

## ePub<sup>WU</sup> Institutional Repository

Predrag Cetkovic and Engelbert Stockhammer

Finanzialisierung und Investitionsverhalten von Industrie-  
Aktiengesellschaften in Österreich

Article

*Original Citation:*

Cetkovic, Predrag and Stockhammer, Engelbert (2010) Finanzialisierung und Investitionsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften in Österreich. *Wirtschaft und Gesellschaft*, 36 (4). pp. 453-479. ISSN 0378-5130

This version is available at: <http://epub.wu.ac.at/4906/>

Available in ePub<sup>WU</sup>: March 2016

ePub<sup>WU</sup>, the institutional repository of the WU Vienna University of Economics and Business, is provided by the University Library and the IT-Services. The aim is to enable open access to the scholarly output of the WU.

---

---

# Finanzialisierung und Investitionsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften in Österreich

Predrag Četković, Engelbert Stockhammer

---

---

## 1. Einleitung

Der Begriff Finanzialisierung beschreibt die gestiegene Bedeutung der Finanzmärkte seit den 1980er-Jahren. Er umfasst Phänomene wie die Deregulierung der Finanzmärkte und die Liberalisierung der internationalen Kapitalströme, zunehmende Instabilität auf Finanzmärkten und häufige Finanzkrisen, die Zunahme der Haushaltsverschuldung, die gestiegenen Finanzinvestitionen bzw. die gestiegenen Einkommen aus solchen Investitionen, den gestiegenen Einfluss institutioneller Investoren und auch strukturelle Veränderungen im Finanzsektor.<sup>1</sup> Der Begriff wird auch verwendet, um die zunehmende *Shareholder Value*-Orientierung von Unternehmen des Nicht-Finanzsektors auszudrücken. Darunter wird verstanden, dass die Nicht-Finanzunternehmen sich zunehmend am Ziel der (kurzfristigen) Profitmaximierung und steigender Aktienkurse orientieren und einen wachsenden Anteil der Profite als Dividenden ausschütten.

Dieser Artikel untersucht die Effekte der Finanzialisierung auf das Investitionsverhalten österreichischer Aktiengesellschaften der Sachgütererzeugung.<sup>2</sup> Er baut dabei auf verschiedene Beiträge der postkeynesianischen Theorie auf.<sup>3</sup> Diese zeigt zwei Kanäle, durch die die Finanzialisierung negative Effekte auf die Investitionstätigkeit von Industrieunternehmen hat. Erstens kann die steigende Aktivität von Industrieunternehmen auf Finanzmärkten mit einer Veränderung von Managementprioritäten einhergehen; zweitens stehen durch die steigende Dividendenausschüttung weniger Mittel für Investitionen zur Verfügung. Beide Hypothesen werden ökonometrisch anhand der Statistik der Aktiengesellschaften der Statistik Austria im Rahmen einer Panel-Daten-Analyse für den Zeitraum 1996-2006 überprüft.

Die Untersuchung betritt damit in mehrfacher Hinsicht Neuland. Die Diskussion um die Finanzialisierung hat sich vor allem mit den Entwicklungen in den USA und in Großbritannien beschäftigt.<sup>4</sup> Für Kontinentaleuropa liegen vergleichsweise wenige Arbeiten vor. Diese deuten vor allem für

Frankreich auf eine rasante Finanzialisierung hin, und auch für Deutschland gibt es in einigen Bereichen Anzeichen.<sup>5</sup>

Österreich wird traditionell dem bankorientierten Finanzsystem zugeordnet, in dem Finanzmärkte (im Vergleich zu den marktorientierten Finanzsystemen der angelsächsischen Länder) eine geringe Bedeutung für Investitionsfinanzierung und in der *corporate governance* hatten.<sup>6</sup> Darüber hinaus waren große Teile des Finanzsektors bis in die 1980er-Jahre staatlich kontrolliert oder nicht (im angelsächsischen Sinn) profitorientiert (z. B. Raiffeisen). Private Pensionsvorsorge war weitgehend unbekannt, und es gab wenige Superreiche, deren Gelder Anlage suchten. Daher spielten institutionelle Anleger kaum eine Rolle. Deshalb ist, zumindest auf den ersten Blick, auch nicht zu erwarten, dass die Finanzialisierung in Österreich starke Effekte hat. Es haben sich jedoch in den letzten Jahren auch im österreichischen Finanzsektor strukturelle Veränderungen ergeben.<sup>7</sup> Während die österreichischen Banken früher auch gemeinwirtschaftliche Ziele verfolgt haben, führten sie in den letzten Jahren vor allem einen gewinnorientierten Kurs, der nicht zuletzt zu einer Expansion nach Osteuropa führte. Aber auch die Aktivitäten von internationalen institutionellen Investoren in Österreich haben in den letzten Jahren zugenommen. Im Jahr 2003 betrug deren Anteil an den Börsenumsätzen in Wien weniger als ein Viertel. Bis zum Jahr 2007 ist dieser Anteil jedoch auf rund 64% angestiegen.<sup>8</sup> Österreich ist somit ebenfalls von der Finanzialisierung betroffen, auch wenn diese im Vergleich zu anderen Ländern später erfolgte.

Der Artikel gliedert sich wie folgt. Zunächst sollen die theoretischen Hypothesen zu den Auswirkungen der Finanzialisierung auf die Investitionen der Nicht-Finanzunternehmen vorgestellt werden.<sup>9</sup> Danach erfolgt ein Überblick über die entsprechende empirische Literatur. Gefolgt wird dies von einer kurzen Erläuterung der verwendeten Daten sowie der Regressions-Spezifikation. Danach werden einige Finanzialisierungsindikatoren für die Aktiengesellschaften vorgestellt. Die ökonometrische Untersuchung schließt hier an und wird dann gefolgt von der Berechnung der ökonomischen Auswirkungen. Am Ende werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst und Schlussfolgerungen gezogen.

## **2. Finanzialisierung und das Investitionsverhalten von Nicht-Finanzunternehmen**

Während der Begriff der Finanzialisierung in der Literatur eine breite Palette von Phänomenen umfasst, wird er in diesem Artikel in einem engen Sinne verwendet, d. h. nur soweit als die Finanzialisierung zu Veränderungen im Investitionsverhalten von Unternehmen des Nicht-Finanzsektors führt. Im Folgenden wird, basierend auf der postkeynesianischen Theorie, eine analytische Sichtweise der Finanzialisierung vorgestellt. Die Darstel-

lung ist dabei stark stilisiert und bezieht sich häufig auf die Erfahrungen der angelsächsischen Länder. Untersuchungen zur *Shareholder Value*-Orientierung in Österreich stehen noch aus.

Ausgangspunkt für die Analyse der Veränderungen im Investitionsverhalten von Nicht-Finanzunternehmen ist die Trennung von Eigentum und Kontrolle dieser Firmen. Diese geht auf das späte 19. Jahrhundert zurück. Zu dieser Zeit wurde es in vielen Ländern für kleine Familienunternehmen in zunehmendem Ausmaß schwieriger, den erhöhten Kapitalbedarf bereitzustellen, der durch die fortschreitenden technischen Innovationen gefordert wurde. Eine Welle von Fusionen führte dann zu größeren Unternehmen bzw. Kapitalgesellschaften, und die Kontrolle der Firmen wurde in der Folge an bezahlte ManagerInnen delegiert.<sup>10</sup> Das Eigentum an den großen Kapitalgesellschaften wurde dann in Form von Aktien verbrieft, die den EigentümerInnen das Recht einräumten, an den Profiten der Unternehmen teilzuhaben. Das Unternehmens-Management befasste sich somit mit den alltäglichen Entscheidungen, die in einer Firma getroffen werden müssen. Demgegenüber griffen die EigentümerInnen der Firmen nicht regelmäßig in die Unternehmensführung ein, sondern lieferten ihren Beitrag dazu nur im Rahmen von periodischen Generalversammlungen.

Das Management hat eine ambivalente Klassenposition: Einerseits leitet es das Unternehmen, übernimmt also die Kontroll- und Machtfunktionen des Kapitals im Produktionsprozess, andererseits hat es selbst kaum Eigentum an Produktionsmitteln. Wright (1985) spricht daher von einer neuen Mittelklasse. In der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg unterschieden sich die Ziele des Managements bei großen Kapitalgesellschaften oft von denen der EigentümerInnen. Während sich das Management stark auf das Wachstum der Firma oder auf höhere Marktanteile konzentrierte, waren die Eigentümerinnen und Eigentümer vor allem an hohen Dividenden und der Aktienkursentwicklung interessiert. Darüberhinaus hatten im Sozialpakt der Nachkriegszeit verschiedene *Stakeholder*, vor allem Gewerkschaften, Mitspracherechte, die einer engen Profitorientierung entgegenwirkten. Stockhammer (2004) argumentiert, dass die Wachstumsorientierung, die aus dem relativ autonomen Management und den starken *Stakeholder*-Einfluss resultierte, zu den hohen Wachstumsraten der Realinvestitionen in der Nachkriegszeit beitrug.

Durch die Deregulierung der Finanzmärkte kam es Anfang der 1980er-Jahre (in den angelsächsischen Ländern) zur *Shareholder Revolution*, die, so die These, auch das Investitionsverhalten der Nicht-Finanzunternehmen spürbar veränderte.<sup>11</sup> Die Entwicklung von *junk bonds* erlaubte feindliche Firmenübernahmen. Dadurch entstand ein Markt für Unternehmenskontrolle, der den Austausch missliebigen Managements durch aktivistische Großaktionäre erlaubt. Die Entlohnungsschemata des Managements wurden geändert, um, nicht zuletzt durch Aktienpakete als Teil der

Bezahlung, die Interessen des Managements mit denen der Aktionäre in Einklang zu bringen. *Shareholder Value* als Managementziel wurde durch Unternehmensberatungsfirmen entwickelt. Prinzipiell geht es darum, das Management eines Unternehmens dazu anzuhalten, in erster Linie den Profit als Unternehmensziel zu verfolgen.<sup>12</sup> Dies führt dann oft zu Entlassungen von MitarbeiterInnen, um dadurch die Kosten zu reduzieren und die Profite zu erhöhen.

Im Rahmen dieser *Shareholder Value*-Orientierung der Nicht-Finanzunternehmen verlagert einerseits das Management seinen Anlagefokus von Realinvestitionen weg und tätigt vermehrt Finanzinvestitionen, um über einen kürzeren Zeitraum Profite, und somit einen höheren *Shareholder Value*, generieren zu können. Auf der anderen Seite steigt durch den wachsenden Einfluss der AktionärInnen auch der Druck auf die Unternehmen, ihre Gewinne auszuschütten, wodurch in Folge weniger Mittel für potenzielle Realinvestitionen zur Verfügung stehen.

