

Julian Müller

---

## Das Verhältnis von Industrie und Finanzsektor unter der Finanzialisierung<sup>1</sup>

Zu den Merkmalen der aktuellen Konfiguration der kapitalistischen Wirtschaft gehört zweifellos der Einfluss, den das Finanzielle in ihr spielt. Darauf stellen aktuelle Debatten zu 'Finanzialisierung' oder 'Finanzmarktkapitalismus' ab. Im Anschluss an diese Diskussionen möchte ich der Frage nachgehen, wie sich durch die dort analysierten Prozesse das Verhältnis von Industrieunternehmen und Finanzsektor gewandelt hat. Zentraler Gedanke ist, dass dieses Verhältnis nicht einfach als äußerliche, wenn auch mehr oder minder enge, Beziehung institutionell separater Sektoren verstanden werden sollte. Marx' *Kreisläufe des Kapitals* (in Bd. II des *Kapitals*) ermöglichen es, die historisch unterschiedlichen Artikulationsweisen dieses Verhältnisses nachzuvollziehen. Vor allem aber erlauben sie, die in der Finanzialisierungsliteratur diskutierte Dominanz des Finanziellen *innerhalb* von Industrieunternehmen zu begreifen und ihren Unterschied zum Finanzkapital Hilferdings – der in der marxistischen Tradition wohl prominentesten Analyse jenes Verhältnisses – zu erklären.

Der auf vielen Ebenen stattfindende Bedeutungszuwachs finanzieller Praktiken und Motive, finanzieller Institutionen und Profite ist nicht ganz neu, denn er ist, grob gesagt, Resultat der Ende der 1960er/Anfang der 1970er einsetzenden Krise des atlantischen Fordismus, wobei die heute als Finanzialisierung bezeichneten Phänomene in den 1980er Jahren aufzutreten begannen. Für private Haushalte zum Beispiel bedeutet Finanzialisierung unter anderem deren steigende Verschuldung durch Hypothekenkredite, Kreditkartenschulden, Studentendarlehen usw. (Die aktuelle Krise hat in manchen Ländern allerdings zu einer gewissen Reduzierung der Schuldenlast geführt.) Im Wirtschaftssystem als Ganzem drückt sich Finanzialisierung unter anderem aus im steigenden Verhältnis von Börsenkapitalisierung zu BIP oder dem steigenden Verhältnis der im Finanzsektor erzielten Profite zur Gesamtsumme der Profite.

---

1 Dieser Beitrag hat von Kommentaren und Anregungen Rudi Schmidts und Philipp Klages' profitiert. Hierfür möchte ich ihnen danken.

In diesem Beitrag aber geht es primär um Finanzialisierung als eine nicht nur quantitative Verschiebung, sondern als qualitative Veränderung der Art und Weise, wie in und außerhalb des Unternehmens über selbiges gedacht wird, wem es dienen soll, wer es kontrolliert. Es handelt sich um diejenige Dimension der Dominanz des Finanziellen, die von Nölke/Perry als „Kontrollfinanzialisierung“ (2007a) bezeichnet wurde und auf die schon Fligstein in seiner Untersuchung über die „Transformation der Unternehmenskontrolle“ hinwies (1990). Diese Veränderung wird hier als interne Dominanz des Geldkapitals entschlüsselt; hierdurch wird sie in den Zusammenhang des neoliberalen Umbaus von Wirtschaft und Gesellschaft in Europa, Nordamerika und einigen anderen Ländern gestellt, denn dieser Umbau zielt – ob bewusst oder nicht – auf „die Dominanz der Logik des Tauscherts“ bzw. des Geldkapitals „als abstraktestem [aber realem!] Ausdruck des Kapitalverhältnisses“ (Jessop 2011: 594; siehe auch Jessop 2002). Auf diese Verbindung kann im Rahmen dieses Beitrags nicht näher eingegangen werden; sie ist der Hintergrund, vor dem die folgenden Ausführungen zu sehen sind.

## 1. Veränderungen im Finanzsystem und bei börsennotierten Unternehmen

Finanzialisierung ist ein weites Feld, aber hier interessiert vor allem das Verhältnis von Finanzsystem und Industriekapital. Daher, sollen in diesem Abschnitt zunächst die Veränderungen auf Wertpapier-, besonders Aktienmärkten, im Bankwesen sowie bei börsennotierten Unternehmen selbst betrachtet werden.

Im Bankensektor ist die Entwicklung in den vergangenen 20-30 Jahren geprägt vom tendenziellen Rückzug der Banken aus dem traditionellen Kerngeschäft der Unternehmensfinanzierung durch Kredite einerseits und dem Ausweichen in andere Felder andererseits, namentlich dem Investmentbanking und der Kreditvergabe an Konsumenten (Engelen/Konings 2010: 616, 621; Huffs Schmid 2002: 67–9, 78–80; Lapavistas 2009). Dem entspricht auf Unternehmensseite eine Tendenz zur internen Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen; Fremdkapital wird häufig nicht mehr als Kredit aufgenommen, sondern durch Anleiheemission direkt am Kapitalmarkt (Aglietta/Rebérioux 2005: 4; Duménil/Lévy 2004: 120–5; Faust/Bahn Müller/Fisecker 2011: 401–2; Huffs Schmid 2002: 27; O’Sullivan 2007: 405). Dies gilt primär für börsennotierte Unternehmen, denn im kleinen und mittelständischen Segment spielt Kreditfinanzierung nach wie vor eine sehr wichtige Rolle.

Wertpapiermärkte haben seit den 1970ern an Volumen, Geschwindigkeit und Liquidität deutlich zugelegt. Sie sind dadurch makroökonomisch bedeutender

geworden, was sich unter anderem niederschlägt im steigenden Verhältnis von Börsenkapitalisierung zum BIP (siehe z.B. Aglietta/Rebérioux 2005: 3) oder im ebenfalls steigenden Verhältnis finanzieller Vermögenswerte zum BIP (z.B. Farrell/Fölster/Lund 2008: 3). Handelsvolumina sind gestiegen, weil erstens mehr Geld auf der Suche nach profitablen Anlagemöglichkeiten ist. Hier spielt etwa die Tendenz, einen steigenden Anteil privater Ersparnisse in Investment- und Pensionsfonds zu stecken, eine Rolle, aber auch die nahezu ins Unermessliche gestiegenen Vermögen der Superreichen (Aglietta/Rebérioux 2005: 5; Huffs Schmid 2002: 86–92; Lysandrou 2011). Dem entspricht ein erweitertes Angebot an Anlagemöglichkeiten. Zum Einen wächst der Bestand an traditionellen Anlageformen wie Aktien oder Anleihen, weil mehr Unternehmen Börsennotierung anstreben oder aufgrund der neoliberalen Privatisierungen früherer Staatsbetriebe. Außerdem kommt es zur Schöpfung neuartiger, exotischer Finanzinstrumente, etwa bei der Bündelung und Verbriefung von Subprime-Hypothekendarlehen in den USA.

