der zu untersuchenden These, Kapitel 3 erläutert die genutzte Datengrundlage. Anschließend enthält Kapitel 4 die Darstellung der Analysemethodik, die Ergebnisse der Analyse sind in Kapitel 5 wiedergegeben. Der Beitrag schließt mit einem Fazit.

## 2

### Konzeptioneller Rahmen und theoretische Fundierung

Wie ist der Konflikt zwischen natürlichen oder juristischen Personen, die Aktien beziehungsweise Anteile halten (Aktionäre), und dem Management über die Höhe der Gewinnausschüttungen durch den politischen Kontext geprägt? Um diese Frage zu beantworten, dient eine Kombination aus der Corporate-Governance-Literatur (Jensen/Meckling, 1976; Aguilera/Jackson, 2003) und dem Varieties-of-Capitalism (VoC)-Ansatz (Hall/Soskice, 2001) als theoretisches Fundament.

Der Varieties-of-Capitalism-Ansatz unterscheidet zwischen zwei Idealtypen des Kapitalismus, die von der Art der vorherrschenden Koordination der Unternehmen abhängen: liberale beziehungsweise koordinierte Marktwirtschaften. In liberalen Marktwirtschaften koordinieren sich Unternehmen mit anderen Akteuren in erster Linie über Wettbewerbsmärkte, die durch Fremdvergleichsbeziehungen und formale Verträge gekennzeichnet sind (Hall/Gingerich, 2009). Daher hängen die Gleichgewichtsergebnisse entscheidend von relativen Preisen und Marktsignalen ab. In koordinierten Marktwirtschaften hingegen werden Unternehmensentscheidungen stärker durch Prozesse strategischer Interaktion bestimmt, wie sie typischerweise in der Spieltheorie modelliert werden. Deshalb hängen die Gleichgewichtsergebnisse von der institutionellen Unterstützung ab, die zur Verfügung steht, um die Unsicherheit der Akteure zu verringern.

Aufbauend auf der Unterscheidung zwischen koordinierten und liberalen Marktwirtschaften wird argumentiert, dass sich ein (exogener) Anstieg der Gewinnquote in Marktwirtschaften mit höherem Koordinationsgrad in höhere Ersparnisse des Unternehmenssektors überträgt. Grund dafür sei, dass aufgrund bestimmter institutioneller Faktoren weniger Druck bestehe, die zusätzlich anfallenden Gewinne an die Aktionäre zu verteilen. Das Argument kann in zwei Dimensionen unterteilt werden.

Betrachtet man zunächst nur börsennotierte Unternehmen, genießen in liberalen Marktwirtschaften die Aktionäre mehr Macht gegenüber dem Management. Das drückt sich beispielsweise in einem höheren Schutz

von Minderheitsaktionären (La Porta und andere, 1998) oder auch in wettbewerbsfähigeren Finanzmärkten aus, die Interessen von Aktionären und Managern angleichen. In liberalen Marktwirtschaften operieren die Unternehmen auf hoch entwickelten Finanzmärkten, die ein hohes Maß an Transparenz und eine breite Streuung des Aktienbesitzes aufweisen. Diese fluiden Finanzmärkte disziplinieren das jeweilige Management, da der Zugang der Unternehmen zu externer Finanzierung stark von öffentlich einsehbareren Kriterien wie dem Unternehmenskurs abhängt. Aufsichtsrechtliche Regelungen lassen feindliche Übernahmen zu, die wiederum häufig vom Aktienkurs bestimmt sind; diese Gefahr veranlasst die Unternehmen, auf ihre Marktbewertungen zu achten. Darüber hinaus sieht das Vergütungssystem häufig Belohnungen für das Management vor im Fall von Aktienkurssteigerungen oder Nettogewinnen. So entfielen 2012 beispielsweise 42 % der Vergütung der 500 bestbezahlten Führungskräfte börsennotierter Unternehmen in den Vereinigten Staaten auf Aktienoptionen und 41 % auf Aktienzuteilungen (Lazonick, 2014, hier: Seite 4). Insgesamt ermutigen die Märkte für Corporate Governance in den liberalen Marktwirtschaften die Unternehmen, sich auf öffentlich bewertbare Dimensionen ihrer Leistung zu konzentrieren, die ihren Aktienkurs beeinflussen, wie die aktuelle Rentabilität (Hall/Gingerich, 2001, hier: Seite 29).