Es ergeben sich somit zwei Kanäle, durch die die Finanzialisierung einen Einfluss auf die Realinvestitionen von Unternehmen des Nicht-Finanzsektors haben kann. Der erste Kanal besteht in einer Veränderung der Ziele des Unternehmens. Durch die Möglichkeit feindlicher Übernahmen, durch Zurückdrängen anderer Stakeholder, v. a. der Vertreter der ArbeitnehmerInnen, und durch eine Änderung der Bezahlung von ManagerInnen wurden die Unternehmensziele jenen der Aktionäre angeglichen. Damit wurden Produktions- und Beschäftigungswachstum als eigenständige Ziele zurückgedrängt und machten einer genuinen Profit- und Aktienkursorientierung Platz. Dadurch ändert sich der Stellenwert von Finanzinvestitionen im Unternehmen: Waren diese im klassischen Industrieunternehmen instrumentell für die Expansion des Unternehmens im produktiven Bereich, so wurden sie nun eine normale Alternative zu Realinvestitionen. Die vermehrten Finanzinvestitionen von Nicht-Finanzunternehmen sind damit ein Symptom geänderter Unternehmensziele.<sup>13</sup> In ökonomischen Untersuchungen werden die Einkommen aus Finanzinvestitionen als Indikator verwendet. Die Variable könnte aber auch einen positiven Effekt auf die Realinvestitionen haben: Sind die Kapitalmärkte nicht perfekt und die Unternehmen daher kreditrestringiert, so könnten höhere Profite aus Finanzeinkommen die realen Investitionen erhöhen.

Die zweite Wirkungsweise der Finanzialisierung auf die physischen Investitionen von Unternehmen des Nicht-Finanzsektors ergibt sich durch die Beschränkung der Investitionsfinanzierung aufgrund der zunehmenden Ausschüttung der Profite (und durch steigende Zinszahlungen). Die Firmen können ihre Investitionen durch interne und durch externe Mittel finanzieren. Die externe Finanzierung besteht zumeist aus Bankkrediten. Die Firmen können die externen Mittel aber nicht zu den gleichen Bedingungen aufbringen wie die internen. Die interne Finanzierung in Form von

einbehaltenen Profiten stellt somit einen sehr wichtigen Faktor bei Investitionsentscheidungen dar. Der gestiegene Aktionärs einfluss verlangt jedoch von den Unternehmen des Nicht-Finanzsektors, dass sie ihre Profite zunehmend ausschütten. Mit der Hochzinspolitik in den 1980er-Jahren war die Finanzialisierung zunächst durch höhere Zinsaufwendungen bemerkbar. Später wurden diese aber von einem rasanten Anstieg der ausgeschütteten Dividenden an die AktionärInnen überschattet. Die Orientierung des Unternehmens-Managements auf Einbehaltung der Gewinne zur Reinvestition verlagert sich dadurch immer mehr zu einer Strategie der Ausschüttung der Profite und der Reduktion der Unternehmensgröße zum Vorteil der Aktionäre.<sup>14</sup> Einen weiteren wichtigen Faktor bei der Reduktion interner Mittel stellen die Aktienrückkäufe der Unternehmen dar. Diese Rückkäufe von eigenen Aktien haben vor allem die Wirkung, dass der Preis der Aktien des Unternehmens kurzfristig ansteigt. Somit können durch diese Maßnahmen einerseits die Aktienwerte für die Anteilseigner gesteigert werden, und andererseits profitiert auch das Management davon, da dessen Entlohnung zum Teil auch aus Aktienoptionen besteht.<sup>15</sup> Optionsberechtigte sind in der Regel jedoch vom Erhalt von Dividendenzahlungen ausgeschlossen, und deshalb könnten ManagerInnen eher an steigenden Aktienkursen infolge von Aktienrückkäufen interessiert sein als an der Ausschüttung von Gewinnen in Form von Dividenden an AktionärInnen.<sup>16</sup>

Um diese beiden Hypothese zu untersuchen, wird folgende Investitionsfunktion verwendet werden:

$$(1) I = I(Y, R, F^I, F^P)$$

wobei I die Investitionen, Y die Nachfrage, R die Profite,  $F^I$  die Finanzeinnahmen und  $F^P$  die Finanzzahlungen darstellen.

Die Nachfragevariable Y wird in empirischen Schätzungen von Investitionsfunktionen regelmäßig als erklärende Variable herangezogen. Sie sollte einen positiven Effekt auf die Investitionen haben. Die Profite dienen als Maß für die Einkommensverteilung zwischen Kapital und Arbeit. Es wird hier erwartet, dass steigende Profite zu einem Anstieg der physischen Investitionen führen.

Die beiden zuvor erläuterten Kanäle der Finanzialisierung werden durch die Finanzeinnahmen bzw. die Finanzzahlungen der Unternehmen repräsentiert. Ein Anstieg der Finanzeinnahmen bietet einen Anreiz dafür, dass die Industrieunternehmen ihren Anlagefokus zunehmend auf Finanzinvestitionen verlagern. Steigende Einnahmen in Form von Zinsen, Dividenden etc. könnten das Unternehmensmanagement dazu verleiten, mehr Finanzinvestitionen zu tätigen. Dies könnte dann dazu führen, dass die Firmen sich weniger am Wachstum orientieren und somit auch weniger in physische Anlagen investieren. Die Finanzzahlungen stellen einen Indikator für

die Reduktion der internen Mittel dar. Wie bereits erwähnt, führt der gestiegene Aktionärs Einfluss dazu, dass die Unternehmen einen großen Teil ihrer Profite an die AktionärInnen ausschütten. Dies geschieht zumeist in Form von Dividenden, die neben Zinszahlungen dann die internen Mittel für Investitionen vermindern. Es wird somit erwartet, dass sowohl die Finanzeinnahmen als auch die Finanzausgaben einen negativen Effekt auf die Investitionen haben. Die Effekte werden in Sektion 6 dann näher untersucht.

### **3. Empirische Literatur zu Finanzialisierung und Investitionsverhalten**

Für Österreich gibt es bisher noch keine Arbeiten zu den Auswirkungen der Finanzialisierung auf Unternehmensinvestitionen. Für österreichische Unternehmen wurden generell auch nur wenige Schätzungen von Investitionsfunktionen durchgeführt. Neben den Investitionsfunktionen in den Makromodellen des WIFO,<sup>17</sup> des IHS<sup>18</sup> und der OeNB<sup>19</sup> gibt es nur wenig weitere Literatur. Es gibt einige Analysen auf Basis von Unternehmensbilanzdaten, die sich vorwiegend mit dem Thema der asymmetrischen Information beschäftigen.<sup>20</sup> Die Untersuchungen basieren auf Akzelerator-Modellen bzw. neoklassischen Investitionsmodellen und kommen zum Ergebnis, dass vor allem kleine Unternehmen in ihren Investitionsentscheidungen von asymmetrischer Information betroffen sind. Es gibt aber auch weitere Arbeiten, die die Investitionen für Österreich auf Makroebene analysieren. Diese Arbeiten ermitteln die Auswirkungen der Einkommensverteilung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in einem Bhaduri-Marglin-Modell.<sup>21</sup> Während Hein und Vogel (2008) keinen signifikanten Einfluss der Profitquote auf die Investitionen in Österreich finden, ergibt sich bei Stockhammer und Ederer (2008) ein langfristig signifikanter Effekt der Profite auf die Investitionen. Keine dieser Arbeiten berücksichtigt jedoch Effekte der Finanzialisierung.

Empirische Überprüfungen der Auswirkung der Finanzialisierung auf die Investitionstätigkeit sind rar und beziehen sich zum größten Teil auf die Vereinigten Staaten. Es gibt auch hier zum einen Analysen auf Basis von Mikrodaten und zum anderen Untersuchungen, die Makrodaten verwenden. Es folgt nun ein Überblick über die wichtigsten Kernpunkte sowie die Ergebnisse der vorhandenen ökonometrischen Arbeiten zu dieser Problematik.

Stockhammer (2004) untersucht für die Staaten USA, Großbritannien, Frankreich und Deutschland die Auswirkungen verstärkter Finanzinvestitionen von Nicht-Finanzunternehmen auf deren Kapitalakkumulation von 1960 bis in die frühen 1990er-Jahre anhand von Makrodaten. Für die Analyse wurde auf Daten aus der OECD Economic Outlook-Datenbank zu-

rückgegriffen. Die Finanzialisierungs-Variable wurde definiert als Verhältnis der Summe aus Zins- und Dividendeneinnahmen zur Wertschöpfung der Nicht-Finanzunternehmen. Die Arbeit kommt zum Ergebnis, dass Einnahmen in Form von Dividenden und Zinsen einen negativen Einfluss auf die Kapitalakkumulation in den USA und in Frankreich hatten. Für Großbritannien konnte zwar ein negativer Zusammenhang festgestellt werden, dort gab es jedoch in der betrachteten Zeitperiode keinen Rückgang der Kapitalakkumulation. Im Fall von Deutschland wurde kein signifikantes Ergebnis gefunden.

Argitis und Pitelis (2006) führen ebenfalls eine Analyse der Auswirkungen der gestärkten Finanzmärkte auf die Kapitalakkumulation von Nicht-Finanzunternehmen durch, ohne dabei jedoch den Begriff der Finanzialisierung zu verwenden. Dies erfolgt für den Zeitraum 1974-2002 für die Vereinigten Staaten und Großbritannien. Die zugrunde liegenden Daten wurden aus den verschiedensten Datenbanken der OECD, des IMF sowie nationaler Institute bezogen. In dieser Arbeit wird untersucht, welchen Effekt das Verhältnis von Finanzprofiten zu Industrieprofiten auf die Wachstumsrate des Kapitalstocks in der betrachteten Zeitperiode hatte. Dazu wurden die Finanzprofite als Zinszahlungen des Nicht-Finanzsektors definiert, und die Industrieprofiten ergeben sich dann aus der Differenz von Gesamtprofiten und Finanzprofiten. Dem Ergebnis zufolge führt ein Anstieg des Verhältnisses von Finanzprofiten zu Industrieprofiten sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Großbritannien zu einer sinkenden Wachstumsrate des Kapitalstocks.

Eine weitere Untersuchung der Finanzialisierung bietet die Arbeit von van Treeck (2008). Die Analyse wurde für die Vereinigten Staaten durchgeführt, und es wird untersucht, ob Dividenden- und Zinszahlungen von Nicht-Finanzunternehmen dazu führen, dass diese Firmen aufgrund der verringerten internen Finanzmittel weniger physische Investitionen tätigen können. Die Untersuchung bezieht sich auf die Zeitperiode 1965-2004 und verwendet dazu Daten aus der OECD Economic Outlook-Datenbank sowie weitere Daten des amerikanischen Bureau of Economic Analysis. Es wird eine Spezifikation in ECM-Form geschätzt, und neben den Zins- und Dividendenzahlungen wird auch die Profitquote im Modell als Regressor berücksichtigt. Beim Ergebnis konnte sowohl ein negativer Zusammenhang zwischen den Zinszahlungen und den Investitionen als auch zwischen den Dividendenzahlungen und den Investitionen gefunden werden.

Orhangazi (2008) bietet die erste Analyse der Auswirkungen der Finanzialisierung auf die Investitionen von Nicht-Finanzunternehmen auf Mikroebene. Anhand von Bilanzdaten werden US-Unternehmen für den Zeitraum 1973-2003 im Rahmen einer Panel-Daten-Analyse untersucht. Die zugrunde liegenden Daten stammen aus der „Standard and Poors' Compustat annual industrial database“. Es wird einerseits analysiert, ob



reale Investitionen durch Finanzinvestitionen verdrängt wurden. Dazu wird getestet, ob finanzielle Einnahmen einen negativen Effekt auf die Realinvestitionen haben. Andererseits sollte auch festgestellt werden, ob geringere einbehaltene Profite, die sich aufgrund von gestiegenen Zahlungen an die Finanzmärkte ergeben, zu geringeren Investitionen geführt haben. Die Unternehmen werden zum einen ihrer Größe nach gruppiert, und zum anderen werden Firmen der verarbeitenden Industrie auch getrennt betrachtet. Die variablen Finanzeinnahmen und Finanzaufwendungen stellen die Indikatoren für die beiden zu untersuchenden Finanzialisierungseffekte dar. Zu den Ergebnissen zählt unter anderem, dass zwischen den Finanzaufwendungen und den Investitionen, unabhängig von der Größe der Unternehmen, ein negativer Zusammenhang besteht. Bei den Finanzeinnahmen kann ein negativer Effekt nur für große Unternehmen festgestellt werden. Für die kleinen Firmen ergibt sich hier zwar ein signifikanter Zusammenhang, dieser ist jedoch positiv.