Zweitens hat sich nicht nur die Masse der gehandelten Papiere drastisch erhöht, sondern auch die Geschwindigkeit, mit der sie umgeschlagen werden (auch wenn hier seit der Finanzkrise ein Rückgang zu verzeichnen ist). Die Tendenz bei Investoren ist also nicht, langfristige strategische Beteiligungen zu halten und/oder primär auf Einnahmen aus Dividenden abzielen, sondern ein Portfolio aus Wertpapieren schnell und häufig umzuschichten, um damit die Rendite des eingesetzten Vermögens zu maximieren (siehe Tabelle 1; Huffs Schmid 2002: 39–41). Eine wichtige Rolle hierbei spielt der Aufstieg *institutioneller Investoren*, d.h. der Investment- und Pensionsfonds sowie der Versicherungen (Aglietta/Rebérioux 2005: 172–81; Crotty 2005: 91–2; Windolf 2005b: 25–40). Diese verwalten mittlerweile extrem große Vermögen – die der Superreichen, aber auch der kleinen Leute. Es findet hier eine „Professionalisierung der Eigentümerfunktion“

Tabelle 1: Umschlagsgaten im Aktienhandel (in %)\*; G7 und Gesamt-EU

	1989	1993	1996	1999	2002	2005	2008	2011
Kanada	34	50	62	52	64	64	111	75
EU	61	47	62	68	106	125	164	114
Frankreich	35	43	50	64	87	92	153	84
BRD	204	75	123	65	140	146	193	135
Italien	26	50	44	83	107	140	84	237
Japan	67	35	37	53	72	119	153	109
UK	40	41	37	52	95	142	227	138
USA	64	70	93	123	203	129	404	188

\* Gesamter Jahresumsatz geteilt durch durchschnittliche Marktkapitalisierung.

Quelle: Weltbank Online-Datenbank, Juli 2012.

(Windolf 2005b: 53) statt, so dass das Investieren in Wertpapiere selbst zu einem geschäftsmäßig betriebenen Geschäftszweig wird. Das wiederum bedeutet, dass der Anlagehorizont kurzfristig wird, weil Fondsmanager ständig daran gemessen werden, welche Erträge sie für die Anleger erwirtschaften können. Zum Teil geben sie diesen Druck auch an diejenigen Unternehmen weiter, deren Aktien sie kaufen, indem sie von Letzteren überdurchschnittliche Renditen erwarten.

Dies steht in deutlichem Kontrast zum früheren Status quo in bank- wie auch kapitalmarktorientierten Finanzsystemen. Klassische Beispiele für Ersteres sind Deutschland und Japan. Unternehmensaktien werden (oder wurden) hier von Großaktionären – Gründerfamilien oder Finanzkonzernen – als langfristige strategische Beteiligungen gehalten; im Rahmen häufig jahrzehntelanger enger Geschäftsbeziehungen wurden Bankkredite auf lange Frist vergeben. Im marktorientierten Finanzsystem, für das die USA und Großbritannien typisch sind, standen zwar Kapitalmärkte im Vordergrund, aber bis in die 1960er Jahre hinein war der dominante Aktionärstyp der Kleinaktionär, der seinen Bestand hielt, da er weder Zeit noch Neigung hatte, diesen aktiv zu managen (Froud et al. 2006: 40–1; Kädtler 2010: 621–2). In beiden Fällen haben ‘geduldige’ Kapitalgeber und Investoren von einst das Feld geräumt und dieses institutionellen Investoren überlassen, die kurzfristige Renditenmaximierung anstreben. Anders als die Kleinaktionäre in kapitalmarktorientierten Finanzsystemen besitzen institutionelle Investoren eine nicht mehr vernachlässigbare Größe, besonders wenn sich mehrere von ihnen absprechen. Das verleiht ihnen wesentlich größeren Einfluss als früher.

Die hier getroffene historische Periodisierung von Varianten des Kapitalismus liegt übrigens quer zu einer anderen populären Unterteilung: der zwischen koordinierten und liberalen Marktwirtschaften in der *Varieties of Capitalism*-Schule (Hall/Soskice 2001). Letztere sieht kapitalistische Varianz nicht als zeitliche Sequenz, sondern als gleichzeitiges Existieren unterschiedlicher institutioneller Ensembles, wobei Deutschland für die koordinierte Variante steht, Großbritannien und die USA für die liberale. Dass diese institutionellen Differenzen damals und zum Teil auch heute noch existieren, soll damit nicht bestritten werden. In der hier gewählten Sichtweise ist aber wichtiger, dass trotz dieser Unterschiede eine fundamentale Gemeinsamkeit im Hinblick auf das (geringe) Gewicht kurzfristiger finanzieller Akteure und Motive existierte. Außerdem müssen heute selbst Verfechter des VoC-Ansatzes einräumen, dass im ‘Finanzmarktkapitalismus’ die Tendenz zur Nivellierung nationaler Unterschiede dominiert (Beyer 2009).

Was bedeutet Finanzialisierung nun auf Unternehmensseite, besonders bei nichtfinanziellen Unternehmen? Vor allem, dass der Kapitalmarkt für sie an Bedeutung gewonnen hat, sowohl im negativen Sinne, d.h. als Bedrohung und als Quelle von Außendruck, als auch im positiven Sinne als ein Ort, der neue

Möglichkeiten für das Firmenwachstum bietet. Das „Eindringen des Kapitalmarktes“ (Froud et al. 2006: 36) hat zur Folge, dass Unternehmen nicht mehr nur auf Gütermärkten gegen Mitkonkurrenten im selben Branchensegment antreten, sondern auch auf Aktien- und Anleihenmärkten konkurrieren, sei es um die Gunst von Anlegern oder in mit Aktien geführten Übernahmekämpfen. Dieser Wandel hat Konsequenzen für die Verteilung der erwirtschafteten Gewinne, von denen tendenziell ein höherer Anteil an Kapitalgeber ausgeschüttet wird. Aber er beeinflusst auch das Entscheidungsverhalten und die Unternehmensstrategien, etwa im Sinne einer Umleitung liquider Mittel (*cash flow*) in finanzielle statt in produktive Investition. All dies ist besser bekannt als *Shareholder Value* oder *kapitalmarktorientierte Unternehmensführung*.

Wohlgemerkt: Die These vom Eindringen des Kapitalmarktes darf nicht so verstanden werden, als wäre die Investitionsfinanzierung der Unternehmen heute vor allem von Aktienemissionen abhängig (abgesehen von einzelnen Branchen wie etwa der Informationstechnologie). Vielmehr sind, wie schon gesagt, besonders die interne Finanzierung sowie teilweise die Finanzierung durch Anleihen eher wichtiger geworden. Es ist also nicht die Funktion der Aktienmärkte als Primärmärkte, d.h. die direkte Kapitalaufnahme beim Publikum, welche ihr Wachstum und ihre Dynamik seit den 80er und 90er Jahren erklärt (Huffschmid 2002: 35-8). Es ist vielmehr der Sekundärmarkt – der Händewechsel bereits ausgegebener Aktien – der hinter den allermeisten Transaktionen steckt.

Als Quelle von Außendruck fungieren Aktienmärkte, insofern Investoren sich nicht mehr mit den Dividenden begnügen, die die betreffenden Unternehmen durch ihr operatives Geschäft auf Gütermärkten erzielen können. Vielmehr gibt es nun vorausgesetzte Renditeerwartungen, die sich im operativen Geschäft kaum erzielen lassen, deren Verfehlen aber negativ auf den Aktienkurs wirkt und das betreffende Unternehmen dem Risiko feindlicher Übernahmen aussetzt oder seine Bonitätsbeurteilung verschlechtert. So wird etwa häufig eine im Durchschnitt eher unrealistische Eigenkapitalrendite von 15% als Ziel genannt (Aglietta/Rebérioux 2005: 88).

Das bedeutet aber nicht, dass börsennotierte Unternehmen sich dem Markt stets nur widerstrebend unterordnen. Vielmehr benutzen sie (bzw. ihre Manager) die Aktienmärkte durchaus im Sinne ihrer Unternehmensstrategien, besonders für das Firmenwachstum durch Fusionen und Übernahmen (O’Sullivan 2007). So strebte etwa der Daimler-Konzern Ende der 1990er eine Notierung an der Wall Street nicht an, weil er dazu gezwungen wurde, sondern weil er zum *global player* werden und Zugang zum größten Kapitalmarkt der Welt erhalten wollte (Ball 2004; Flower 1997: 283–4). (Daimler stand zwar durchaus unter Druck, aber der kam von nicht von Finanz-, sondern von Umsatzverlusten auf Gütermärkten.) Im Rahmen einer auf Wachstum zielenden Strategie, die die Chancen nutzen wollte,

die sich durch die Globalisierung boten, setzte der Konzern sich freiwillig einem finanziellen Umfeld aus, das im Vergleich zu den eher gemütlichen Verhältnissen, die in Deutschland vorher zwischen Industrie, Banken und Großaktionären herrschten, einem Haifischbecken glich.