Zudem impliziert die Finanzstruktur, die in liberalen Marktwirtschaften von marktbasierter und in koordinierten Marktwirtschaften von bankbasierter Kapitalgebern dominiert wird, dass der Verteilungskonflikt zwischen Aktionären und dem Management in liberalen Marktwirtschaften eine größere Rolle spielt. Während Aktionäre die Maximierung der Dividendenauszahlungen als Ziel haben dürften, sind Banken als primäre Kapitalquelle in koordinierten Marktwirtschaften hauptsächlich an der Rückzahlung der Kredite interessiert. Daher stellen sie eher sogenanntes geduldiges Kapital zur Verfügung, was mildernd auf den Verteilungskonflikt über Dividendenauszahlungen wirkt. Eine Implikation der unterschiedlich strukturierten Finanzsysteme in koordinierten und in liberalen Marktwirtschaften ist, dass Kapitalgeber unterschiedliche Strategien verfolgen. Das wirkt sich sowohl auf die Beziehung zum Management als auch auf das Sparen der Unternehmen aus. Insgesamt lässt sich also die These aufstellen, dass in stärker koordinierten Marktwirtschaften ein größerer Anteil der

anfallenden Gewinne gespart wird als in liberalen Marktwirtschaften, da der Druck auf die Unternehmen, diese auszuschütten, geringer ist.

### 3

---

## Datengrundlage

---

Aufgrund der sehr begrenzten Verfügbarkeit von Daten auf Unternehmensebene beschränkt sich die empirische Analyse auf Daten der Makroebene. Grundlage sind die jährlichen sektoralen Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen über aggregierte Ersparnisse, Gewinne und Gewinnausschüttungen des (nicht finanziellen) Unternehmenssektors von 20 OECD-Mitgliedsländern über die Jahre 1985 bis 2017. Für die Analyse wurde ein Datensatz erstellt, der auf verschiedenen Datenbanken (des Statistischen Amtes der Europäischen Union, der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission [Datenbank Ameco], der OECD, der Weltbank und des Internationalen Währungsfonds) sowie weiteren makroökonomischen Variablen (wie der realen Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts) basiert. Da manche Variablen erst ab 1995 verfügbar sind, enthält der Datensatz je nach Schätzmodell zwischen 437 und 535 Beobachtungen.

Um die institutionellen Unterschiede zu erfassen, wird der Corporate-Governance-Index (CG-Index) von Hall und Gingerich (2009) verwendet. Der zeitinvariante Index misst den Grad der Koordination einer Marktwirtschaft auf dem Gebiet Corporate Governance (Unternehmensführung). Er ist zwischen 0 und 1 normiert, wobei ein höherer Wert ein höheres Maß an Koordination anzeigt. **↘ Tabelle 1** zeigt den Index für zwanzig Volkswirtschaften. Österreich, Italien und Deutschland sind die Länder mit dem höchsten Koordinationsgrad, die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Kanada die Länder mit dem niedrigsten.

Der Index basiert auf drei verschiedenen Variablen: Macht der Aktionäre, Streuung der Kontrolle und Größe des Aktienmarktes. Diese Variablen spiegeln die institutionellen Unterschiede zwischen liberalen und koordinierten Marktwirtschaften im Bereich der Corporate Governance wider, wie im theoretischen Teil dargelegt. Dadurch erfasst der Index die für die Sparentscheidungen der Unternehmen relevanten institutionellen Unter-

**Tabelle 1**

Der Corporate-Governance-Index in ausgewählten Volkswirtschaften

	Corporate-Governance-Index		Corporate-Governance-Index
Australien	0,47	Niederlande	0,74
Belgien	0,77	Neuseeland	0,27
Dänemark	0,65	Norwegen	0,74
Deutschland	0,95	Österreich	1,00
Finnland	0,71	Portugal	0,85
Frankreich	0,82	Schweden	0,71
Irland	0,35	Schweiz	0,44
Italien	0,99	Spanien	0,77
Japan	0,72	Vereinigte Staaten	0,00
Kanada	0,23	Vereinigtes Königreich	0,14

Der Index ist zwischen 0 und 1 normiert, wobei ein höherer Wert ein höheres Maß an Koordination anzeigt; nach: Hall, Peter A./Gingerich, Daniel W. *Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis*. In: *British Journal of Political Science*. Jahrgang 39. Ausgabe 3/2009, Seite 449 ff.

schiede. Wenn die Machtverhältnisse zugunsten der Managements und der dominanten Aktionäre tendieren, die Eigentumsverhältnisse relativ konzentriert und die Aktienmärkte klein sind, hängt der Zugang zu externen Finanzmitteln eher von der strategischen Interaktion mit anderen Akteuren wie Banken und Unternehmensnetzwerken ab. Wenn Minderheitsaktionäre ein höheres Maß an Schutz genießen, die Eigentumsverhältnisse eher gestreut und die Aktienmärkte groß sind, wird die externe Finanzierung eher durch Wettbewerbsmärkte bestimmt (Hall/Gingerich, 2009, hier: Seite 455 f.).

Ein Problem des zeitinvarianten Index ist zweifellos, dass er keine institutionelle Variation über die Zeit hinweg zulässt. Diese institutionelle Kontinuitätshypothese lässt sich angesichts der Globalisierungs-, Liberalisierungs- und Internationalisierungstendenzen der letzten Jahrzehnte schwer rechtfertigen und wird daher immer mehr infrage gestellt (siehe beispielsweise Braun/Deeg, 2019; Hardie und andere, 2013). Dennoch gibt es Grund zur Annahme, dass sich Konventionen und informelle Institutionen, die auf gemeinsamen Glaubensmechanismen beruhen, wahrscheinlich langsamer entwickeln, auch wenn sich formale Institutionen und Gesetze geändert haben mögen (Culpepper, 2005, hier: Seite 182).