Eine weitere Analyse mit Mikrodaten wurde von Demir (2009) durchgeführt. Hierbei handelt es sich um die einzige Untersuchung der Finanzialisierung für Entwicklungsländer. Es wurden Industrieunternehmen in den Ländern Argentinien, Mexiko und der Türkei in einem Panel mit Halbjahres-Unternehmensbilanzdaten analysiert. Für die beiden lateinamerikanischen Länder wurden die Daten aus der Economatica-Datenbank bezogen, für die Türkei wurde die Online-Datenbank der Börse Istanbul verwendet. Der untersuchte Zeitraum umfasst die Periode 1990-2003, wobei sich die genauen Zeitperioden für die drei Staaten ein wenig unterscheiden. Die entscheidende Variable für die Finanzialisierung wurde als Lücke zwischen den Einnahmen aus physischen Anlagen und den Einnahmen aus Finanzanlagen definiert. Anhand dieser wurden dann zwei Hypothesen getestet. Einerseits sollte festgestellt werden, welchen Einfluss die Finanzialisierung auf die Realinvestitionen der betrachteten Unternehmen hat. Andererseits sollte auch der Effekt auf die Finanzinvestitionen ermittelt werden. Die Regressionspezifikation erfolgt in einem *portfolio choice*-Modell. Dem Ergebnis zufolge führt in allen betrachteten Ländern ein Anstieg der Einnahmen aus Finanzanlagen, der stärker ist als der Anstieg der Einnahmen aus physischen Anlagen, zu sinkenden Realinvestitionen bzw. zu steigenden Finanzinvestitionen.

Eine Untersuchung der Auswirkungen der Finanzialisierung auf die aggregierte Nachfrage in einem erweiterten Bhaduri-Marglin-Modell für die USA bieten Onaran et al. (2009). Die Untersuchung wurde auf Basis von Quartalsdaten, die aus den „US Flow of Funds“ sowie „NIPA-Tables“ stammen, für den Zeitraum 1960-2007 durchgeführt. Hier wurde die Profitquote in einen Rentier- und einen Nicht-Rentier-Anteil unterteilt. Der Rentier-Anteil sollte dann die Effekte der Finanzialisierung auf die Investitionen messen. Es wurden unterschiedliche Spezifikationen geschätzt,

und im Ergebnis konnte ein negativer Einfluss der Rentier-Profite auf die Investitionen gefunden werden.

Die in dieser Arbeit verwendete Investitionsfunktion ist jener von Stockhammer (2004) und Orhangazi (2008) am ähnlichsten, unterscheidet sich aber von beiden, indem sektorale Daten verwendet werden. Die verwendeten Daten werden im nächsten Abschnitt erläutert. Was aber aus allen zuvor vorgestellten Arbeiten eindeutig hervorgeht, ist dass die Finanzialisierung einen negativen Effekt auf die Investitionen hat. Ob auch für österreichische Unternehmen ein negativer Einfluss zu finden ist, wird in Abschnitt 6 ermittelt.

#### 4. Daten und Spezifikation

Bei der verwendeten Statistik handelt es sich um die Statistik der Aktiengesellschaften, die von der Statistik Austria erhoben wird. In der Statistik werden neben allgemeinen Aktiengesellschaften, zu denen die Unternehmen der Sachgütererzeugung zählen, auch die Versicherungs- und Bankaktiengesellschaften sowie die Pensionskassen getrennt ausgewiesen.<sup>22</sup> Der Erfassungsgrad der allgemeinen Aktiengesellschaften beträgt zwischen 70 und 80 Prozent. Es werden die unkonsolidierten Bilanzen und die Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Anlagespiegel und die Gewinnverwendung erfasst und nach ÖNACE-Abteilungen (ÖNACE-Zweisteller) aggregiert. Insgesamt betrachtet fällt der Anteil der Aktiengesellschaften an der Gesamtzahl der österreichischen Unternehmen mit 0,5 Prozent sehr gering aus. Der Wertschöpfungsanteil wird jedoch auf rund 25 Prozent geschätzt.<sup>23</sup>

In dieser Arbeit werden nur die Unternehmen des Sektors Sachgütererzeugung betrachtet.<sup>24</sup> In der ökonometrischen Analyse wurden für die Investitionen die Zugänge zum Sachanlagevermögen verwendet. Die Umsatzerlöse wurden als Nachfrage-Variable herangezogen. Für die Berechnung der Profitquote wurden der Betriebserfolg und der Personalaufwand verwendet. Die Finanzeinnahmen wurden als Summe von Erträgen aus Beteiligungen und verbundenen Unternehmen, Erträgen aus anderen Wertpapieren, sonstigen Zinsen sowie Erträgen aus dem Abgang von Finanzanlagen und Wertpapieren des Umlaufvermögens definiert. Die Finanzaufwendungen ergeben sich als Summe von Aufwendungen aus Finanzanlagen, Zinsen und ähnlichen Aufwendungen sowie gezahlten Dividenden. Bis auf die Zugänge zum Sachanlagevermögen sind alle Variablen der ISIS-Datenbank der Statistik Austria entnehmbar. Die Zugänge zum Sachanlagevermögen wurden auf Anfrage von der Statistik Austria bereitgestellt. Weiters wurden die Investitionen mit dem Deflator für Bruttoanlageinvestitionen und die anderen Variablen mit dem BIP-Deflator deflationiert, die beide aus der AMECO-Datenbank stammen.

Die Daten in der ISIS-Datenbank sind in zwei Zeiträume geteilt. Einerseits sind für den Zeitraum 1995-2000 die Daten in 1 Mio Euro-Beträgen angeführt, und andererseits für den Zeitraum 2001-2006 in 1.000 Euro-Beträgen. Generell ist anzumerken, dass in etlichen ÖNACE-Abteilungen nur sehr wenige Unternehmen vorhanden sind, und deren Anzahl noch dazu (vermutlich wegen Änderung der Klassifizierung) beträchtlichen Schwankungen unterliegt (siehe Tabelle A.1 im Anhang), weshalb die Datenqualität zum Zweck einer ökonometrischen Analyse insgesamt nicht als hoch eingestuft werden kann.

Aus Datenmangel konnten die Finanzialisierungs-Variablen in einigen Fällen nicht oder nicht durchgängig berechnet werden.<sup>25</sup> Die Abteilungen Ledererzeugung und -verarbeitung (19), Herstellung von Büromaschinen und Datenverarbeitungsgeräten (30) sowie Medizin-, Mess- und Regelungstechnik (33) mussten deshalb gänzlich ausgeschlossen werden. Die Abteilung Herstellung von Bekleidung (18) wurde aus selbem Grund nur von 2001 bis 2006 berücksichtigt. Die Abteilung Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen (34) ist nur für den Zeitraum 1999-2006 berücksichtigt, da die Investitionen in den Jahren 1996 und 1998, in Relation zu den anderen Jahren, unplausibel hohe Wachstumsraten aufweisen.<sup>26</sup> Die Abteilung Rückgewinnung (37) ist nur in wenigen Jahren verfügbar und wurde deshalb ausgeschlossen.

Insgesamt besteht das unbalancierte Panel somit aus 19 Abteilungen für die Zeitperiode 1996-2006 mit insgesamt 155 Beobachtungen. Die Panel-Daten-Analyse erfolgt mithilfe der *fixed effects*-Methode. In Form von *Sektor-Dummies* sollen die Heterogenitäten zwischen den Abteilungen berücksichtigt werden. *Zeit-Dummies* werden ebenfalls in die Regression integriert, um für unbeobachtete zeitliche Effekte zu kontrollieren, die alle Abteilungen in gleicher Weise beeinflussen. Die verwendete Spezifikation ähnelt grundsätzlich einem Akzelerator-Modell. Neben einer Nachfragevariable wurden hier die Profitquote sowie die beiden Finanzialisierungs-Variablen als zusätzliche Regressoren inkludiert. Ausgangspunkt der Schätzung ist eine ADL-Spezifikation mit je zwei Verzögerungen aller Variablen.

$$(2) \quad I_{j,t} = \sum_{k=1}^n I_{j,t-k} + \sum_{k=0}^n Y_{j,t-k} + \sum_{k=0}^n \Pi_{j,t-k} + \sum_{k=0}^n F_{j,t-k}^I + \sum_{k=1}^n F_{j,t-k}^P + \eta_j + v_t + \varepsilon_{j,t}$$

Gleichung 2 stellt die zu schätzende Spezifikation dar. Dabei steht  $I_{j,t}$  für die Investitionen,  $Y_{j,t}$  für die Umsatzerlöse,  $\Pi_{j,t}$  für die Profitquote,  $F_{j,t}^I$  für die Finanzeinnahmen und  $F_{j,t}^P$  für die Finanzaufwendungen. Der Parameter  $\eta_j$  steht für die sektorspezifischen Effekte,  $v_t$  für die Zeiteffekte und  $\varepsilon_{j,t}$  für den Störterm. Der Index  $j$  bezeichnet die Querschnittseinheit und  $t$  die Zeitperiode. Die Variablen gehen bis auf die Profitquote alle in Logarithmen in die Schätzung ein. Für den Effekt der Profite wurde hier die Profitquote

definiert, da die Profite in den verwendeten Daten auch negative Werte enthalten und diese somit durch logarithmieren aus der Analyse herausgefallen wären.<sup>27</sup>

## 5. Stilisierte Fakten

Bevor die Finanzialisierungseffekte ökonometrisch getestet werden, soll zuerst eine deskriptive Darstellung der Entwicklung wichtiger Indikatoren der betrachteten Aktiengesellschaften der sachgütererzeugenden Industrie erfolgen.<sup>28</sup>

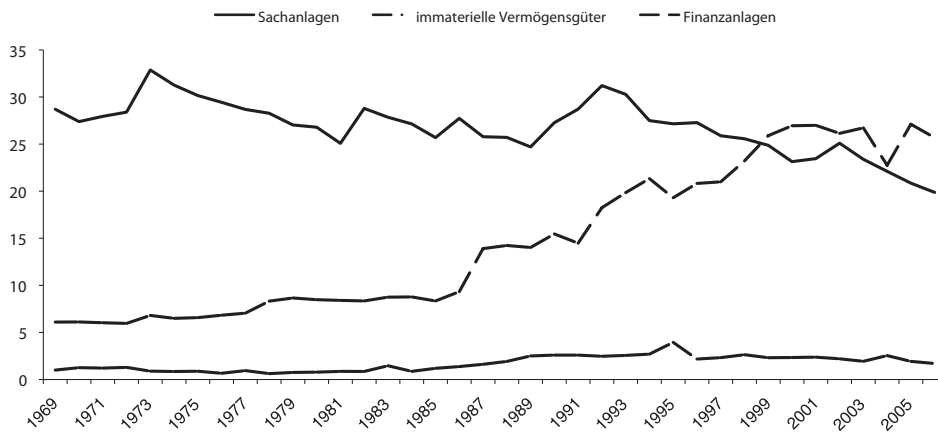
Das Anlagevermögen in Prozent der Bilanzsumme, getrennt nach Sachanlagen, immateriellen Vermögensgütern und Finanzanlagen, ist in Abbildung 1 für den Zeitraum 1969-2006 dargestellt. Beim Sachanlagevermögen (Bauten, Maschinen, Betriebsausstattung etc.) zeigt sich, dass dieses zwischen 1969 und 1992 um einen Wert von 27% der Bilanzsumme schwankte und mit 33% im Jahr 1973 und 31% im Jahr 1992 die höchsten Werte erzielte. Ab dem Jahr 1992 ist jedoch eine kontinuierliche Abnahme des Sachanlagevermögens erkennbar, und das Verhältnis zur Bilanzsumme betrug im Jahr 2006 nur noch knapp 20%.