Ein weiteres wichtiges Element in der unternehmensseitigen Nutzung der Finanzmärkte – und in der Theorie und Praxis des Shareholder Value – ist die durch kapitalmarktorientierte Vergütung erzielte Verhaltensänderung bei Spitzenmanagern (z.B. Crotty 2005: 93–4; Lazonick/O’Sullivan 2000; Stockhammer 2004), und zu einem geringeren Teil auch auf unteren Ebenen. Durch erfolgsabhängige Vergütung und/oder die Bezahlung mit Aktien oder Aktienoptionen werden die Interessen der Unternehmensführung mit denen der Aktionäre auf eine Linie gebracht.

Das Beispiel der Managervergütung zeigt, dass man sich Finanzialisierung nicht einfach als Unterwerfung einer Firma unter irgendwelche Imperative ‘des Marktes’ vorstellen darf, auch wenn es die natürlich gibt. Vielmehr geht es um eine firmeninterne Neuausrichtung der Art und Weise wie über Unternehmenserfolg gedacht und nach welchen Kriterien entschieden wird. Dazu gehört auch eine Verschiebung des internen Kräfteverhältnisses, das es in jeder größeren Firma zwischen verschiedenen Hierarchieebenen gibt, aber auch – und nicht zuletzt – zwischen den unterschiedlichen funktionalen Abteilungen. So hat, um dies vorwegzunehmen, die Durchsetzung kapitalmarktorientierter Unternehmensführung tendenziell einen Machtgewinn von Unternehmenszentralen gegenüber den das operative Geschäft betreibenden Untereinheiten zur Folge, und damit zusammenhängend auch einen Machtgewinn der Fachleute für Finanz- und Rechnungswesen (Controlling) gegenüber den Ingenieuren und anderen operativen Spezialisten sowie gegenüber den Abteilungen für Vertrieb und Marketing. Wurden Finanzvorstände und Buchhalter einst als ‘Erbsenzähler’ belächelt, so sind sie heute für den Unternehmenserfolg von entscheidender Wichtigkeit. Auf der allerhöchsten Ebene zeigt sich dies darin, dass Vorstandschefs seltener eine technische Ausbildung haben und häufiger aus der Finanzabteilung kommen, oder auch am gestiegenen Einfluss des Finanzvorstands (z.B. Muellerleile 2009: 670–1; Weiss 2002; Zorn 2004).

Genau auf eine solche finanzielle Neuausrichtung zielen auch die diversen kapitalmarktorientierten Kennziffern für den Unternehmenserfolg, die zu den Hauptinstrumenten des Shareholder Value zählen und in denen sich eine spezifische Finanzmarktrationalität ausdrückt (Kädtler 2009; Froud et al. 2000). Die bekannteste dieser Kennziffern ist *Economic Value Added* (EVA). Sie drückt vielleicht am klarsten den Gedanken aus, dass ein Unternehmen erst dann ‘Wert für Aktionäre’ geschaffen hat, wenn seine Eigenkapitalrendite die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt. Das heißt, es muss mehr verdienen als eine Geld-

anlage desselben Umfanges, die zu einem risikolosen Vergleichszinssatz angelegt würde. (Als risikolos gelten – oder galten? – etwa die Verzinsungen grundsolider Staatsanleihen.) Was sich hierin ausdrückt, ist die Sicht, die ein sein Eigentum bzw. seinen Wertpapierbestand beständig in Gedanken liquidierender und mit anderen Anlagemöglichkeiten vergleichender Eigentümer bzw. Anleger auf das Unternehmen hat. Aus dieser Sichtweise ist jede Investition mit Opportunitätskosten verbunden, weil es zu ihr immer Alternativen gibt, besonders eben die des (beinahe) risikolosen Geldverdienens durch Verleihen. Wird dieses Denken nun mithilfe von Kennziffern wie EVA operationalisiert und zum Leitbild der Unternehmensführung gemacht, prägt es dem Leitungspersonal ein Bewusstsein ein für die Kosten des Kapitals, mit dem es arbeitet.

Vier Stichworte umreißen das Ergebnis der beschriebenen Veränderungen in den Unternehmen und ihrer Umwelt: Portfolio-Konzeption des Unternehmens; Verschärfung zentraler und finanzieller Kontrolle; Finanzialisierung von Unternehmensstrategie; Finanzialisierung der Geldzu- und -abflüsse.

1. Ein Portfolio-Unternehmen (Crotty 2005: 89-91; siehe auch Serfati im vorliegenden Heft) behandelt seine Teilunternehmen nicht mehr vorrangig als ineinandergreifendes, vertikal integriertes Ensemble unterschiedlicher aber verbundener operativer Aktivitäten. Stattdessen wird der Konzern virtuell zerlegt: Tochterunternehmen werden als alleinstehende 'profit centres' definiert und mitunter sogar einem firmeninternen Wettbewerb ausgesetzt. Ihr Erfolg wird an Rentabilitätsstandards gemessen, deren Nichterreichen Umstrukturierung oder gar Verkauf zur Folge hat. Die Unternehmenszentrale ist demnach primär beschäftigt mit der Konsolidierung und Maximierung der Rentabilität eines Firmenportfolios, welches häufigem Wandel, d.h. Ver- und Zukauf von Teilunternehmen unterliegt. Eines von zahlreichen Beispielen ist der Strukturwandel der Bayer AG „vom integrierten chemisch-pharmazeutischen Unternehmen zur strategischen Holding mit vier am operativen Geschäft beteiligten Teilkonzernen und drei Service-Gesellschaften unter dem Dach des Bayer-Konzerns“ (Münch/Guenther 2005: 404).

2. Die kapitalmarktorientierte Umstrukturierung von Unternehmen und ihre Umwandlung in ein Firmenportfolio ist eng verbunden mit der Verstärkung der Kontrolle von Seiten der Unternehmenszentrale, von welcher die Änderungen typischerweise ausgehen. Dies wiederum geht Hand in Hand mit der Einführung oder verstärkten Nutzung finanzieller Kontrollen. So werden zum Einen finanzielle Vorgaben – etwa in Form von Kosten- oder Profitzielen für Tochterunternehmen – gemacht, zum Anderen werden Methoden und Kennziffern des internen Rechnungswesens genutzt, um das operative Geschäft für die Zentrale überhaupt erst beobachtbar und damit kontrollierbar zu machen (siehe etwa Ezzamel/Willmott/Worthington 2008; Dörre 2012; Gleadle/Cornelius 2008).



Dieser Entwicklung entspricht, wie gesagt, auch eine firmeninterne Verschiebung des Machtgefüges zu Ungunsten technischer Spezialisten, deren 'produktivistische Kultur' eher auf physische Kennziffern und technische Effizienz setzte.<sup>2</sup>

3. „Eindringen des Kapitalmarktes“ bedeutet, dass sich Unternehmen nicht mehr nur auf Gütermärkten strategisch aufstellen können oder müssen, sondern auch auf Kapitalmärkten. Entsprechend können Strategien darauf ausgerichtet werden, was u.U. auch die Verwendung firmeneigener Ressourcen für die Erreichung kapitalmarktorientierter Ziele, besonders die Stützung des Aktienkurses beinhaltet (Andersson et al. 2008; Ezzamel/Willmott/Worthington 2008: 135; Froud et al. 2006; siehe auch Serfati im vorliegenden Heft). Zu denken wäre hier etwa an Aktienrückkäufe, deren Zweck darin besteht, Kennziffern wie den Gewinn pro Aktie oder die Rendite für Aktionäre zu verbessern, um diese bei Laune zu halten. Oder auch an ständige Fusionen, Übernahmen und Firmenverkäufe, durch welche ein Unternehmen den Eindruck erzeugt, pausenlos an der Mehrung des Shareholder Value zu arbeiten. Schließlich gibt es im finanzialisierten Kapitalismus auch ganze Geschäftsmodelle, die von vornherein auf Kapitalmärkte abstellen, insofern sie für die Finanzierung ihres operativen Geschäfts von wiederholten Eigenkapitalspritzen abhängig sind (Andersson et al. 2010).