## 4

### Methodik

Da die Analyse auf Makrodaten basiert, fußt die empirische Schätzstrategie auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und ist mit diesen konsistent. Gleichung 1 zeigt das aggregierte Unternehmenssparen in der einfachsten Zerlegung. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen entspricht das Unternehmenssparen ( $s^c$ ) den Unternehmensgewinnen ( $\pi^c$ ), die nicht als Dividenden ausgeschüttet werden ( $D^c$ ).

$$(1) \quad s^c = \pi^c - D^c$$

Die Unternehmen können entscheiden, ob sie ihre Gewinne an ihre Aktionäre ausschütten oder im Unternehmen behalten. Somit ist die Ersparnis der Unternehmen gleich den einbehaltenen Gewinnen. Wenn Gleichung (1) durch das Bruttoinlandsprodukt ( $Y$ ) geteilt wird, kann sie wie folgt umgeschrieben werden:

$$(2) \quad \frac{s^c}{Y} = \frac{\pi^c}{Y} \left( 1 - \frac{D^c}{\pi^c} \right)$$

Die linke Seite zeigt nun die Ersparnis der Unternehmen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt. Auf der rechten Seite bezeichnet  $\frac{\pi^c}{Y}$  die Gewinnquote und der Term in den Klammern beschreibt den Anteil der einbehaltenen Gewinne, die nicht ausgeschüttet werden. Aus Gleichung (2) ist ersichtlich, dass eine steigende Gewinnquote nicht zwangsläufig zu einer höheren Ersparnis der Unternehmen führt, da sie durch ein höheres Verhältnis von Dividenden zu Gewinnen ausgeglichen werden könnte. Unterschiede in der Ersparnisbildung der Unternehmen könnten also durch zwei Effekte bedingt sein: erstens durch Unterschiede in der Gewinnquote, zweitens durch Unterschiede in der Dividendenausschüttungsquote. Steigen beispielsweise die Dividenden in gleichem Maße wie die Gewinne, bleibt das Unternehmenssparen gleich. Dementsprechend könnte ein Anstieg der Gewinnquote durch eine höhere Ausschüttungsquote ausgeglichen — oder zumindest abgeschwächt — werden. Aus buchhalterischer Sicht sind daher sowohl die Gewinnquote als auch die Dividendenausschüttungsquote als mögliche Triebkräfte des Unternehmenssparens zu betrachten.

Sobald Gewinne und Dividenden getrennt werden, ist es möglich, zwei verschiedene Konflikte zu lokalisieren, die in die Sparentscheidung der Unternehmen eingebettet sind. Bei beiden handelt es sich um Verteilungskonflikte um zusätzliche, durch die Erhöhung der Gewinne gewonnene Ressourcen. Auf der einen Seite gibt es den Klassenkonflikt zwischen Arbeit und Kapital über Löhne, auf der anderen Seite gibt es einen Konflikt innerhalb des Kapitals über Dividenden. Die Ergebnisse beider Konflikte beeinflussen die Gesamtersparnis der Unternehmen.

In diesem Artikel liegt der Fokus wie in der Einleitung erwähnt auf dem zweiten Verteilungskonflikt. Um institutionelle Determinanten der Gewinnausschüttungsquote zu identifizieren, wird die Gewinnquote als exogene Variable mitaufgenommen. Gleichung (3) zeigt das geschätzte Modell in seiner einfachsten Form.

$$(3) \quad \frac{s^{NFC}}{Y}_{it} = \alpha + \beta_1 * \frac{\pi^{NFC}}{Y}_{it} + \beta_2 * \frac{\pi^{NFC}}{Y}_{it} * CG_i + \gamma * X_{it} + \varepsilon_{it}.$$

Der Index  $i = 1, \dots, N$  steht für ein bestimmtes Land und  $t = 1, \dots, T$  für einen bestimmten Zeitraum (Jahr). Auf der linken Seite ist als abhängige Variable die aggregierte Ersparnis des nicht finanziellen Unternehmenssektors (NFC) im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt ( $Y$ ) dargestellt. Auf der rechten Seite steht  $\frac{\pi^{NFC}}{Y}_{it}$  für den Gewinnanteil des nicht finanziellen Unternehmenssektors und  $CG_i$  bezeichnet den zeitinvarianten Corporate-Governance-Index als Maß für die Koordination im Bereich der Corporate Governance. Nach dem Ansatz des akteurzentrierten Institutionalismus von Scharpf (1997) determinieren Institutionen nicht bestimmte Ergebnisse, sondern bilden vielmehr einen Kontext, der das Verhalten der Akteure prägt. Folglich hängen die Ergebnisse von der Interaktion zwischen Akteuren und Institutionen ab. Diesem Verständnis von Institutionen folgend steht ein Interaktionsterm zwischen der Gewinnquote, die das Verhalten der Akteure (Unternehmen) widerspiegelt, und dem CG-Index als institutionellem Gegenstück ( $\frac{\pi^{NFC}}{Y}_{it} * CG_i$ ) im Zentrum der Analyse. Das Ergebnis (Unternehmenssparen) hängt also vom Zusammenspiel zwischen den Akteuren und dem institutionellen Umfeld ab. Da der CG-Index den Grad der Koordinierung der Cor-