Die immateriellen Vermögensgüter (Konzessionen, Rechte, etc.) hatten im gesamten betrachteten Zeitraum einen niedrigen Anteil an der Bilanzsumme, wobei hier zwischen 1984 und 1995 ein Anstieg von 1% auf 4% und dann wieder ein Abfall auf 2% bis zum Jahr 2006 erkennbar ist.

Das Finanzanlagevermögen (Beteiligungen, Wertpapiere des Anlagevermögens, etc.) hingegen weist in der gesamten dargestellten Zeitperiode einen steigenden Trend auf. Der Anteil der Finanzanlagen an der Bilanzsumme stieg von 6% im Jahr 1969 auf ungefähr 10% im Jahr 1986. Ab 1986 beschleunigte sich dieser Anstieg sichtbar, und das Verhältnis der Finanzanlagen zur Bilanzsumme betrug im Jahr 2006 bereits mehr als 25%. Weiters ist ersichtlich, dass die Finanzanlagen seit 1999 ständig höher sind als die Sachanlagen. Der Rückgang der Sachanlagen und die Zunahme der Finanzanlagen sind somit ein erstes Anzeichen, dass die hier betrachteten Aktiengesellschaften von der Finanzialisierung betroffen sind. Das Ergebnis über die Entwicklung des Anlagevermögens bis Mitte der 1980er-Jahre deckt sich auch weitgehend mit den Resultaten einer früheren Auswertung der in dieser Arbeit verwendeten Statistik sowie anderer Datengrundlagen.<sup>29</sup>

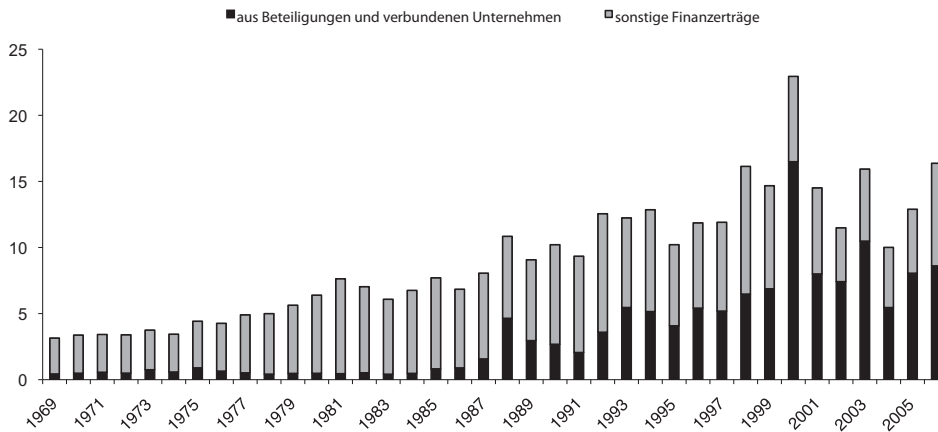
Abbildung 2 zeigt einerseits die Erträge aus Beteiligungen und aus verbundenen Unternehmen.<sup>30</sup> Andererseits sind auch die sonstigen Finanzerträge, zu denen Zins- und Wertpapiererträge sowie Erträge aus dem Abgang von und der Zuschreibung zu Finanzanlagen und Wertpapieren des Umlaufvermögens gehören, zu sehen.<sup>31</sup> Die Finanzerträge werden jeweils in Prozent der Wertschöpfung für die Zeitperiode 1969-2006 darge-

**Abbildung 1: Anlagevermögen nach Art in Prozent der Bilanzsumme, 1969-2006**



Q: Statistik der Aktiengesellschaften (ISIS-Datenbank/Statistische Jahrbücher/Jahresberichte).

**Abbildung 2: Finanzerträge in Prozent der Wertschöpfung, 1969-2006**



Q: Statistik der Aktiengesellschaften (ISIS-Datenbank/Statistische Jahrbücher/Jahresberichte).

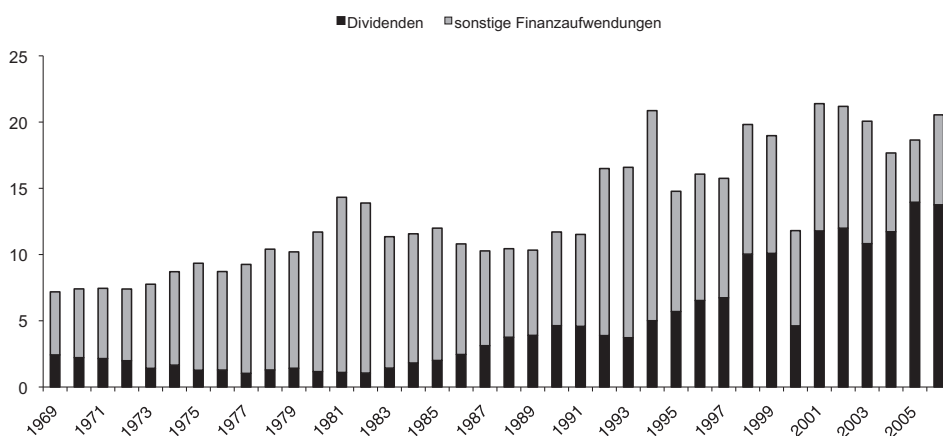
Anmerkung: Bruch in Reihen 1992 (siehe Anmerkung 31).

stellt.<sup>32</sup> Zu Beginn des betrachteten Zeitraumes betrug das Verhältnis der gesamten Finanzerträge zur Wertschöpfung noch rund 3%, stieg jedoch ab 1975 kontinuierlich an und endete im Jahr 2006 bei einem Wert von ungefähr 16%. Den höchsten Wert in Bezug zur Wertschöpfung erreichten die gesamten Finanzerträge im Jahr 2000 mit rund 23%, wobei dieser Wert, verglichen mit dem restlichen Verlauf, eine auffallende Abweichung darstellt.

Die Erträge aus Beteiligungen und verbundenen Unternehmen lagen zwischen den Jahren 1969 und 1986 bei rund 0,5% der Wertschöpfung. Diese stiegen dann ab 1987 relativ stark an und erreichten im Jahr 2006 ungefähr 9% der Wertschöpfung. Bei diesen Finanzeinnahmen ist jedoch nicht erkennbar, ob es sich um Einnahmen aus Finanzanlagen im Inland oder aus Direktinvestitionen im Ausland handelt. Da die österreichischen Unternehmen vor allem in den osteuropäischen Ländern hohe Direktinvestitionen getätigt haben, könnte es sich bei den Beteiligungen bzw. Anteilen an verbundenen Unternehmen auch um Tochtergesellschaften im Ausland handeln. Dadurch wären neben der Finanzialisierung auch die Veränderungen in der internationalen Arbeitsteilung abgebildet.

In Abbildung 3 sind die Finanzaufwendungen, getrennt nach ausgeschütteten Dividenden und sonstigen, in Prozent der Wertschöpfung zu sehen. Zu den Letzteren zählen die Zinsaufwendungen sowie die Aufwendungen aus Finanzanlagen und Wertpapieren des Umlaufvermögens.<sup>33</sup> Bis zum Jahr 1973 lagen die gesamten finanziellen Aufwendungen bei rund 7,5% der Wertschöpfung und verzeichneten danach einen Anstieg auf mehr als 14% im Jahr 1981. Dann ergab sich bis 1989 ein kurzzeitiger Abfall, und ab 1990 stiegen die gesamten Finanzaufwendungen dann wieder an. Am Ende der betrachteten Periode im Jahr 2006 lag der Anteil der Finanzaufwendungen an der Wertschöpfung bei mehr als 20%. Auffällig an der Entwicklung ist der mit ca. 12% relativ niedrige Wert im Jahr 2000, da die Werte in den Jahren davor und danach deutlich höher waren. Verglichen mit den gesamten Finanzerträgen in Abbildung 2 ergibt

**Abbildung 3: Finanzaufwendungen in Prozent der Wertschöpfung, 1969-2006**



Q: Statistik der Aktiengesellschaften (ISIS-Datenbank/Statistische Jahrbücher/Jahresberichte).

Anmerkung: Bruch in Reihen 1992 (siehe Anmerkung 33).

sich im Jahr 2000 bei den finanziellen Aufwendungen ein gegenläufiges Ergebnis, da bei den Erträgen der Wert in diesem Jahr deutlich höher lag als vorher und nachher.

Die ausgeschütteten Dividenden der Aktiengesellschaften sind ebenfalls aus Abbildung 3 ersichtlich. Im Jahr 1969 hatten die Dividenden noch einen Anteil von rund 2,5% an der Wertschöpfung, der jedoch in den folgenden Jahren ein wenig absank. Zwischen 1973 und 1983 lag das betrachtete Verhältnis dann bei ungefähr 1,5%. Danach setzte aber ein steigender Trend ein, und 1990 wurden ca. 4,5% der Wertschöpfung in Form von Dividenden ausgeschüttet. Dieser Aufwärtstrend beschleunigte sich dann ab den 1990er-Jahren sichtbar bis zum Ende des dargestellten Zeitraumes, als die gezahlten Dividenden bereits einen Anteil von fast 14% der Wertschöpfung aufwiesen. Der deutliche Anstieg der Dividenden seit Mitte der 1980er-Jahre belegt eindeutig, dass die Aktiengesellschaften von der Finanzialisierung betroffen sind.

In Österreich weisen Ausschüttungen in Form von Dividenden, Zinsen etc. aber auch auf volkswirtschaftlicher Ebene einen steigenden Trend auf. Während solche Ausschüttungen durch den VGR-Sektor Kapitalgesellschaften 1995 noch 52,9% des Sektor-Betriebsüberschusses betrugten, stiegen sie bis 2006 auf 60,4% an.<sup>34</sup> Die AktionärInnen gewannen offensichtlich an Einfluss, der zu verstärkten Ausschüttungen der Profite führte.