4. Mit Finanzialisierung der Einnahmen und Abflüsse ist gemeint, dass ein steigender Anteil der von börsennotierten Unternehmen erwirtschafteten bzw. ausgezahlten Barmittel aus Finanzinvestitionen stammt bzw. in solche fließt oder aber an Finanzinvestoren ausgezahlt wird. Finanzielle Aktiva machen mittlerweile einen vergleichsweise hohen Anteil der Bilanzsumme bei nichtfinanziellen Unternehmen aus, die auch einen höheren Anteil ihrer Erträge aus ihnen beziehen (in Form von Zinsen, Dividenden, Veräußerungsgewinnen oder Zuschreibungen auf Finanzanlagen). Außerdem steigen die Zahlungen an Fremd- und Eigenkapitalgeber (also Aufwendungen für Zinsen, Dividendenausschüttungen oder Aktienrückkäufe) im Verhältnis zum Unternehmensgewinn. Dies steht ganz im Einklang mit der Shareholder-Value-Doktrin, derzufolge Unternehmen einen höheren Teil des Erwirtschafteten an die Anleger 'zurückgeben' sollen. Manches deutet auch daraufhin, dass diese Trends zu einer Reduzierung der Investitionen in das Sachanlagevermögen nichtfinanzieller Unternehmen führen, und zwar weil Finanzanlagen auch für diese Unternehmen attraktiver werden und weil erhöhte Auszahlungen an Kapitalgeber den Bestand an einbehaltenen Gewin-

---

2 Siehe hierzu auch ein Interview mit dem ehemaligen Siemens-Vorstandsvorsitzenden Heinrich von Pierer („Transforming an Industrial Giant“, in: *Harvard Business Review*, Februar 2005).



nen reduzieren, mit dem solche Investitionen finanziert werden könnten.<sup>3</sup> Das Resultat dieser Veränderungen wird häufig beschrieben als eine fundamentale Verschiebung von Unternehmensstrategien: von der Einbehaltung und Reinvestition von Gewinnen geht die Tendenz hin zu deren Ausschüttung bei Verkleinerung des Unternehmens – von *retain and reinvest* zu *downsize and distribute* (Lazonick/O’Sullivan, 2000).

Zusammenfassend kann das veränderte Verhältnis von Kapitalmärkten (aber nicht dem Finanzsektor im Allgemeinen) und nichtfinanziellen börsennotierten Unternehmen am besten als *engere Kopplung* verstanden werden, durch die sich die Prioritäten zwischen finanziellen, produktiven und umsatzorientierten Zielen innerhalb des Unternehmens verschieben. Dies entspricht genau den Zielsetzungen der Shareholder-Value- und verwandter Lehren (z.B. *corporate governance, principal-agent theory*), deren Ziel es war, nach Jahrzehnten der Managerdominanz wieder den/die *Eigentümer* ins Zentrum des Geschehens zu rücken. Es muss allerdings davor gewarnt werden, das Ausmaß der hier beschriebenen Trends zu überschätzen. Dass es gewichtige Veränderungen gibt, ist nicht zu bestreiten, aber manchmal eilen in der Finanzialisierungsliteratur, so Froud et al. (2006: 69), die Vermutungen den Beweisen voraus, was zu Übertreibungen führt sowie dazu, dass gegenläufig wirkende Faktoren unbeachtet bleiben. Kapitalistische Unternehmen sind nicht und können nicht vollständig finanziert sein (kapitalistische Wirtschaften schon gar nicht). Wie der folgende Abschnitt darlegt, kreuzen sich im kapitalistischen Unternehmen drei Kapitalkreisläufe und damit drei Ökonomien, die unaufhebbar sind, auch wenn eine von ihnen, in diesem Fall die finanzielle, zeitweise dominiert. Besonders der Eigensinn des Produktionsprozesses macht sich stets auch geltend, etwa als „Widerborstigkeit des Operativen“, die darin besteht, dass es kapitalmarktorientierter Unternehmensführung nicht gelingt, produktive Arbeitsprozesse über bloße Kostenkontrolle hinaus auf positive Weise zu reorganisieren (Kädtler/Sperling 2002). Wenn hier also von Finanzialisierung bei börsennotierten Unternehmen die Rede ist, so darf das nicht als absolute Aussage verstanden werden: Es handelt sich um einen dominanten Trend, zu dem es auch Gegengewichte gibt.

---

3 Siehe zu diesem Thema u.a. Četković/Stockhammer (2010); Crotty (2005); Duménil/Lévy (2011: 51, 62–3); Froud et al. (2006: 88); Krippner (2005); Orhangazi (2008); Stockhammer (2004, 2008). Gerade hier gibt es erhebliche Unterschiede sowohl zwischen Ländern als auch zeitlich. So sind in gewissen Zeiträumen etwa Zinszahlungen deutlich wichtiger, zu anderen Zeiten aber Dividenden. Außerdem erschweren methodische Unterschiede zwischen den Studien einen Vergleich der Finanzialisierungsraten. Eine internationale Vergleichsstudie könnte hier für Aufklärung sorgen.

## 2. Die Kreisläufe des industriellen Kapitals und Finanzialisierung im Unternehmen

Nach der eher empirischen Erörterung der Finanzialisierung bei börsennotierten Unternehmen ist es Aufgabe dieses Abschnitts, diese Beschreibungen begrifflich zu verankern, und zwar in der Logik des Kapitals, wobei – und genau darauf kommt es an – diese Logik nicht als einheitliche verstanden wird, sondern als notwendig mehrdeutige.

Im *Kapital* verwendet Marx Formeln, um ökonomische Kreisläufe zu beschreiben. Die bekannteste ist  $G-W-G'$ , die allgemeine und abstrakte Formel des Kapitals. Auf konkreterer Ebene muss sie variiert werden, um den Besonderheiten funktional verschiedener Bestandteile des gesellschaftlichen Gesamtkapitals Rechnung zu tragen. Die Formel des zinstragenden Kapitals etwa, welche im Prinzip auch die Sichtweise des *Kapitaleigentümers* repräsentiert, ist  $G-G'$ , Geld das mehr Geld abwirft (Marx 1968: 404-6). Band II des *Kapitals* erörtert die verschiedenen Formen, die ein individuelles industrielles Kapital in seinem Zirkulationsprozess annimmt, nämlich die des Geldkapitals, des produktiven Kapitals und des Warenkapitals. Diesen Formen entsprechen ebenso viele (Teil-) Kreisläufe eines industriellen Kapitals, welche wiederum die Grundlage darstellen für unterschiedliche Perspektiven auf den Kreislauf des Kapitals im Allgemeinen (sowie für die Existenz funktional differenzierter Kapitalfraktionen, die Marx in Band III des *Kapitals* erwähnt). Es gibt also die Perspektive des Geldkapitals (oder des Kapitals als Geld), des produktiven Kapitals und des Warenkapitals. Marx selbst verweist in diesem Kontext nur auf die wirtschaftswissenschaftliche Dogmengeschichte: so bilde der Kreislauf des Geldkapitals die Grundlage des Merkantilismus' (Marx 1963: 64, 66): der des produktiven Kapitals die Grundlage der klassischen politischen Ökonomie (90), d.h. Smith, Ricardo usw.; und der Kreislauf des Warenkapitals sei die Basis für das Modell des Wirtschaftskreislaufs des Physiokraten François Quesnay (103). Ebenso gut aber können die drei Kreisläufe als Basis der Arbeitsteilung und Rollenspezialisierung im modernen kapitalistischen Unternehmens gesehen werden sowie als Grundlage des besonderen Blickwinkels, den verschiedene Abteilungen und Professionen auf die Unternehmensaktivität als Ganze einnehmen.