porate Governance widerspiegelt, wird erwartet, dass  $\beta_2$  ein positives Vorzeichen hat. Ein positives Vorzeichen von  $\beta_2$  deutet darauf hin, dass ein exogener Anstieg der Gewinnquote zu einem höheren Unternehmenssparen führt, je höher der Koordinationsgrad in einem Land ist. Dies wird deutlich, wenn die Gewinnquote ausgeklammert wird und ihr Koeffizient als  $\beta_1 + \beta_2 * CG_i$  geschrieben wird. Auf diese Weise hat jedes Land seinen eigenen Koeffizienten für die Gewinnquote in Abhängigkeit vom CG-Index oder – anders ausgedrückt – seine eigene Transmissionsrate von Gewinnen in Sparen. Die weitere Kontrollvariablen und  $\varepsilon_{it}$  bezeichnet den Fehlerterm.

Neben dem Interaktionsterm werden zusätzliche Kontrollvariablen in das Modell aufgenommen, die in der Matrix  $X_{it}$  zusammengefasst sind. Sie dienen dazu, das makroökonomische Umfeld sowie einige alternative Erklärungen für das Unternehmenssparen aus der ökonomischen Literatur zu berücksichtigen. Das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP-Wachstum) wird mit einem Jahr Verzögerung aufgenommen, um für den Konjunkturzyklus zu kontrollieren und dabei Endogenitätsprobleme zu vermeiden. Zudem soll durch Netto-Direktinvestitionsströme der Globalisierungsprozess des Unternehmenssektors erfasst werden, da in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen reinvestierte Gewinne aus ausländischen Direktinvestitionen als inländische Ersparnisse ausgewiesen werden. Zudem wird nach Tan und anderen (2015) ein Maß für die Finanzstruktur eines Landes aufgenommen, das die Bedeutung der marktbasierter gegenüber der bankbasierter Finanzierung erfasst.

Vier weitere Kontrollvariablen werden in das Modell aufgenommen, um für alternative ökonomische Erklärungen für Unternehmensersparnisse zu kontrollieren:

Erstens die Bruttowertschöpfung des Dienstleistungssektors im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, um die strukturelle Verschiebung vom Verarbeitenden Gewerbe zum Dienstleistungssektor als eine mögliche Erklärung für das höhere Sparen zu berücksichtigen (Behringer, 2019).

Zweitens das Verhältnis von Investitionen in immaterielle Vermögenswerte, da mit wachsendem Anteil dieser Investitionsgüter mehr interne Mittel akkumulieren müssen, um externe Finanzmittel zu erhalten. Grund ist, dass immaterielles Kapital schwieriger als Kreditsicherheit dienen kann (Falato und andere, 2013).

Drittens wird eine Prognose des BIP-Wachstums einbezogen, um das Vorsorgemotiv aufgrund von Unsicherheit zu erfassen (Gruber/Kamin, 2016).

Schließlich wird in einigen Spezifikationen der langfristige Realzins und der Körperschaftsteuersatz einbezogen, um der Hypothese Rechnung zu tragen, dass der Anstieg sowohl der Gewinnquote als auch des Unternehmenssparens auf einen Rückgang der Kapitalkosten zurückzuführen ist (Chen und andere, 2017).

Um sowohl die Querschnitts- als auch die Zeitdimension der Daten auszunutzen, wird ein gepooltes Regressionsmodell verwendet. Da Autokorrelation und Heteroskedastizität in den Fehlertermen vorliegen, wird ein Prais-Winsten-Modell mit einer AR(1)-Struktur und

panelkorrigierte Standardfehler geschätzt, um beiden Problemen zu begegnen (Beck/Katz, 1995).

## 5

### Ergebnisse

➤ Tabelle 2 zeigt die Ergebnisse der Schätzungen für den nicht finanziellen Unternehmenssektor. Wie aus den R-Quadratwerten hervorgeht, erklären die Modelle zwischen 52,6% (Basismodell; Spalte 1) und 59,3% (vollständig spezifiziertes Modell mit nur signifikanten Variablen; Spalte 6) der Variation der abhängigen Variablen.