In Abbildung 4 sind die Zugänge zum Sachanlagevermögen zu sehen.<sup>35</sup> Diese werden im Verhältnis zum Betriebserfolg dargestellt, wobei für den Betriebserfolg zur Glättung konjunktureller Schwankungen ein Drei-Jahres-Durchschnitt berechnet wurde.<sup>36</sup> Das Verhältnis der Zugänge zum Sachanlagevermögen zum Betriebserfolg hat in den 1970er- und 1980er-Jahren einen stark volatilen Verlauf. In den 1970er-Jahren wurde im Durchschnitt ungefähr das Dreifache des Betriebserfolges in neue Sachanlagen investiert. In den 1980er-Jahren betrugten die Investitionen dann durchschnittlich das Zweifache des Betriebserfolges. Ab den 1990er-Jahren sind dann zwar keine Volatilitäten, dafür aber ein sinkender Trend für die Zugänge zum Sachanlagevermögen sichtbar. Wurde am Anfang der 1990er-Jahre im Durchschnitt noch ungefähr das Zweifache des Betriebserfolges für neue Sachanlagen verwendet, so waren es in den 2000er-Jahren weniger als 100%. Die Investitionen haben ab den 1990er-Jahren auch einen gegenläufigen Trend zu den Profiten, die in den 1990er- und 2000er-Jahren gestiegen sind.<sup>37</sup>

Insgesamt ist also die Finanzialisierung der Aktiengesellschaften in Österreich in mehreren Dimensionen empirisch klar nachweisbar: Seit Anfang der 1980er-Jahre sind die Finanzanlagen als Teil des Betriebsvermögens stark angestiegen (und übersteigen mittlerweile die Sachanlagen). Die Finanzerträge sind von unter 5% (1970) auf 15% der Wertschöpfung

#### Abbildung 4: Zugang zum Sachanlagevermögen im Verhältnis zum Betriebserfolg 1971-2006



Q: Statistik der Aktiengesellschaften (ISIS-Datenbank/Statistische Jahrbücher/Jahresberichte)

Anmerkung: Bruch in Reihen 1992 (siehe Anmerkung 36).

(2006) gestiegen. Die Finanzaufwendungen haben von rund 7% (1970) der Wertschöpfung auf 20% (2006) zugenommen, wobei der Anstieg in den 1980er-Jahren eher auf hohe Zinszahlungen und seit Mitte der 1990er-Jahre zunehmend auf die Dividendenausschüttungen zurückzuführen ist. Der nächste Abschnitt wird nun ökonometrisch untersuchen, ob die Finanzialisierung einen nachweisbaren Effekt auf die Investitionstätigkeit hatte.

## 6. Regressionsergebnisse

Am Beginn der Analyse von Daten, die ein Zeitreihenelement aufweisen, steht üblicherweise die Überprüfung der Stationarität mithilfe von *unit-root*-Tests. Im konkreten Fall ist dies jedoch schwierig. Es gibt zwar *unit-root*-Tests, die speziell für Panel-Daten entwickelt wurden. Diese sind aber für die in dieser Arbeit zugrunde liegende Datenstruktur nicht geeignet, da sie von einer größeren Anzahl an Querschnittseinheiten ausgehen. Bezüglich der Kointegrationstests gilt Ähnliches. Für die für Zeitreihen verwendeten *unit root*-Tests, wie beispielsweise der „Augmented Dickey Fuller-Test“ (ADF-Test), sind die Zeitreihen bei den hier verwendeten Daten jedenfalls zu kurz. Unser Vorgehen ist daher pragmatisch: Eine Spezifikation der Variablen in Niveaus könnte zu Problemen führen, falls diese nicht stationär sind. Die Variablen gehen hier trotzdem in Niveaus in die Regression ein. Autokorrelationstests sollten dann auf eine mögliche Missspezifikation hindeuten.



Bei der ökonometrischen Schätzung wurde ursprünglich von einer Spezifikation ausgegangen, bei der jeweils zwei Verzögerungen aller Variablen inkludiert wurden. Es zeigte sich hier, dass die Verzögerungen der abhängigen Variable durch die Erweiterung um Sektoreffekte statistisch nicht signifikant werden und dass deren Koeffizientengröße sehr klein ist. Da der „Wald-Test“ für die Sektor-*Dummies* eindeutig das Ergebnis liefert, dass diese statistisch signifikant sind, wurden die *Dummies* beibehalten und die Verzögerungen der abhängigen Variable entfernt.<sup>38</sup> Ausgehend von diesem Modell wurde ein *Testing-Down* durchgeführt, bei dem Schritt für Schritt die am geringsten statistisch signifikante Variable aus dem Modell entfernt und die Anzahl der Verzögerungen reduziert wurde. Tabelle 1 enthält die Ergebnisse des *Testing-Down*. Hier wurde in Spalte 1 zuerst eine Regression dargestellt, die als erklärende Variablen den kontemporären Umsatz, die um zwei Perioden verzögerte Profitquote, die kontemporären Finanzeinnahmen und die um eine Periode verzögerten Finanzaufwendungen enthält. In Spalte 2 wurden dann zusätzlich die Sektor-*Dummies* hinzugefügt. Schließlich enthält die dritte Spalte dann sowohl die Sektoreffekte als auch die Zeiteffekte.

Die erste Spalte der Tabelle 1 zeigt die Variante ohne Sektor- und Zeiteffekte, die nur zu Vergleichszwecken dargestellt wurde. Der niedrige Wert der Durbin-Watson-Statistik deutet darauf hin, dass dieses Modell unter Missspezifikation leidet. Die entsprechenden Tests belegen ebenfalls, dass hier weder gruppenweise Heteroskedastizität noch Autokorrelation erster Ordnung ausgeschlossen werden können.<sup>39</sup>

Für das Modell mit Sektor-*Dummies* in Spalte 2 ergeben sich bereits deutliche Verbesserungen bei den Test-Statistiken. Die Umsatzerlöse weisen eine starke statistische Signifikanz auf. Für die Profitquote zeigt sich nun ein niedrigerer Koeffizient, der aber nicht statistisch signifikant ist. Bei den Finanzeinnahmen ergibt sich einerseits ein stärker negativer Koeffizient, andererseits auch eine stärkere statistische Signifikanz als beim Modell ohne Sektoreffekte. Der Koeffizient bleibt jedoch weiterhin statistisch nicht signifikant. Bei den Finanzaufwendungen zeigt sich aber ein gegenüber der ersten Spalte stark verändertes Ergebnis. Der Koeffizient hat nun ein negatives Vorzeichen und ist vom Betrag her auch wesentlich höher. Die Finanzaufwendungen sind bei diesem Modell auf dem 10%-Niveau statistisch signifikant. Der Test für die Sektor-*Dummies* zeigt eindeutig, dass diese für das Modell relevant sind. Das Modell ist auch frei von Heteroskedastizität und serieller Korrelation.

Zum Abschluss enthält die Tabelle in der dritten Spalte die Regression mit Sektor- und Jahres-*Dummies*. Hier hat der Umsatz gegenüber dem Modell mit nur Sektoreffekten einen niedrigeren Wert und liegt bei 0,914. Dies entspricht auch der erwarteten langfristigen Elastizität der Umsätze auf die Investitionen, die bei einem Wert von eins liegen sollte. Die Um-

**Tabelle 1: Regressionsergebnisse, abhängige Variable  $I_t$** 

	(1) OLS	(2) OLS m. Sekt.-D.	(3) OLS m. Sekt- und Zeit-D.
$Y_t$	1,211*** (12,905)	1,056*** (5,731)	0,914*** (4,905)
$\Pi_{t-2}$	0,463 (1,435)	0,280 (0,824)	0,627* (1,747)
$F_t^I$	-0,045 (-0,795)	-0,077 (-1,253)	-0,093 (-1,514)
$F_{t-1}^P$	0,035 (0,490)	-0,122* (-1,675)	-0,122 (-1,632)
Test joint-sig. Sekt.-D.		$\chi^2(18)=142,77$ $p=0,0000$	$\chi^2(18)=146,40$ $p=0,0000$
Test joint-sig. Zeit-D.			$\chi^2(8)=13,67$ $p=0,0909$
Test joint-sig. Sekt. & Zeit-D.			$\chi^2(26)=162,56$ $p=0,0000$
LR-Test grupp.-Het.	$\chi^2(18)=39,46$ $p=0,0025$	$\chi^2(18)=21,27$ $p=0,2661$	$\chi^2(18)=23,23$ $p=0,1819$
LM-Test Autokorr. 1.O.	$\chi^2(1)=41,52$ $p=0,0000$	$\chi^2(1)=0,59$ $p=0,4415$	$\chi^2(1)=0,09$ $p=0,7636$
DW	0,930	1,876	1,972
adj. $R^2$	0,688	0,829	0,836
Beobachtungen	155	155	155

Anmerkungen: Das Interzept sowie die Sektor- und Zeit-*Dummies* sind in der Tabelle nicht dargestellt. Die Werte in Klammer stehen für die t-Statistik. Die Symbole \*, \*\* und \*\*\* bezeichnen die 10%, 5% bzw. 1% Signifikanzniveaus. Bis auf die Profitquote sind alle Variablen als Logarithmen definiert.

sätze sind auch weiterhin auf dem 1%-Niveau statistisch signifikant. Die Profitquote hat bei dieser Spezifikation einen recht hohen Koeffizienten von 0,627 und ist auf dem 10%-Niveau statistisch signifikant. Der Koeffizient der Finanzeinnahmen liegt nun bei einem Wert von -0,093. Seine statistische Relevanz steigt ebenfalls, bleibt jedoch, wenn auch knapp, über dem 10%-Niveau. Bei den Finanzaufwendungen zeigt sich, dass diese mit einem Koeffizientenwert von -0,122 gleich sind wie beim Modell mit nur Sektor-*Dummies*. Der Koeffizient ist aber nicht mehr statistisch signifikant. Im Vergleich dazu kommt die im Literaturüberblick präsentierte Arbeit von Orhangazi (2008) zumindest für große Unternehmen zum Schluss, dass sowohl Finanzeinnahmen als auch Finanzaufwendungen einen signifikant ne-

gativen Erklärungsbeitrag zu den Investitionen liefern. Für die Regression in der dritten Spalte der Tabelle 1 zeigt sich, dass die Sektoreffekte relevant sind, die Jahreseffekte aber nicht. Zusammen sind Sektor- und Zeit-*Dummies* jedoch relevant. Das Modell weist auch keine gruppenweise Heteroskedastizität und keine Autokorrelation erster Ordnung auf.

Aus den Regressionsergebnissen ist insgesamt ersichtlich, dass die Sektoreffekte einen relevanten Erklärungsbeitrag liefern. Weiters sollten auch die Zeiteffekte berücksichtigt werden, da deren Inklusion eine Veränderung bei anderen Koeffizienten bewirkt. Für die Finanzialisierungs-Variablen ergibt sich für die Spezifikation mit Sektor- und Zeiteffekten das Ergebnis, dass die Finanzeinnahmen auf dem 14%-Niveau und die Finanzzahlungen auf dem 11%-Niveau statistisch signifikant sind. Beide Finanzialisierungs-Effekte haben erwartungsgemäß ein negatives Vorzeichen, wobei die Elastizitäten in Bezug auf die Investitionen für die Finanzeinnahmen  $-0,093$ , und für die Finanzzahlungen  $-0,122$  betragen. Weitere Variationen der ökonometrischen Analyse der hier betrachteten Unternehmen bietet Četković (2010).