Die Formel für den Kreislauf des Geldkapitals ist  $G-W...P...W'-G'$ , wobei „P“ die Phase des Produktionsprozesses und „W“ die Warenform des Kapitals bedeuten (Marx 1963: 31). Von diesem Standpunkt erscheint die Produktion als bloß vermittelndes Stadium, als vorübergehende Unterbrechung. Im Kreislauf des Geldkapitals ist

„der Tauschwert, nicht der Gebrauchswert, der bestimmende Selbstzweck der Bewegung [...] Eben weil die Geldgestalt des Werts seine selbständige, handgreifliche Erscheinungs-

form ist, drückt die Zirkulationsform  $G...G'$ , deren Ausgangspunkt und Schlußpunkt wirkliches Geld, das Geldmachen, das treibende Motiv der kapitalistischen Produktion, am handgreiflichsten aus. Der Produktionsprozeß erscheint nur als unvermeidliches Mitglied, als notwendiges Übel zum Behuf des Geldmachens.“ (ebd.: 62)

Außerdem ist  $G...G'$  sozusagen die Liquiditäts- bzw. Mobilitätsform des Kapitals; nur in der Geldform kann es aus einem bestimmten Industriezweig abgezogen und in einen anderen investiert werden (Marx 1963: 65, 96). Der Kreislauf des Geldkapitals beginnt und endet also, wie der des zinstragenden Kapitals, mit Kapital in seiner liquiden Form. Auf das Unternehmen und seine Organisation, strategische Ausrichtung und interne Machtbalance bezogen besteht also der soziale Inhalt von Finanzialisierung und Shareholder Value darin, den Kreislauf des Geldkapitals innerhalb des Unternehmens, d.h. eine finanzielle Sichtweise desselben, stärker zur Geltung zu bringen. Damit sind sie Teil der neoliberalen Umstrukturierung, die überall den Tauschwertaspekt bzw. ein monetäres Kapitalkonzept privilegiert.

Der Kreislauf des produktiven Kapitals ist  $P...W'-G'-W...P$  (Marx 1963: 69). In ihm bildet, im genauen Gegensatz zum Geldkapital,

„der gesamte Zirkulationsprozeß des industriellen Kapitals, seine ganze Bewegung innerhalb der Zirkulationsphase, nur eine Unterbrechung und daher nur die Vermittlung zwischen dem produktiven Kapital, das als erstes Extrem den Kreislauf eröffnet und als letztes ihn in derselben Form, also in der Form seines Wiederbeginns, schließt.“ (ebd.: 69)

„Die allgemeine Form der Bewegung,  $P...P$ , ist die Form der Reproduktion und zeigt nicht, wie  $G...G'$ , die Verwertung als Zweck des Prozesses an.“ (ebd.: 96)

Es findet sich bei Marx keine äquivalente Charakterisierung für das Warenkapital. Wie der Kreislauf des produktiven Kapitals verweist auch der des Warenkapitals von sich aus auf die Notwendigkeit der Reproduktion (Marx 1963: 97), aber anders als jener auch auf die Wichtigkeit von Gütermärkten und damit die Integration jedes individuellen Kapitals in die gesellschaftliche Arbeitsteilung (ebd.: 99-101). Auf jeden Fall aber ist es auch Grundlage eines besonderen Blickwinkels auf den Gesamtkreislauf sowie funktionaler Rollenspezialisierung im Unternehmen. Fällt die Beobachtung des Kapitals in seiner Geldform – d.h. als Aufwand, der als Ertrag zurückfließt – den Spezialisten für Finanzen und Rechnungswesen zu, die des produktiven Kapitals den Ingenieuren oder anderen operativen Spezialisten, so fällt Kapital in seiner Warenform in den Verantwortungsbereich des Einkaufsmanagers bzw. der Vertriebsabteilung.

Auf dieser Grundlage kann das individuelle kapitalistische Unternehmen als Schauplatz einer stets prekären Integration der drei (Teil-)Kreisläufe des industriellen Kapitals gesehen werden. Diese Integration ist nicht automatisch oder mühelos, etwa im Sinne einer Abfolge, in welcher ein Stadium einfach auf das vorhergehende folgt. Die erfolgreiche Vollendung jedes Kreislaufs verlangt viel-

mehr aktives Management und Berücksichtigung ihrer je spezifischen Probleme und Erfordernisse. Darüber hinaus müssen sie simultan kontrolliert und gesteuert werden, während der Unternehmenserfolg von ihrer erfolgreichen Integration abhängt. Es gibt daher eine Vielzahl von Zielen und Erfolgskriterien, sowohl für jeden (Teil-)Kreislauf als auch für den sie umfassenden Gesamtkreislauf. Da zwischen den drei Formen industriellen Kapitals beträchtliche Unterschiede bestehen, kann nicht von vornherein angenommen werden, dass jene Ziele immer kompatibel sind. Die Organisation einer komplexen Produktionskette durch umsichtigen Einsatz von Menschen, Geld und Gebrauchswerten unterliegt anderen Kriterien als der erfolgreiche Güterabsatz oder die finanziell effiziente und profitable Leitung eines Unternehmens als Ganzem. Man denke etwa an die Kostengrenzen, die das Finanzmanagement der Produktions- oder Forschungsabteilung auferlegt, während ein Ingenieur Erfolg und Effizienz eher in physischen Outputgrößen misst oder als Erreichen hoher Sicherheitsstandards und ein Vertriebsleiter als Wachstum von Umsatz oder Marktanteil. Andererseits kann etwa der finanziell sinnvolle Verkauf eines Tochterunternehmens vom Standpunkt des operativen Managements aus ineffizient oder schädlich sein. Hierin liegt der Grund für die prinzipielle Prekarität der Integration der Kreisläufe sowie für bestimmte unternehmensinterne Konflikte, insofern unterschiedliche Abteilungen und Angehörige unterschiedlicher Professionen mit der Leitung und Kontrolle je eines Kreislaufs betraut sind. Nicht dass all dies vollkommen neu wäre; Dass es innerhalb eines Unternehmens verschiedene Perspektiven gibt, ist der Organisationssoziologie oder der Soziologie der Professionen schon längst aufgefallen (z.B. Armstrong 1985; Fligstein 1990). Solchen Beobachtungen wird aber durch die Verankerung in den Formen und Kreisläufen des Kapitals erst der notwendige Boden eingezeichnet.

Finanzialisierung im nichtfinanziellen Unternehmen kann nun verstanden werden als unternehmensinterne Vormacht des Kreislaufs des Geldkapitals. Die Portfolio-Konzeption der Firma reduziert sie (bzw. ihre Tochterunternehmen) virtuell und praktisch zu Geldanlagen, die mit anderen Investitionen konkurrieren und deren einziger Erfolgsmaßstab die Kapitalrendite (*return on investment*) ist. Daher gibt es für ein nichtfinanzielles Unternehmen prinzipiell keinen Grund, nicht direkt in Finanzanlagen einzusteigen, wenn diese rentabler als Sachinvestitionen sind oder als Versuche, den Umsatz durch Produkt- und Prozessinnovation zu steigern – auch wenn die Vertriebsleute und operativen Spezialisten das anders sehen mögen. Die strengere finanzielle Disziplin, die den operativen Einheiten von der Konzernzentrale abverlangt wird, ist also die Disziplin des Geldkapitals, für welche außerhalb des Unternehmens der Kapitalmarkt steht und innerhalb desselben die zunehmend einflussreiche Finanzabteilung. Da der Kreislauf des Geldkapitals mit Geld anfängt und mit mehr Geld aufhört, harmonisiert er au-

ßerdem mit der Perspektive von Finanzinvestoren bzw. Eigentümern, deren Interessen die Shareholder-Value-Doktrin als Leitlinien der Unternehmensführung propagiert, wobei sie durch erfolgs- und aktienkursabhängige Vergütung von Spitzenmanagern auch noch kräftig nachhilft.