**Tabelle 2**

Ergebnisse der Schätzmodelle zu Corporate Governance und NFC-Ersparnissen

Variablen	NFC-Sparen					
	1	2	3	4	5	6
L. Reales Wirtschaftswachstum (BIP)	-0,063** (-0,031)	-0,063** (-0,03)	-0,064** (-0,031)	-0,061* (-0,032)	-0,069** (-0,03)	-0,078** (-0,03)
Nettodirektinvestitionsströme (in % des BIP)	-0,009 (-0,011)	-0,009 (-0,011)	-0,009 (-0,011)	-0,008 (-0,012)	-0,012 (-0,01)	
Anteil von Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	0,190*** (-0,034)	0,189*** (-0,034)	0,198*** (-0,034)	0,187*** (-0,034)	0,192*** (-0,031)	0,186*** (-0,029)
Dienstleistungssektor (in % des BIP)	0,013* (-0,008)	0,013* (-0,008)	0,013 (-0,008)	0,014 (-0,009)	0,005 (-0,011)	
5-Jahresprognose des BIP-Wachstums	-0,243 (-0,154)	-0,216 (-0,155)	-0,253 (-0,164)	-0,187 (-0,16)	-0,192 (-0,166)	
Trend			-0,019 (-0,024)			
Langfristiger Realzins				0,067* (-0,036)		0,096** (-0,04)
Körperschaftsteuersatz				-0,037 (-0,025)		
Finanzstruktur					1,068*** (-0,291)	1,121*** (-0,287)
Corporate-Governance-Index	2,155*** (-0,543)					
NFC-Gewinnquote	0,353*** (-0,037)	0,303*** (-0,042)	0,303*** (-0,041)	0,302*** (-0,044)	0,274*** (-0,032)	0,286*** (-0,032)
CG-Index * NFC-Gewinnquote		0,107*** (-0,029)	0,109*** (-0,028)	0,120*** (-0,028)	0,153*** (-0,026)	0,160*** (-0,024)
Beobachtungen	480	480	480	480	437	461
R-Quadrat	0,526	0,526	0,529	0,535	0,584	0,593
Anzahl von Ländern	20	20	20	20	20	20

Anmerkung: Als NFC-Sparen wird das Bruttosparen des nichtfinanziellen Unternehmenssektors (in % des BIP) bezeichnet. Alle Regressionen werden mit einer Prais-Winsten-Transformation geschätzt (AR1-Korrektur). Heteroskedastizitätsrobuste Standardfehler sind in Klammern angegeben. Alle Regressionen schließen eine Konstante ein. L steht für ein Lag von einem Jahr. Die Signifikanz wird mit \*\*\*, \*\*, \* für 10%, 5% bzw. 1% Signifikanzniveau angegeben.

Spalte (1) zeigt die Ergebnisse für die Beziehung zwischen dem CG-Index und dem NFC-Sparen ohne den Interaktionsterm. Alle Variablen haben das erwartete Vorzeichen oder sind ansonsten insignifikant. Das reale BIP-Wachstum ist signifikant und hat ein negatives Vorzeichen, was bedeutet, dass ein Rückgang des Wirtschaftswachstums um einen Prozentpunkt zu einem Anstieg des NFC-Sparens um 0,063 Prozentpunkte führt. Dieses Ergebnis steht im Einklang mit der Hypothese, dass ein Anstieg des Unternehmenssparens teilweise eine endogene Reaktion auf den Konjunkturzyklus darstellt (Behringer, 2019, hier: Seite 15). Darüber hinaus haben sowohl die immaterielle Kapitalquote als auch die Variablen des Dienstleistungssektors die erwarteten positiven Vorzeichen, auch wenn der Effekt des Dienstleistungssektors vernachlässigbar klein ist: Ein Anstieg der immateriellen Investitionsquote um einen Prozentpunkt erhöht die NFC-Ersparnis um 0,19 Prozentpunkte; ein Anstieg der Größe des Dienstleistungssektors um einen Prozentpunkt würde zu einem Anstieg der abhängigen Variable um 0,013 Prozentpunkte führen. Weder die Nettodirektinvestitionsströme noch die 5-Jahres-Wachstumsprognose haben signifikante Auswirkungen auf das NFC-Sparen. In Übereinstimmung mit den Ergebnissen von Behringer (2019) hat die Gewinnquote einen signifikanten positiven Effekt auf das Sparen, was bedeutet, dass ein Anstieg der Gewinnquote um einen Prozentpunkt das Sparen um 0,35 Prozentpunkte erhöht. Schließlich hat der CG-Index ein positives Vorzeichen, was darauf hindeutet, dass ceteris paribus Marktwirtschaften im Bereich der Corporate Governance im Durchschnitt ein höheres NFC-Sparniveau aufweisen. In quantitativer Hinsicht bedeutet der Koeffizient, dass in den Vereinigten Staaten (CG-Index = 0) die NFC-Ersparnis im Durchschnitt 2,16 Prozentpunkte niedriger ist als in Österreich (CG-Index = 1). Institutionelle Unterschiede im Bereich der Corporate Governance scheinen das aggregierte NFC-Sparen zu beeinflussen, wobei ein höherer Grad an Koordination mit einem höheren Sparniveau verbunden ist.