## 7. Ökonomische Bedeutung

Nachdem die ökonometrischen Ergebnisse ausführlich diskutiert wurden, soll nun auch eine Darstellung von deren ökonomischer Bedeutung erfolgen. Diese ist von hoher Wichtigkeit, wird in empirischen Analysen aber trotzdem oft vernachlässigt.<sup>40</sup> Für die Ermittlung der ökonomischen Auswirkungen der Finanzialisierung auf die Investitionen wird auf das Modell mit sektorspezifischen und zeitlichen Effekten zurückgegriffen. Die Finanzialisierungs-Effekte waren in diesem Modell auf den gängigen Niveaus statistisch nicht signifikant. Die statistische Relevanz beider Variablen scheiterte aber nur ganz knapp an den üblichen Grenzen. Die Berechnung erfolgt für den Zeitraum 1996-2006. Da die Anzahl der verfügbaren Aktiengesellschaften im ÖNACE-Sektor Sachgütererzeugung über die betrachtete Zeitperiode abnimmt, wurden die Finanzeinnahmen, die Finanzzahlungen und die Investitionen jeweils ins Verhältnis zur Bilanzsumme gesetzt.<sup>41</sup>

Zunächst sollen die Auswirkungen der Finanzeinnahmen auf die Investitionen betrachtet werden. Hier wird die theoretische Hypothese verfolgt, dass Einnahmen aus Finanzinvestitionen einen negativen Effekt auf die Realinvestitionen der Aktiengesellschaften haben, da sich die Unternehmen zunehmend an Profiten orientieren und weniger am Unternehmenswachstum. Wie aus der zweiten Spalte der Tabelle 2 ersichtlich ist, sind die Finanzeinnahmen im Verhältnis zur Bilanzsumme zwischen 1996 und 2006 um 44% angestiegen. Die Investitionen im Verhältnis zur Bilanzsumme sind hingegen im selben Zeitraum um 18,4% gesunken. Der An-

stieg der Finanzeinnahmen im Verhältnis zur Bilanzsumme war, der letzten Spalte von Tabelle 2 zufolge, für rund ein Fünftel des Rückgangs der Investitionen im Verhältnis zur Bilanzsumme verantwortlich. Bei diesem Ergebnis ist jedoch zu beachten, dass ein Großteil der Finanzeinnahmen aus Beteiligungen bzw. aus Anteilen an verbundenen Unternehmen stammt. Diese Finanzanlagen beinhalten auch Direktinvestitionen im Ausland. Die Abgrenzung zwischen Effekten der Finanzialisierung und Globalisierung ist hier nicht möglich. Aus diesem Grund ist die hier ermittelte ökonomische Auswirkung der Finanzeinnahmen auf die Investitionen in Sachanlagen mit Vorsicht zu interpretieren.

**Tabelle 2: Ökonomische Auswirkungen der Finanzialisierung auf die Investitionen**

	Regr-Koeff. $\beta(F^I)$	Regr-Koeff. $\beta(F^P)$	$\Delta F^I$ (%)	$\Delta F^P$ (%)	erklärte $\Delta I$ (%)	tatsächl. $\Delta I$ (%)	Verhältnis erkl. zu tats. $\Delta I$
Finanzeinnahmen	-0,093	-	43,98	-	-4,09	-18,44	0,222
Finanzzahlungen	-	-0,122	-	33,38	-4,07	-18,44	0,221

Anmerkungen:  $\Delta F^I$  und  $\Delta F^P$  sind die Veränderungen der Finanzeinnahmen bzw. der Finanzzahlungen zwischen 1996 und 2006.  $\Delta I$  steht für die Veränderung der Investitionen im selben Zeitraum.

Die zweite Wirkungsweise der Finanzialisierung bezieht sich auf die Finanzzahlungen. Hier wird unterstellt, dass die zunehmende Auszahlung von Dividenden, Zinsen etc. durch die Aktiengesellschaften zu niedrigeren internen Finanzmitteln führt, die dann für potenzielle Realinvestitionen verwendet werden können. Die dritte Spalte der Tabelle 2 zeigt, dass die Finanzzahlungen im Verhältnis zur Bilanzsumme in der Zeitperiode 1996-2006 um 33,38% angewachsen sind. Wie sich aus der Berechnung in der letzten Spalte ergibt, wäre dieser Zuwachs die Ursache für ungefähr ein Fünftel des Rückgangs der Investitionen im Verhältnis zur Bilanzsumme. Die Finanzzahlungen hätten somit einen gleichgroßen ökonomischen Effekt auf die Realinvestitionen wie die Finanzeinnahmen.

Insgesamt betrachtet erklären die gestiegenen Finanzeinnahmen und Finanzzahlungen, jeweils im Verhältnis zur Bilanzsumme, in der Zeitperiode 1996-2006 mehr als 40 Prozent des Rückgangs der Zugänge zu den Sachanlagen im Verhältnis zur Bilanzsumme. Die Finanzialisierung lieferte somit einen hohen Beitrag dazu, dass die Investitionen der Aktiengesellschaften der Sachgütererzeugung im betrachteten Zeitraum abgenommen haben.

## 8. Zusammenfassung

Diese Arbeit untersuchte die Auswirkungen der Finanzialisierung auf das Investitionsverhalten von österreichischen Aktiengesellschaften. Im internationalen Vergleich ist Österreichs Wirtschaft zweifellos ein Nachzügler, was die Finanzialisierung betrifft. Nichtsdestotrotz konnten auch hier Belege für die Finanzialisierung gefunden werden: So stieg der Anteil von internationalen Investoren an den Umsätzen an der Börse Wien, und die Dividendenausschüttungen von heimischen Unternehmungen stiegen ebenso wie die Einkommen aus Finanzinvestitionen. In der ökonometrischen Untersuchung wurden zwei Kanäle betrachtet: erstens eine Veränderung der Unternehmensziele, die mit vermehrten Finanzinvestitionen von Industrieunternehmen einhergeht, und zweitens eine Reduktion der Eigenmittel durch eine höhere Dividendenausschüttung. Die Untersuchung umfasste eine sektorale Panelanalyse von österreichischen Aktiengesellschaften der Sachgütererzeugung von 1996 bis 2006.

Die Ergebnisse dieser Arbeit deuten darauf hin, dass deren Anschaffung von physischen Anlagen durch die Finanzialisierung negativ beeinflusst wurde. Statistisch sind die Ergebnisse insofern nicht ganz eindeutig, als die statistische Signifikanz meist nur knapp über der 10%-Marke gegeben ist. Von der ökonomischen Größenordnung sind die implizierten Effekte jedoch durchaus beachtenswert: Im relevanten Zeitraum erklären sie mehr als 40% des tatsächlichen Rückgangs der Investitionstätigkeit der österreichischen Aktiengesellschaften.

Die Ergebnisse sind, neben der schwachen statistischen Signifikanz, aus zwei Gründen mit Vorsicht zu interpretieren. Erstens stellen die betrachteten Aktiengesellschaften nur einen Teil der österreichischen Wirtschaft dar. Im klein- und mittelständischen Bereich wirkt die Finanzialisierung vermutlich über andere Kanäle (wie die Kreditvergabep Praxis der Banken). Zweitens gibt es Abgrenzungsprobleme zwischen Effekten der Globalisierung und der Finanzialisierung. Ein Teil der Finanzeinnahmen kommt wohl aus ausländischen Tochterunternehmungen und kann damit ebensogut als Globalisierungsvariable (anstatt als Finanzialisierungsvariable) interpretiert werden.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass in der vorliegenden Arbeit nur ein Aspekt der Finanzialisierung analysiert wurde. Österreichs Wirtschaft ist selbstverständlich auch von anderen Aspekten der Finanzialisierung betroffen.<sup>42</sup> Dies gilt beispielsweise für den österreichischen Finanzsektor. Hier haben zum einen die Banken, die früher auch gemeinwirtschaftlichen Zielen nachgingen, seit den 1990er-Jahren ihren Fokus verstärkt auf einen Expansionskurs verlagert. Zum anderen ist auch die Bedeutung von inländischen und ausländischen institutionellen Investoren in Österreich gestiegen. Der derzeit spürbarste Effekt der Finanzialisierung ist aber

wohl die gegenwärtige Finanz- und Wirtschaftskrise, die auch Österreich in die schwerste Rezession seit den 1930er-Jahren riss.

## Anmerkungen

- <sup>1</sup> Die Literatur zur Finanzialisierung ist mittlerweile recht umfangreich. Ertürk et al. (2008) bieten eine nützliche Zusammenstellung von zentralen Arbeiten. Lazonick und O'Sullivan (2000) bieten einen guten Einstieg zur Diskussion um *Shareholder Value*-Orientierung. In Sektion 2 und 3 dieses Artikels sind weitere Referenzen zu finden. Ertürk und Solari (2007) und Lapavistas (2009) diskutieren Veränderungen im Finanzsektor.
- <sup>2</sup> In dieser Arbeit wurde nur der Sektor Sachgütererzeugung betrachtet. Der gesamte Industriesektor umfasst auch die Sektoren Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden sowie Energie- und Wasserversorgung.
- <sup>3</sup> Stockhammer (2004), Orhangazi (2008), van Treeck (2009), Dallery (2009).
- <sup>4</sup> Brenner (2003), Duménil und Lévy (2001), Krippner (2005).
- <sup>5</sup> Zu den Entwicklungen in Frankreich siehe: Morin (2000), Ertürk und Solari (2007). Zu Deutschland siehe u. a.: Jürgens et al. (2000), Vitols (2005), van Treeck et al. (2007).
- <sup>6</sup> Allen und Gale (2000).
- <sup>7</sup> Stockhammer (2010).
- <sup>8</sup> OeNB (2008) 26.
- <sup>9</sup> Theoretische Implikationen der Auswirkungen der Finanzialisierung auf die Investitionstätigkeit beziehen sich in der Regel auf den gesamten Nicht-Finanzsektor. Der Theorieteil in dieser Arbeit behandelt ebenfalls Nicht-Finanzunternehmen, zu denen auch die Unternehmen des Industriesektors zählen. Im empirischen Teil wird dann ausschließlich der Sektor Sachgütererzeugung untersucht.
- <sup>10</sup> Boyer (2005).
- <sup>11</sup> OECD (1995, 1998) bietet eine *Mainstream*-Darstellung des Phänomens. Lazonick und O'Sullivan (2000), Duménil und Lévy (2001), Aglietta und Rebérioux (2005) geben nützliche kritische Darstellungen.
- <sup>12</sup> Die genaue Definition bzw. die Messung des *Shareholder Value* unterscheidet sich jedoch zwischen den diversen Beratungsunternehmen (Froud et al. (2000)).
- <sup>13</sup> Stockhammer (2004).
- <sup>14</sup> Lazonick und O'Sullivan (2000).
- <sup>15</sup> Orhangazi (2008).
- <sup>16</sup> Brenner (2002).
- <sup>17</sup> Baumgartner et al. (2005).
- <sup>18</sup> Hofer und Kunst (2005).
- <sup>19</sup> Fenz und Spitzer (2005).
- <sup>20</sup> Gugler (1997), Wesche (2000), Valderrama (2002).
- <sup>21</sup> Das Bhaduri-Marglin-Modell ist ein postkaleckianisches Makromodell, bei dem sich die Möglichkeit eines lohngetriebenen oder eines profitgetriebenen Nachfragerregimes ergeben kann. Eine Erhöhung der Profitquote würde dem Modell nach einerseits zu höheren Investitionen und höheren Nettoexporten führen. Auf der anderen Seite würden durch die höhere Profitquote jedoch die Konsumausgaben sinken, da dem Modell die Annahme zugrunde liegt, dass die marginale Konsumneigung aus Lohneinkommen höher ist als die marginale Konsumneigung aus Profiteinkommen. Wenn nun die positiven Investitions- und Nettoexporteffekte gegenüber dem negativen Konsumeffekt überwiegen, so handelt es sich um ein profitgetriebenes Nachfragerregime. Im anderen Fall ist das Nachfragerregime lohngetrieben (Bhaduri und Marglin (1990)).