Allerdings erklärt diese Sichtweise des kapitalistischen Unternehmens auch, warum es die oben erwähnten Grenzen der Finanzialisierung gibt. Der Kreislauf des Geldkapitals und diejenigen, die ihn organisieren, mögen intern dominieren, sie können aber die anderen nicht einfach verdrängen; diese machen sich auch weiterhin geltend, wenn auch vielleicht als Subalterne.

Dies hat sich etwa in meiner eigenen Forschung (Müller 2012) zur Auswirkung internationaler Bilanzierungsstandards (*International Financial Reporting Standards* – IFRS) auf Unternehmen in Deutschland und Großbritannien gezeigt. Diese Standards, die von einer formell privaten Organisation in London erarbeitet werden, sind seit 2005 für alle in der EU börsennotierten Unternehmen verpflichtend und haben nationale Regelwerke abgelöst; sie sind klar auf die Sichtweise und Informationsbedürfnisse moderner, d.h. kurzfristig orientierter Investoren ausgerichtet und tragen insofern zur Finanzialisierung börsennotierter Unternehmen bei. Dies äußert sich etwa darin, dass ein für manche Unternehmen deutlich größerer Teil der Aktiva und Passiva nicht mehr zum ‘historischen’ Beschaffungswert, sondern zum Marktwert des Bilanzstichtags (*fair value*) angesetzt werden muss, so als stünden sie unmittelbar zum Verkauf. Außerdem müssen die dadurch entstehenden Schwankungen der Buchwerte von Aktiva und Passiva in der Gewinn- und Verlustrechnung oder im Eigenkapital ausgewiesen werden, selbst wenn die betreffenden Vermögenswerte nicht verkauft werden und Kursgewinne/-verluste daher unrealisiert bleiben. Dadurch wird die Sichtweise des Geldkapitals in die Darstellung des Erfolgs und der Finanzsituation des Unternehmens klarer als vorher eingeschrieben. So betont die Bilanzierung zum Marktwert die, zumindest virtuelle, Liquidierbarkeit von Kapital während die traditionelle Bilanzierung zu Beschaffungswerten davon ausging, dass Vermögenswerte prinzipiell im Unternehmen – verstanden als produktives Ensemble ineinandergreifender ökonomischer Ressourcen – verbleiben. Auch die Berücksichtigung unrealisierter Gewinne und Verluste entspricht eher einer Eigentümer- und Investorenperspektive – und damit der des Geldkapitals – insofern diese stark an der Ermittlung ihres geldwerten Gesamtvermögens interessiert sind.

Trotzdem macht sich die Logik des produktiven Kapitals auf mehreren Ebenen geltend, etwa in den Standards selbst, in denen sich die reine Lehre der Marktwertbilanzierung nicht durchsetzen kann. Stets müssen Kompromisse mit den aus einer stärker ‘produktionistischen’ Ära überkommenen Bilanzierungspraktiken gemacht werden. Und bei den Unternehmen, die IFRS anzuwenden haben, gibt es durchaus Tendenzen, zur finanzialisierten Darstellung des eigenen Erfolges auf

Distanz zu gehen, weil diese unter bestimmten Bedingungen als Verfälschung der Unternehmensrealität gesehen wird, z.B. wenn Kurseffekte operative Gewinne in der Gewinn- und Verlustrechnung überlagern. Orientierte man sich hieran, so die Befürchtung, ergäben sich ökonomische Fehlentscheidungen im operativen Management, aber auch bei Investoren, die sich auf diese Zahlen stützen. Stattdessen orientiert man sich intern dann an einer alternativen, d.h. mehr auf das Operative konzentrierten Darstellung, etwa indem man den Erfolg nach der alten Methode berechnet, also ohne Einschluss von Kursgewinnen/-verlusten. Mitunter wird eine solche Sichtweise auch nach Außen kommuniziert durch zusätzliche Veröffentlichung einer von IFRS abweichenden Finanzberichterstattung.

### 3. Das Verhältnis von Finanzsektor und Industrie

Was folgt aus diesen Tendenzen für das Verhältnis zwischen Finanzsektor und Industrie im finanzialisierten Kapitalismus? Abgesehen von Marx' eigenen Ausführungen zu Geld, Banken usw. dürfte Hilferdings *Finanzkapital* (1968, ursprünglich 1910) die einflussreichste Analyse der Rolle des Finanzsektors in der marxistischen Tradition sein. Darin erörtert er die Prozesse, die ab der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts besonders in Deutschland und den USA zum Ende des liberalen Konkurrenzkapitalismus führten und die Periode des organisierten Kapitalismus einleiteten. Auf Seiten der Industrie entstanden durch vertikale Integration, Fusionen und Kartellierung gigantische Monopole, die ganze Produktionszweige kontrollierten. Im Finanzsektor entstanden ebenfalls monopolistische Banken, die mit dem industriellen Kapital auf das Engste verbunden waren, zum Einen weil dieses für die Investitionsfinanzierung auf langfristige Bankkredite angewiesen war, und zum Anderen durch die auch institutionelle Verflechtung zwischen ihnen durch gegenseitige Unternehmensbeteiligungen und Aufsichtsratsmandate. In dieser von Hilferding als „Finanzkapital“ bezeichneten Konstellation, in der der Markt als Koordinationsmechanismus wirtschaftlicher Aktivität eine untergeordnete Rolle spielt, haben die Banken die dominante Position und damit eine Koordinationsfunktion inne.

Da im finanzialisierten Kapitalismus die Logik des Finanziellen bei börsennotierten Konzernen zweifellos an Bedeutung gewonnen hat, mag es naheliegend scheinen, diese Dominanz im Sinne von Hilferdings Analyse zu verstehen: als neue Phase des Finanzkapitals. Eine solche Einschätzung aber wäre in mehrerer Hinsicht falsch, denn Finanzialisierung bedeutet nicht engere institutionelle Verflechtung zwischen Banken und Industrie, sondern Auflösung einstmals bestehender Verflechtungen und dadurch größere Distanz zwischen ihnen. Ein Beispiel hierfür ist die Auflösung der 'Deutschland AG', jenes eng geknüpften und

lange stabilen Netzwerks aus Finanzhäusern wie Allianz oder Deutscher Bank und großen Industriekonzernen, in welchem strategische Gemeinsamkeit durch Kreditbeziehungen, gegenseitige Beteiligungen und überlappende Aufsichtsratsmandate erzeugt wurde (Beyer 2003; Höpner/Krempel 2006). Außerdem geht, wie schon gesagt, der Anteil von Bankkrediten an der Investitionsfinanzierung zurück, da Unternehmen sich eher aus einbehaltenen Gewinnen oder Anleihen finanzieren. Hierdurch geht auch die Koordinations- und Integrationsfunktion der Banken verloren.<sup>4</sup>

Insgesamt hat sich die spezifische Form der Artikulation zwischen Finanzsektor und Industrie geändert (vgl. Candeias 2004: 145–6), denn die Tendenz geht in Richtung marktzentrierter Finanzsysteme. Anders als zu Zeiten Hilferdings und Lenins – letzterer konstatierte noch einen Bedeutungsverlust der Börse (Lenin 1961: 738–9) – rückt damit das Verhältnis der Industrieunternehmen zu Kapitalmärkten statt Banken ins Zentrum der Aufmerksamkeit. Hier geht es nicht mehr um direkte institutionelle Verflechtung, sondern eher um strukturelle, anonyme Macht, und deshalb ist die Reduzierung jener Verflechtung auch kein Indikator für geringeren Einfluss finanzieller Akteure und Motive auf Industriekonzerne.