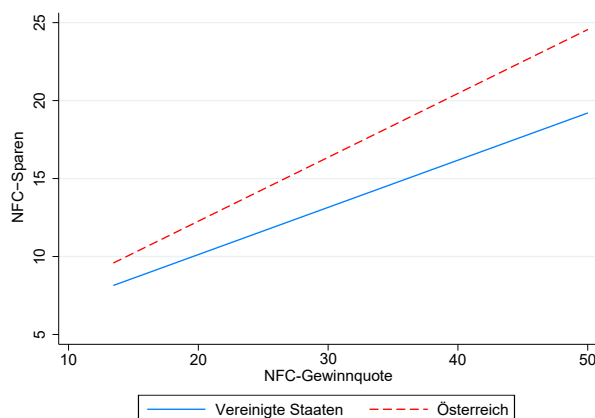
Spalte (2) zeigt die Ergebnisse für das Basismodell, das nun den Interaktionsterm zwischen dem NFC-Gewinnanteil und dem Corporate-Governance-Index enthält. Die Koeffizienten der übrigen Variablen weisen die gleichen Vorzeichen und ähnliche Größenordnungen wie in Spalte (1) auf. Der Koeffizient des Interaktionsterms ist signifikant und positiv. Das scheint die vorangegangenen theoretischen Überlegungen zu stützen, dass

ein Anstieg der Gewinnquote in Ländern mit einem höheren Koordinationsgrad im Bereich der Corporate Governance zu einer höheren Ersparnis der Unternehmen führt. Der positive Koeffizient impliziert, dass die Übertragungsrate von Gewinnen in Ersparnis bestehend aus  $\beta_{profitshare} + \beta_{interactionsterm} * CG_{Index}$  mit dem Grad der Koordination zunimmt. Quantitativ bedeuten die Ergebnisse, dass in den Vereinigten Staaten (typische liberale Marktwirtschaft) mit einem CG-Index von 0 eine Erhöhung der Gewinnquote um einen Prozentpunkt die Ersparnis des nicht finanziellen Unternehmenssektors um 0,303 Prozentpunkte erhöht, während dieselbe Erhöhung in Österreich (typische koordinierte Marktwirtschaft) zu einem Anstieg um 0,41 Prozentpunkte führt.

Die Grafiken 1 und 2 veranschaulichen den vorhergesagten marginalen Effekt des Gewinnanteils auf das Sparen abhängig von verschiedenen Koordinationsniveaus. [↘ Grafik 1](#) zeigt die Beziehung zwischen der NFC-Gewinnquote und dem NFC-Sparen für die Vereinigten Staaten und Österreich, wie sie durch das Modell in Spalte (2) der Tabelle 2 vorhergesagt wird. Die Linie für Österreich ist viel steiler als die für die Vereinigten Staaten, was bedeutet, dass ein Anstieg der Gewinnquote zu einer höheren Ersparnis in der stärker koordinierten Marktwirtschaft führt. In [↘ Grafik 2](#) ist der marginale Effekt der Gewinnquote in Abhängigkeit vom Corporate-Governance-Index dargestellt. Die Grafik zeigt, dass ein höherer Koordinationsgrad zu einer höheren Übertra-

#### Grafik 1

Geschätzter Zusammenhang zwischen der NFC-Gewinnquote und der NFC-Ersparnis für die Vereinigten Staaten und Österreich  
in % des Bruttoinlandsprodukts

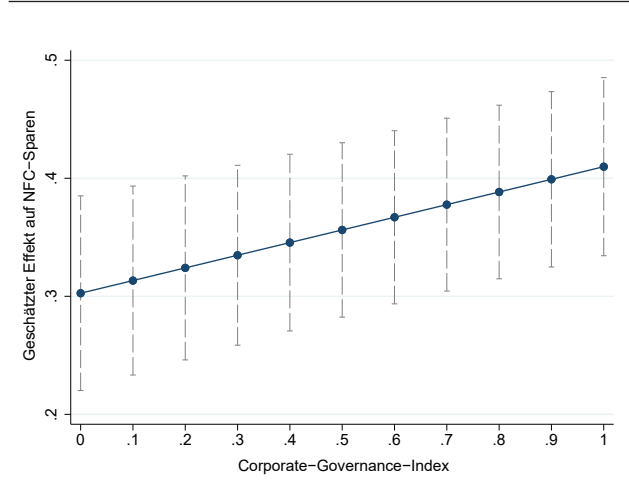


2022 - 0110



**Grafik 2**

Marginaler Effekt der NFC-Gewinnquote auf die Ersparnis in Abhängigkeit vom Corporate-Governance-Index in Prozentpunkten



Die grau gestrichelten vertikalen Linien zeigen das 95%-Konfidenzintervall.