- <sup>22</sup> Die Statistik erfasst deutlich mehr Unternehmen, als im Börsenindex ATX enthalten sind.
- <sup>23</sup> Statistik Austria (2006).
- <sup>24</sup> Tabelle A.1 im Anhang bietet einen Überblick über die verwendeten ÖNACE-Abteilungen sowie die in den jeweiligen Abteilungen enthaltene Anzahl an Unternehmen.
- <sup>25</sup> Wegen der geringen Anzahl an Unternehmen bzw. der niedrigen aggregierten Positionen der Bilanz und der GuV kommt es durch Betragsrundungen dazu, dass in manchen Abteilungen die für die Berechnung der Finanzialisierungsvariablen notwendigen Positionen mit dem Wert null ausgewiesen sind. Solche Null-Werte sind vor allem im Zeitraum 1995-2000, wegen der Angabe in 1 Mio. Euro-Beträgen, einige Male zu beobachten. Die Abteilungen (19), (30) und (33) wiesen über den gesamten Zeitraum 1995-2006 für die Finanzialisierungsvariablen Null-Werte auf, weshalb sie zur Gänze ausgeschlossen wurden. Bei Abteilung (18) trat das Problem nur im Zeitraum 1995-2000 auf, weshalb diese Periode nicht berücksichtigt wurde.
- <sup>26</sup> Während die Investitionen im Jahr 1997 sowie im gesamten Zeitraum 1999-2006 auf maximal das Doppelte steigen bzw. maximal um die Hälfte sinken, steigen diese im Jahr 1998 auf das Vierundzwanzigfache. Im Jahr 1996 konnte der Anstieg nicht berechnet werden, da für das Jahr 1995 keine Daten vorhanden sind. Der Absolutbetrag liegt 1996 aber auch in der Größenordnung des Jahres 1998.
- <sup>27</sup> Da die Investitionen als abhängige Variable logarithmisch spezifiziert sind und die Profitquote nicht im Logarithmus eingeht, ist der Koeffizient der Profitquote in diesem Fall als Semi-Elastizität zu interpretieren.
- <sup>28</sup> Die Darstellung der Indikatoren erfolgt für den Zeitraum 1969-2006. Die Daten für den Zeitraum 1969-1994 sind in der ISIS-Datenbank nicht enthalten und wurden den diversen Jahrgängen der statischen Jahrbücher bzw. Jahresberichte der Statistik Austria entnommen. Die Gliederung der Unternehmen nach ÖNACE-Sektoren wird erst seit dem Jahr 1995 durchgeführt. Von 1969 bis 1994 wurden die Firmen nach der Betriebs-systematik 1968 eingeteilt. Die Sektoren wurden für die Analyse verbunden, da sich die Gliederungen nicht wesentlich unterscheiden.
- <sup>29</sup> Hahn (1990).
- <sup>30</sup> Die Darstellungen der Bilanzen bzw. der Gewinn- und Verlustrechnungen unterscheiden sich in den Jahresberichten der Statistik Austria für die Zeiträume 1969-1991 und 1992-2006. Die Erträge aus Anteilen an verbundenen Unternehmen werden in den Jahresberichten der Statistik Austria erst ab dem Jahr 1997 getrennt dargestellt. Davor waren diese in der Position Erträge aus Beteiligungen inkludiert.
- <sup>31</sup> Im Zeitraum 1969-1991 wird in den Jahresberichten der Statistik Austria ausschließlich die Position Ertragszinsen ausgewiesen. Die getrennte Angabe der Wertpapiererträge sowie der Erträge aus dem Abgang von und der Zuschreibung zu Finanzanlagen und Wertpapieren des Umlaufvermögens erfolgt erst ab 1992. Es ist jedoch nicht eindeutig, ob diese Erträge im Zeitraum 1969-1991 unter den Ertragszinsen erfasst wurden.
- <sup>32</sup> Die Wertschöpfung wurde für den Zeitraum 1969-1991 berechnet als Roherträge zuzüglich sonstige Erträge und abzüglich sonstige Aufwendungen. Für die Periode 1992-2006 wurde zuerst die Summe aus Umsatzerlösen, Bestandsveränderungen, aktivierten Eigenleistungen und sonstigen betrieblichen Erträgen ermittelt. Davon wurden dann die Aufwendungen für Material und sonstige bezogene Herstellungsleistungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen exkl. Steuern abgezogen, um die Wertschöpfung zu erhalten.
- <sup>33</sup> Auch hier ergibt sich eine unterschiedliche Darstellung der Statistik in den Jahresberichten. Während die Aufwandszinsen über den gesamten Zeitraum 1969-2006 ausgewiesen sind, sind die Aufwendungen aus Finanzanlagen und Wertpapieren des Umlaufvermögens erst ab 1992 getrennt verfügbar. Es ist aber nicht klar, ob Letztere

im Zeitraum 1969-1991 unter der Position Aufwandszinsen erfasst wurden.

<sup>34</sup> Chaloupek et al. (2008).

<sup>35</sup> In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen werden für die Investitionen neben dem Sachanlagevermögen auch die immateriellen Vermögensgüter berücksichtigt. Letztere haben jedoch bei den hier betrachteten Aktiengesellschaften einen sehr geringen Anteil am Anlagevermögen, und eine Berücksichtigung der immateriellen Vermögensgüter ändert kaum etwas an der Darstellung in Abbildung 4.

<sup>36</sup> Der Betriebserfolg wird in der Statistik der Aktiengesellschaften erst ab 1992 angeführt. Für den Zeitraum 1969-1991 wurde der Betriebserfolg durch entsprechende Positionen aus der Gewinn- und Verlustrechnung berechnet. Dazu wurde zuerst die Summe aus Roherträgen und sonstigen Erträgen gebildet. Davon wurden dann die Löhne und Gehälter, die gesetzlichen Sozialabgaben, der freiwillige Sozialaufwand, die Abschreibungen auf Anlage- und Umlaufvermögen, die Beiträge zu Berufsvertretungen, die sonstigen Aufwendungen und die lohn- und gehaltsabhängigen Steuern abgezogen. Die lohn- und gehaltsabhängigen Steuern stellen eine Unterposition der sonstigen Steuern und Abgaben dar. Zu diesen gehören noch Kommunalsteuern etc., aber nicht die Steuern vom Einkommen, Ertrag und Vermögen, die eine eigene Position in der GuV bilden. Die sonstigen Steuern und Abgaben weisen 1983 einen enormen Anstieg (mehr als das Fünffache) auf. Dieses höhere Niveau setzt sich bis 1989 fort. Ab 1990 liegen diese Steuern wieder auf einem ähnlichen Niveau wie vor 1983. Die lohn- und gehaltsabhängigen Steuern verzeichnen aber keinen ähnlichen Anstieg. Es ist jedoch unklar, wodurch der Anstieg der sonstigen Steuern und Abgaben verursacht wird, wobei auch ein Erhebungsfehler nicht ausgeschlossen werden kann. Durch dieses höhere Niveau würde auch der Betriebserfolg in den 1980er-Jahren einige negative Werte enthalten. Aus diesem Grund wurden hier nur die lohn- und gehaltsabhängigen Steuern berücksichtigt.

<sup>37</sup> Ćetković (2010).

<sup>38</sup> Eine Inklusion von Verzögerungen der abhängigen Variable führt bei der Analyse von Panel-Daten zu Problemen, weshalb in der Praxis in solchen Fällen Instrumentenvariablen für die Verzögerungen der abhängigen Variablen verwendet werden. Da in dieser Arbeit die Verzögerungen der abhängigen Variablen entfernt wurden, besteht hier keine Notwendigkeit für den Einsatz von Instrumentenvariablen.

<sup>39</sup> Beim *Likelihood Ratio*-Test auf gruppenweise Heteroskedastizität werden die Varianzen der einzelnen Querschnittseinheiten von der angenommenen gemeinsamen Varianz subtrahiert. Wenn sich die Varianzen nicht voneinander unterscheiden, sollte die sich dabei ergebende Statistik klein sein. Die Nullhypothese lautet also, dass die Sektoren eine gleiche Fehlervarianz haben. Der Lagrange-*Multiplier*-Test auf Autokorrelation erster Ordnung wendet im hier verwendeten Verfahren den Breusch-Godfrey-Test auf die Residuen an, die sich nach dem Abzug der zeitlichen Mittelwerte ergeben. Hier lautet die Nullhypothese, dass die Residuen keine Autokorrelation erster Ordnung aufweisen.

<sup>40</sup> McCloskey & Ziliak (1996).

<sup>41</sup> Die Abnahme der Anzahl der Aktiengesellschaften führt dazu, dass sowohl die aggregierten Finanzeinnahmen als auch die aggregierten Finanzaufwendungen über den betrachteten Zeitraum weniger stark zunehmen als im Fall einer konstanten Unternehmensanzahl. Auf der anderen Seite sinken die aggregierten Investitionen durch den Wegfall der Unternehmen in einem stärkeren Ausmaß. Die schwächer steigenden Finanzeinnahmen bzw. Finanzaufwendungen würden somit nur einen geringeren Teil der stärker sinkenden Investitionen erklären. Eine Division durch die Bilanzsumme sollte den Effekt der abnehmenden Zahl an Firmen korrigieren.

<sup>42</sup> Stockhammer (2010).



## Literatur

- Aglietta, Michel, Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand (Hamburg 2000).
- Aglietta Michel; Rebérioux, Antoine, Corporate governance adrift. A critique of shareholder value (Cheltenham 2005).
- Allen, Franklin; Gale, Douglas, Comparing financial systems (Cambridge 2000).
- Argitis, George; Pitelis, Christos, Global Finance, Income Distribution and Capital Accumulation in: Contributions to Political Economy 25/1 (2006) 63-81.
- Baumgartner, Josef; Breuss, Fritz; Kaniowski, Serguei, WIFO-Macromod: An Econometric Model of the Austrian Economy, in: Oesterreichische Nationalbank (Hrsg.), Macroeconomic Models and Forecasts for Austria. Proceedings of OeNB Workshops No. 5 (Wien 2005) 61-86.
- Bhaduri, Amit; Marglin, Stephen, Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies, in: Cambridge Journal of Economics 14/4 (1990) 375-393.
- Boyer, Robert, Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, in: Economy and Society 29/1 (2000) 111-145.
- Boyer, Robert, From Shareholder Value to CEO Power: the Paradox of the 1990s, in: Competition and Change 9/1 (2005) 7-47.
- Brenner, Robert, The Boom and the Bubble. The US in the World Economy (London 2002).
- Chaloupek, Günther; Russinger, Reinhold; Zuckerstätter, Josef, Strukturveränderungen und funktionale Einkommensverteilung in Österreich, in: Wirtschaft und Gesellschaft 34/1 (2008) 33-56.
- Ćetković, Predrag, Finanzialisierung und Industrieunternehmen. Das Investitionsverhalten österreichischer Aktiengesellschaften der sachgütererzeugenden Industrie unter finanzkapitalistischen Bedingungen (=Diplomarbeit an der Wirtschaftsuniversität Wien, Wien 2010).
- Dallery, Thomas, Post-Keynesian theories of the firm under financialization, in: Review of Radical Political Economics 41/4 (2009) 492-515.
- Demir, Firat, Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets, in: Journal of Development Economics 88/2 (2009) 314-324.
- Duménil, Gérard; Lévy, Dominique, Costs and benefits of neo-liberalism: a class analysis, in: Review of International Political Economy 8/4 (2001) 578-607.
- Ertürk, Ismail; Solari, Stefano, Banks as Continuous Reinvention in: New Political Economy 12/3 (2007) 369-388.
- Ertürk, Ismail; Froud, Julie; Johal, Sukhdev; Leaver, Adam; Williams, Karel (Hrsg.), Financialization at Work. Key Texts and Commentary (London 2008).
- Fenz, Gerhard; Spitzer, Martin, AQM – The Austrian Quarterly Model of the Oesterreichische Nationalbank, in: Oesterreichische Nationalbank (Hrsg.), Macroeconomic Models and Forecasts for Austria. Proceedings of OeNB Workshops No. 5 (Wien 2005) 11-60.
- Froud, Julie; Haslam, Colin; Johal, Sukhdev; Williams, Karel, Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves, in: Economy and Society 29/1 (2000) 80-110.
- Gugler, Klaus, Investment Spending in Austria: Asymmetric Information versus Managerial Discretion (=Universität Wien, Department für Volkswirtschaft, Working Paper Nr. 9705, Wien 1997).