So betrachtet ist es kein Widerspruch, dass sich die unmittelbare Präsenz des Finanzsektors in der Industrie zwar reduziert hat, dass die Logik des Finanziellen, die letztlich die des Geldkapitals ist, aber dennoch an Einfluss gewonnen hat, und zwar durch engere Kopplung börsennotierter Unternehmen an Kapitalmärkte. Tatsächlich war im Finanzkapital trotz der Vorherrschaft der Banken eine dem Kreislauf des produktiven Kapitals entsprechende Orientierung dominant, denn die Kreditvergabe der Banken und ihre Geschäftsbeziehungen mit Industriekonzernen waren strategischer, d.h. langfristiger Natur. Banken waren weniger an maximaler Rendite interessiert und mehr an der Rückzahlung ihrer Kredite und daher am langfristigen Erfolg 'ihrer' Unternehmen. Dies ging so weit, dass Bankiers sich die produktive Sichtweise zu Eigen machten und zu Experten für bestimmte Industrien wurden (so Lenin 1961: 741–2). Denn um die langfristigen Erfolgsaussichten und damit die Kreditwürdigkeit etwaiger Schuldner beurteilen zu können, mussten sie gute Kenntnisse der individuellen und sektorspezifischen Situation der Unternehmen besitzen. Die langfristige und

---

4 Eine vielbeachtete Studie jüngerer Datums (Vitali/Glatfelder/Battiston 2011) hat ergeben, dass es im globalen Netzwerk der Unternehmenskontrolle einen kleinen identifizierbaren Kern gibt, in dem Finanzinstitute eindeutig dominieren. Zur Frage, inwiefern wir es hier auch mit einem Koordinationszentrum zu tun haben, schweigt die Studie jedoch. Sie wirft interessante Fragen auf, aber ohne weitere Untersuchungen kann nicht gesagt werden, ob sie das hier Gesagte bestätigt, widerlegt oder unberührt lässt.



strategische Orientierung der Banken sorgte dafür, dass ihre Vorherrschaft nicht zu einer Dominanz des Finanziellen führte; vielmehr garantierte sie gerade die Dominanz des produktiven Kapitals (vgl. Kädtler 2010: 621), welches sich ohne unmittelbaren Rentabilitätsdruck zur Geltung bringen konnte, was sich etwa in der Dominanz der Ingenieure ausdrückte oder der Tendenz, Gewinne eher in die Erweiterung des laufenden Geschäfts zu stecken, statt sie an Kapitalgeber auszuschütten.

Im Vergleich hierzu bedeutet Kapitalmarktorientierung trotz deutlich geringerer institutioneller Verflechtung eine Verstärkung finanzieller Disziplin (Ezzamel/Willmott/Worthington, 2008). Dies kann durchaus zu Lasten des unternehmensinternen Gewichts des produktiven Kapitalkreislaufs gehen, etwa weil Finanzmanager tendenziell das Sagen haben, aber auch weil die im Namen von Shareholder Value durchgeführten Programme der Kostenreduktion und des Gesundenschumpfens langfristige Produkt- und Prozessinnovationen eher beeinträchtigen. Es deutet manches darauf hin, dass Finanzialisierung zur neoliberalen Tendenz beiträgt, auf die industrielle Akkumulation eher hemmend denn fördernd zu wirken, weshalb Stockhammer in diesem Kontext von einem *finanzdominierten* Akkumulationsregime spricht, aber nicht von einem *finanzgetriebenen* (Stockhammer 2008; vgl. Boyer 2000; Crotty 2005).

Eine weitere Konsequenz des hier skizzierten Verständnisses von Finanzialisierung ist, dass die Auflösung institutioneller Verflechtungen zwischen Industrie und Banken nicht als Äußerlichkeit des Verhältnisses von Industrie und Finanzsektor verstanden werden darf. Daher ist die nicht zuletzt in der deutschsprachigen Diskussion unter dem Stichwort *Finanzmarktkapitalismus* (Windolf 2005b, 2005a; Deutschmann 2005; vgl. Epstein/Jayadev 2005) zu findende Position zurückzuweisen, wonach die Dominanz des Finanziellen eigentlich die Dominanz 'neuer Eigentümer' über die Realwirtschaft ist, einer funktionslosen, wenn nicht gar parasitären Investorenkategorie vergleichbar den Kouponschneidern von einst, deren „Euthanasie“ Keynes vorhersah (1936: 375–6). Insofern sie Finanzbranche und Industrie als separate Sektoren und ihr Verhältnis damit als äußerliches begreift, verkennt diese Position, dass die finanzielle Logik integraler Bestandteil des industriellen Kapitals, wenn auch nicht immer dominant ist. Gewiss spielen jene neuen Eigentümer, womit die oben erwähnten institutionellen Investoren gemeint sind, eine wichtige Rolle, aber ihr Einfluss beruht eben nicht auf einem einfachen Druckpotenzial, das sie Industriemanagern gegenüber einsetzen könnten, sondern darauf, dass eine durchaus nicht nur erzwungene interne und strategische Neuaufstellung vieler börsennotierter Unternehmen ihnen dabei entgegenkommt. Auch deswegen kann die aktuelle Phase kapitalistischer Entwicklung als *finanzdominiert* bezeichnet werden, wobei hier weniger auf einen konkreten Finanzakteur oder die Finanzbranche im

Ganzen abgestellt wird, sondern auf die sektorenübergreifende Dominanz einer finanziellen Rationalität auch innerhalb von Industrieunternehmen.

Sowohl die Finanzkapitalthese als auch die Annahme, dass 'neue Eigentümer' das Ruder übernommen haben, stellen auf konkret identifizierbare Finanzinstitutionen bzw. -akteure ab. Dass beide Ansätze hier zurückgewiesen werden, darf aber nicht so verstanden werden, als spielten derartige Akteure gar keine Rolle. Ich behaupte keineswegs, dass die Kapitalmarktorientierung allein aus internen Verschiebungen in börsennotierten Unternehmen herrühre, oder dass diese gleichsam einer abstrakten, d.h. nicht institutionell oder organisatorisch verankerten Macht der Finanzmärkte unvermittelt gegenüberstünden. Tatsächlich existiert eine ganze Reihe von Finanzdienstleistern, deren Funktion darin besteht, die Verbindung zwischen Unternehmen und (Investoren auf) Wertpapiermärkten herzustellen (Willke 2003: 202–29); diese Funktion wird mitunter auch „infrastrukturelle“ bezeichnet (Nölke/Perry 2007b). Zu ihnen zählen die Ratingagenturen, die internationalen Netzwerke der Wirtschaftsprüfer (KPMG, Ernst & Young usw.)<sup>5</sup>, Investmentbanken (auch wenn die Krise von 2008 das Ende des Investmentbanking als selbstständiger Branche herbeigeführt hat) sowie international tätige Unternehmensberatungen (z.B. McKinsey). Auf deren Arbeitsweise kann hier nicht detailliert eingegangen werden, erwähnenswert aber ist, dass im Bereich dieser Finanzdienstleistungen eine extreme Zentralisation stattgefunden hat, deren Ergebnis Oligopolstrukturen sind. Im extremsten Fall, dem der international relevanten Ratingagenturen, gibt es überhaupt nur drei Firmen (Moody's, Standard & Poor's, Fitch).