2022 - 0111

gungsrates von Gewinnen in die Unternehmensersparnis führt.

Die Spalten (3) bis (6) von Tabelle 2 enthalten verschiedene Varianten des in Spalte (2) dargestellten Basismodells mit zusätzlichen oder anders zusammengesetzten Kontrollvariablen. Die Effekte sowohl des Gewinnanteils als auch des Interaktionsterms sind in den verschiedenen Spezifikationen signifikant und etwa gleich groß. In Spalte (3) wird dem Modell ein Zeittrend hinzugefügt, der jedoch nicht signifikant ist und die grundlegenden Ergebnisse von Spalte (2) nicht verändert. Die Ergebnisse sind auch robust, wenn in Spalte (4) der langfristige Realzins und der Körperschaftsteuersatz als Maß für die Kapitalkosten hinzugefügt werden. Während der Steuersatz keinen signifikanten Effekt zeigt, weist der Zinssatz einen positiven, aber geringen Effekt auf das NFC-Sparen auf ( $\beta_{interestrate} = 0,067$ ). Das bedeutet, dass ein Anstieg des Realzinses um einen Prozentpunkt das Sparen um 0,067 Prozentpunkte erhöht.

Dies steht im Gegensatz zu Chen und andere (2017), die feststellen, dass ein Anstieg des Realzinses durch seine Auswirkungen auf die Kapitalkosten und den Arbeitsanteil zu einem Rückgang des Unternehmenssparens führt. In Spalte (5) von Tabelle 2 wird dem Basismodell ein Regressor für die Finanzstruktur eines Landes hinzugefügt, der die relative Bedeutung der marktbasierter Finanzierung gegenüber der bankbasierten Finanzierung misst. Über-


raschenderweise steht diese Variable in einem positiven Zusammenhang mit NFC-Sparen, was impliziert, dass eine höhere Bedeutung marktbasierter Finanzierung mit einer höheren Unternehmensersparnis einhergeht ( $\beta_{financialstructure} = 1,068$ ). Das steht im Gegensatz zu den Ergebnissen von Tan und andere (2015), die einen negativen Zusammenhang feststellen. Wie die Autoren jedoch betonen, könnte ein überwiegend marktbasierendes Finanzsystem auch positive Auswirkungen auf die Ersparnisbildung der Unternehmen haben. Voraussetzung dafür wäre, wenn eine größere Rolle der Banken im Finanzsystem den Unternehmen eher hilft, Finanzmittel zu erhalten, als sie zum Sparen zu zwingen. Eine Erklärung dafür könnte sein, dass kleine Unternehmen in der frühen Entwicklungsphase möglicherweise zu klein sind, um sich über den Markt zu finanzieren. In diesem Fall könnte die Bankfinanzierung die einzige Finanzierungsform sein, die es für solche Unternehmen gibt (Tan und andere, 2015, hier: Seite 146). Dementsprechend zeigen Weinstein und Yafeh (1998), dass in Japan die Banken die Kreditverfügbarkeit erhöhen, wenn Marktfinanzierungen nicht zugänglich sind. Daher scheint die Auswirkung einer größeren Rolle der Banken auf die Ersparnisbildung der Unternehmen theoretisch nicht eindeutig zu sein. Spalte (6) von Tabelle 2 schließlich zeigt die Schätzergebnisse mit nur signifikanten Variablen.

## 6

### Fazit

Die empirische Evidenz scheint mit den theoretischen Überlegungen übereinzustimmen: Danach sind die Aktionäre im Verteilungskonflikt um Dividendenzahlungen in liberalen Marktwirtschaften mächtiger und können höhere Ausschüttungen fordern, was wiederum die Ersparnis der Unternehmen senkt. Darüber hinaus dürfte der größere Umfang der marktbasierter Finanzierung in liberalen Marktwirtschaften zu einer niedrigeren Gesamtsparens führen als in koordinierten Volkswirtschaften, in denen das Kapital überwiegend durch Banken bereitgestellt wird. Grund dafür ist, dass Banken vermutlich nicht dieselben finanziellen Interessen verfolgen wie beispielsweise institutionelle Anleger.

Die Analyse basiert auf aggregierten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von 20 OECD-Ländern und stützt sich auf den Corporate-Governance-Index von Hall und Gingerich (2009). Da der Index zeitinvariant ist, spiegelt er keinerlei Variation politischer Institutionen im Zeitverlauf wider. Daher sind weitere Untersuchungen über politökonomische Einflüsse auf aggregiertes Unternehmenssparen mit alternativen Messgrößen erforderlich, die dem institutionellen Wandel gerecht werden.