- Hahn, Franz, Portefeuilleverhalten von Großunternehmen der Industrie, in: Wifo-Monatsberichte 7/90 (1990) 440-448.
- Hein, Eckhard; Vogel, Lena, Distribution and growth reconsidered: empirical results for six OECD countries, in: Cambridge Journal of Economics 32/3 (2008) 479-511.
- Hofer, Helmut; Kunst, Robert, WIFO-Macromod: The Macroeconometric Model LIMA, in: Oesterreichische Nationalbank (Hrsg.), Macroeconomic Models and Forecasts for Austria. Proceedings of OeNBWorkshops No. 5 (Wien 2005) 87-116.
- Jürgens, Ulrich; Naumann, Katrin; Rupp, Joachim, Shareholder value in an adverse environment: the German case, in: Economy and Society 29/1 (2000) 54-79.
- Krippner, Greta R., The financialization of the American economy, in: Socio Economic Review 3/2 (2005) 173-208.
- Lapavitsas Costas, Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation, in: Historical Materialism 17/2 (2009) 114-148.
- Lazonick, William; O'Sullivan, Mary, Maximizing Shareholder value: a new ideology for corporate governance, in: Economy and Society 29/1 (2000) 13-35.
- McCloskey, Deirdre N; Ziliak, Stephen, The Standard Error of Regressions, in: Journal of Economic Literature 34/1 (1996) 97-114.
- Morin, François, A transformation in the French model of shareholding and management, in: Economy and Society 29/1 (2000) 36-53.
- OECD, Financial markets and corporate governance, in: Financial Market Trends 62 (1995) 13-36.
- OECD, Shareholder value and the market in corporate control in OECD countries, in: Financial Market Trends 69 (1998) 15-38.
- OeNB, Finanzmarktstabilitätsbericht 15 (2008).
- Onaran, Özlem; Stockhammer, Engelbert; Grafl, Lucas, The finance-dominated growth regime, distribution, and aggregate demand in the US (=Wirtschaftsuniversität Wien, Department of Economics, Working Paper Nr. 126, Wien 2009).
- Orhangazi, Özgür, Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US Economy: 1973-2003, in: Cambridge Journal of Economics 32/6 (2008) 863-886.
- Statistik Austria, Standard-Dokumentation zur Statistik der Aktiengesellschaften (Wien 2006).
- Statistik Austria, Statistisches Jahrbuch/Jahresbericht, diverse Jahrgänge (Wien).
- Stockhammer, Engelbert, Financialisation and the slowdown of accumulation, in: Cambridge Journal of Economics 28/5 (2004) 719-741.
- Stockhammer, Engelbert, Zwischen Exportorientierung und Finanzialisierung. Österreich im finanzdominierten Akkumulationsregime, in: Grisold, Andrea; Maderthaner, Wolfgang; Penz, O (Hrsg.), Neoliberalismus und die Krise des Sozialen. Das Beispiel Österreich (Wien 2010) 111-138.
- Stockhammer, Engelbert; Ederer, Stefan, Demand effects of the falling wage share in Austria, in: Empirica 35/5 (2008) 481-502.
- Valderrama, Maria, Credit Channel and Investment Behavior in Austria: A microeconomic approach (=Oesterreichische Nationalbank, Working Paper Nr. 58, Wien 2002).
- van Treeck, Till, Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-Led Economies: an ARDL-Based Approach, in: Metroeconomica 59/3 (2008) 371-404.
- van Treeck, Till, The macroeconomics of „financialisation“ and the deeper origins of the world economic crisis (=Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Working Paper Nr. 9/2009, Düsseldorf 2009).
- Vitols, Sigurt, Changes in Germany's Bank-Based Financial System: Implications for Corporate Governance, in: Corporate Governance: An International Review 13/3 (2005) 386-396.

Wesche, Katrin, Is there a Credit Channel in Austria? The Impact of Monetary Policy on Firms' Investment Decisions (=Oesterreichische Nationalbank, Working Paper Nr. 41, Wien 2000).

Wright, Erik, Classes (London 1985).

## Zusammenfassung

Der Artikel untersucht die Auswirkungen der Finanzialisierung auf die Investitionen der Aktiengesellschaften des Industriesektors in Österreich. Die Untersuchung erfolgte für den Zeitraum 1996-2006 im Rahmen einer Panel-Daten-Analyse. Bezüglich der Finanzialisierung wurden zwei Hypothesen untersucht. Erstens führen steigende Einnahmen aus Finanzanlagen dazu, dass vermehrt Finanzinvestitionen und weniger Realinvestitionen getätigt werden. Dies ergibt sich aus einer zunehmenden Profitorientierung des Unternehmensmanagements. Zweitens haben auch die gestiegenen Ausschüttungen der Profite eine sinkende Anschaffung von physischen Anlagen zur Folge, da durch diese Zahlungen weniger interne Mittel zur Finanzierung der Investitionen vorhanden sind. Bei den österreichischen Aktiengesellschaften zeigt sich, dass – wenn auch etwas später als in angelsächsischen Ländern – sowohl die Finanzeinkommen als auch die Finanzaufwendungen stark angestiegen sind. Den ökonometrischen Ergebnissen nach konnte für beide Wirkungsweisen ein negativer Einfluss festgestellt werden. Die statistische Signifikanz beider Effekte liegt jedoch knapp unter den üblichen Grenzen. Für die ökonomischen Auswirkungen der geschätzten Effekte ergibt sich, dass sowohl die Finanzeinnahmen als auch die Finanzaufwendungen, beide im Verhältnis zur Bilanzsumme, für jeweils ein Fünftel der Abnahme der Sachanlagenzugänge im Verhältnis zur Bilanzsumme verantwortlich sind.

**Tabelle A.1: Anzahl Aktiengesellschaften nach ÖNACE-Abteilungen (ÖNACE-Zweisteller) im Sektor Sachgütererzeugung, 1995-2006**

ÖNACE-Abteilung	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
15 H. v. Nahrungs-, Genussmittel u. Getränken	19	19	18	17	19	19	19	18	17	15	14	15
16 Tabakverarbeitung	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
17 H. v. Textilien u. Textilwaren (ohne Bekleidung)	9	7	7	8	11	11	11	11	10	9	6	6
18 H. v. Bekleidung	6	5	4	3	2	2	2	2	2	2	2	2
19 Ledererzeugung u. -verarbeitung	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
20 Be- u. Verarb. von Holz (ohne H. v. Möbeln)	4	5	3	3	4	3	3	4	4	4	3	3
21 H. u. Verarbeitung von Papier u. Pappe	13	12	10	9	11	11	9	10	9	9	6	6
22 Verlagswesen, Druckerei, Vervielfältigung	4	5	9	7	9	6	6	7	6	6	5	5
23 Kokerei, Mineralölverarbeitung	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0
24 H. v. Chemikalien u. chem. Erzeugnissen	12	12	11	12	10	9	10	8	8	9	9	11
25 H. v. Gummi- u. Kunststoffwaren	3	4	4	4	6	7	7	5	5	5	5	5
26 H. u. B. v. Glas, Waren aus Steinen u. Erden	13	12	16	15	16	12	11	12	11	11	9	7
27 Metallerzeugung u. -bearbeitung	12	11	10	10	12	10	10	10	11	11	9	8
28 H. v. Metallerzeugnissen	12	14	13	15	19	20	17	18	15	15	13	10
29 Maschinenbau	29	27	25	23	27	27	25	22	21	20	19	18
30 H. v. Büromasch. u. Datenverarbeitungsger.	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	2
31 H. v. Geräten der Elektrizitätserzeug. u. -verteil.	8	10	10	9	9	8	8	7	7	7	7	7
32 Rundfunk-, Fernseh- u. Nachrichtentechnik	7	6	8	6	7	7	8	8	10	9	9	9
33 Medizin-, Mess- u. Regelungstechnik; Optik	3	3	1	1	0	1	0	0	2	2	2	5
34 H. v. Kraftwagen u. Kraftwagenteilen	6	6	4	4	3	4	5	4	4	4	3	3
35 Sonstiger Fahrzeugbau	2	4	3	4	5	4	4	3	2	2	1	1
36 H. v. sonstigen Erzeugnissen	5	4	3	4	5	5	5	5	5	4	5	5
37 Rückgewinnung (Recycling)	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0
D Sachgütererzeugung insgesamt	170	168	161	157	179	170	164	158	152	146	129	129

Q: Statistik der Aktiengesellschaften (ISIS-Datenbank)

## NEUERSCHEINUNGEN

Helge Peukert

### **Die große Finanzmarktkrise**

**Eine staatswissenschaftlich-finanzsoziologische Untersuchung**



Die Finanzkrise widerlegt radikal die von Wirtschaft, Politik und der großen Mehrheit der Mainstream-ökonomie geteilte Weltsicht, dass Selbstkontrolle, soft regulation und das Eigeninteresse der Akteure zu effizienten Finanzmärkten führt. Lehren hat man im finanzwirtschaftlich-politisch-wissenschaftlichen Komplex aus dieser Jahrhundertfahrung interessen- und ideologiebedingt zugunsten kleinkariertem Mariginalreformen bisher nicht gezogen. Dieses Buch begegnet diesem Mangel.

**557 Seiten, 29,80 €, ISBN 978-3-89518-836-7**

Armin Steinbach, Philipp Steinberg

### **Nach der Krise ist vor der Krise**

**Haben wir die richtigen Lehren gezogen und was bleibt zu tun?**



Die Auswirkungen der Krisen der letzten Jahre auf die Realwirtschaft sind so gravierend gewesen, dass ein Umdenken in der Wirtschafts- und Steuerpolitik unausweichlich erscheint. Wie ist unsere Wirtschaftspolitik aufgestellt, um diese Fehlentwicklungen zu korrigieren? Welches sind die Weichenstellungen, die erforderlich sind, um die Grundlagen für krisenfestes Wachstum zu legen? Das Buch bietet neben fundierten Analysen eine Fülle an Vorschlägen, Lehren aus der Finanz- und Wirtschaftskrise zu ziehen.

**233 Seiten, 19,80 €, ISBN 978-3-89518-843-5**

# **m**etropolis-Verlag

Metropolis-Verlag

[www.metropolis-verlag.de](http://www.metropolis-verlag.de)