Ein Nachteil der Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen besteht darin, dass sie das aggregierte Unternehmenssparen messen und nicht zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen differenzieren. Da große Teile der theoretischen Argumentation die Macht der Aktionäre gegenüber dem Management betreffen, erfordert eine genauere Untersuchung der beschriebenen Mechanismen eine Trennung dieser beiden Unternehmensgruppen. Künftige Untersuchungen mit Mikrodaten auf Unternehmensebene von börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen wären daher hilfreich, um die Auswirkungen der theoretischen Argumente zu entschlüsseln. 

### LITERATURVERZEICHNIS

---

- Aguilera, Ruth V./Jackson, Gregory. *The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants*. In: Academy of Management Review. 2003. Jahrgang 28. Ausgabe 3, Seite 447 ff.
- Beck, Nathaniel L./Katz, Jonathan N. *What to do (and not to do) with Time-Series Cross-Section Data*. In: The American Political Science Review. 1995. Jahrgang 89. Ausgabe 3, Seite 634 ff.
- Behringer, Jan. *Factor Shares and the Rise in Corporate Net Lending*. IMK (Macroeconomic Policy Institute) Working Paper No. 202. 2019.
- Braun, Benjamin/Deeg, Richard. *Strong Firms, Weak Banks. The Financial Consequences of Germany's Export-Led Growth Model*. MPIfG (Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung) Discussion Paper. 2019. Ausgabe 9/5.
- Chen, Peter/Karabarbounis, Loukas/Neiman, Brent. *The Global Rise of Corporate Saving*. In: Journal of Monetary Economics. 2017. Jahrgang 89. Ausgabe C, Seite 1 ff.
- Culpepper, Pepper D. *Institutional Change in Contemporary Capitalism. Coordinated Financial Systems since 1990*. In: World Politics. 2005. Jahrgang 57. Ausgabe 2, Seite 173 ff.
- Dao, Mai Chi/Maggi, Chiara. *The Rise in Corporate Saving and Cash Holding in Advanced Economies: Aggregate and Firm Level Trends*. IMF (International Monetary Fund) Working Paper. 2018. Nr. 18/262.
- Falato, Antonio/Kadyrzhanova, Dalida/Sim, Jae W. *Rising Intangible Capital, Shrinking Debt Capacity, and the US Corporate Savings Glut*. In: Finance and Economics Discussion Series. 2013. Ausgabe 13/67.
- Gruber, Joseph W./Kamin, Steven B. *The Corporate Saving Glut and Fall off of Investment Spending in OECD Economies*. In: IMF Economic Review. 2016. Jahrgang 64. Ausgabe 4, Seite 777 ff.
- Hall, Peter A./Gingerich, Daniel W. *Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis*. In: British Journal of Political Science. 2009. Jahrgang 39. Ausgabe 3, Seite 449 ff.
- Hall, Peter A./Soskice, David. *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. New York 2001.
- Hardie, Iain/Howarth, David/Maxfield, Sylvia/Verdun, Amy. *Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance*. In: World Politics. 2013. Jahrgang 65. Ausgabe 4, Seite 691 ff.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In: Journal of Financial Economics. 1976. Jahrgang 3. Ausgabe 4, Seite 305 ff.

## LITERATURVERZEICHNIS

---

La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes, Florencio/Schleifer, Andrei/Vishny, Robert W. *Law and Finance*. In: Journal of Political Economy. 1998. Jahrgang 106. Ausgabe 6, Seite 1113 ff.

Lazonick, William. *Profits Without Prosperity. Stock buybacks manipulate the market and leave most Americans worse off*. In: Harvard Business Review. 2014. Jahrgang 92. Ausgabe 9, Seite 46 ff.

Redeker, Nils. *The Politics of Stashing Wealth. The Demise of Labor Power and the Global Rise of Corporate Savings*. CIS (Center for Comparative and International Studies) Working Paper, Nr. 101. Zürich 2019.

Scharpf, Fritz W. *Games Real Actors Play*. New York 1997.

Tan, Zhibo/Yao, Yang/Wei, Shang-Jin. *Financial structure, corporate savings and current account imbalances*. In: Journal of International Money and Finance, 2015. Jahrgang 54. Ausgabe 6, Seite 142 ff.

Weinstein, David E./Yafeh, Yishay. *On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan*. In: The Journal of Finance 1998. Jahrgang 53. Ausgabe 2, Seite 635 ff.

**Herausgeber**  
Statistisches Bundesamt (Destatis), Wiesbaden

---

**Schriftleitung**  
Dr. Daniel Vorgrimler  
Redaktion: Ellen Römer

---

**Ihr Kontakt zu uns**  
[www.destatis.de/kontakt](http://www.destatis.de/kontakt)

---

**Erscheinungsfolge**  
zweimonatlich, erschienen im April 2022  
Ältere Ausgaben finden Sie unter [www.destatis.de](http://www.destatis.de) sowie in der [Statistischen Bibliothek](#).

---

Artikelnummer: 1010200-22002-4, ISSN 1619-2907

---

© Statistisches Bundesamt (Destatis), 2022  
Vervielfältigung und Verbreitung, auch auszugsweise, mit Quellenangabe gestattet.