Hierin liegt eine Ähnlichkeit zum monopolistischen Bankensektor aus Hilferdings *Finanzkapital*. Doch anders als dieser erfüllen die genannten Finanzdienstleister nicht dieselbe bewusste Koordinationsfunktion, die die Banken dank ihrer Kreditvergabe, ihren Beteiligungen und ihren personellen Verflechtungen innehatten. Entsprechend kommt ihnen im Zusammenhang finanzieller (d.h. anlagensuchender) und industrieller Kapitale auch keine besondere Vorherrschaft zu; sie vermitteln die Kopplung von Industrieunternehmen und Finanzmärkten, was sie zu wichtigen Akteuren, aber, anders als bei den Banken von einst, nicht zu dominanten Akteuren in einem engen Netzwerk institutioneller und persönlicher Beziehungen macht.

---

5 Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sind übrigens auch federführend bei der Schaffung der internationalen Bilanzierungsstandards; sie machen also die Regeln selbst, deren Einhaltung sie dann überprüfen.

#### 4. Ausblick

Als Hilferding die „geschichtliche Tendenz des Finanzkapitals“ zusammenfasste, sah er am Horizont die Möglichkeit, dass Konzentration und Zentralisation des Kapitals unter Monopolbedingungen so weit gehen könnten, dass am Ende die Vereinheitlichung der Kontrolle über das gesellschaftliche Gesamtkapital durch Bildung eines „Generalkartells“ und einer „Zentralbank“ (nicht im Sinne heutiger Notenbanken) steht (Hilferding 1968: 321-3). Heute sieht es eher nicht danach aus, und Finanzialisierung dürfte dafür einer der Gründe sein.

Mit Konzentration ist die durch Reinvestition von Gewinnen der Vorperiode bewirkte quantitative Ausdehnung individueller Kapitale gemeint, während Zentralisation die Zusammenfassung existierender Kapitale durch Fusionen, Übernahmen oder andere Formen der Kombination bezeichnet. Zentralisation ist also primär die Neuaufteilung des existierenden Gesamtkapitals zwischen verschiedenen Eigentümern und geht nicht unbedingt mit seiner Vergrößerung einher (Marx 1962: 653-7). Dass Finanzialisierung auf industrielle Akkumulation dämpfend wirkt, legt nahe, dass sie auch die Konzentrationstendenz, die für die kapitalistische Produktionsweise im Allgemeinen charakteristisch ist, eher dämpft als fördert.

Weniger eindeutig ist ihr Effekt auf die gleichermaßen allgemeine Zentralisationstendenz. Zweifellos geht Finanzialisierung mit einem aktiveren Markt für Unternehmenskontrolle durch Fusionen und Übernahmen einher, aber es gibt auch eine Tendenz zur Konzentration auf das Kerngeschäft und Abstoßung von Unternehmensteilen, so dass hier nur schwer Bilanz zu ziehen ist. Sieht man Zentralisation allerdings mit Hilferdings und Lenins Augen – d.h. als Vereinigung des Kommandos über einen großen Teil des gesellschaftlichen Kapitals in wenigen Händen durch Reorganisation der Eigentumsstrukturen und durch Verflechtung, kurz als Herstellung eines *organisierten Kapitalismus* – dann ist die Tendenz eindeutiger. Der Übergang zu loserer Kopplung bei strengerer finanzieller Kontrolle von Teilunternehmen reduziert deren Integration nach Maßgabe operativer Ökonomien, d.h. nach Maßgabe des Kreislaufs des produktiven Kapitals. Hinzu kommt die Abwesenheit einer dem Finanzkapital vergleichbaren Instanz bewusster Koordination zwischen den hauptsächlichen Wirtschaftszweigen. Damit tritt der Aspekt der Koordination nach Maßgabe industrieller Akkumulation, um den es beim Finanzkapital primär geht, im finanzierten Kapitalismus in den Hintergrund, und damit auch die Kohäsion national organisierter Kapitalfraktionen.

Worin die ‚geschichtliche Tendenz der Finanzialisierung‘ bestünde, ist schwerer zu sagen. Erstens weil Finanzialisierung im Vergleich zum Modell des organisierten Kapitalismus beschränkter im Hinblick darauf ist, wie sehr sie die kapitalisti-

sche Wirtschaft und Gesellschaft umfassen und durchdringen kann. Wie Boyer schon vermutete (2000), beruht ein theoretisch zwar mögliches finanzgetriebenes Wachstumsregime auf Voraussetzungen, die empirisch kaum gegeben und ohnehin unwahrscheinlich sind. So geschah im finanzialisierten Kapitalismus die für ein relativ stabiles Wachstumsregime notwendige hegemoniale Einbindung subalternen Bevölkerungsgruppen zumeist durch schuldenfinanzierten Konsum der Haushalte der Arbeiter- und Mittelklasse, was die Störanfälligkeit des Systems erheblich steigert – wie überhaupt die Wichtigkeit sekundärer Wertpapiermärkte eine Neigung zur Blasenbildung bedingt. Schließlich betrifft Finanzialisierung im hier beschriebenen Sinne, d.h. als engere Kopplung von Unternehmen und Kapitalmärkten, direkt nur börsennotierte Unternehmen, und selbst unter diesen gibt es noch einige, die sich die Kapitalmärkte vom Leib halten können, weil sie im Besitz einer Familie oder eines strategischen Großaktionärs sind. Ganz zu schweigen von der Masse der kleinen und mittelständischen Unternehmen, die zumeist nicht börsennotiert sind und etwa drei Viertel aller Arbeitnehmer in der deutschen Privatwirtschaft beschäftigen. Allerdings bedeutet dies nicht, dass solche Unternehmen von der Finanzialisierung nicht trotzdem indirekt betroffen sein können. So hat es etwa für den Zulieferer eines großen börsennotierten Konzerns unter Umständen beträchtliche Auswirkungen, wenn sich dieser auf kapitalmarktorientierte Steuerung umstellt und bisherige Geschäftsbeziehungen nun in neuem Licht betrachtet. Die Frage nach dem wahren Ausmaß der Finanzialisierung und ihrer Ausstrahlung auch jenseits des börsennotierten Segments ist, gerade für Deutschland, noch nicht beantwortet.

Zweitens wirft die anhaltende Krise die Frage auf, ob hiermit das Ende der Finanzialisierung eingeläutet ist. Die institutionellen und regulatorischen Arrangements, die sie ermöglichten, wurden bislang nicht oder nur geringfügig reformiert, was mit der unveränderten Dominanz neoliberaler Politiken und der sie stützenden gesellschaftlichen Kräfteverhältnisse zu tun hat. Was ihre ökonomischen Voraussetzungen betrifft, so ist das Bild unklarer. Einerseits bedeutet die momentane Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe, dass sie so bald kaum wieder eine dominante Rolle in der Unternehmensfinanzierung spielen werden; außerdem tummelt sich auf Wertpapiermärkten nach wie vor reichlich anlagesuchendes Geldkapital. Andererseits könnten die hartnäckigen rezessiven Tendenzen in der Weltwirtschaft die Aktienmärkte als Anlagesphären eher unattraktiv machen. Insgesamt spricht mittelfristig mehr dafür, dass sich dank der momentan stattfindenden Abwälzung der Kosten der Krisenbewältigung auf Arbeiter und Angestellte ein neoliberaler, finanzialisierter Kapitalismus fortschleppen kann.

## Literatur

- Aglietta, Michel/Rebérioux, Antoine (2005): *Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value*, Cheltenham.
- Andersson, Tord/Gleadle, Pauline/Haslam, Colin/Tsitsianis, Nick (2010): Bio-pharma: A financialized business model, in: *Critical Perspectives on Accounting*, 21(7): 631–641.
- Andersson, Tord/Haslam, Colin/Lee, Edward/Tsitsianis, Nick (2008): Financialization directing strategy, in: *Accounting Forum*, 32(4): 261–275.
- Armstrong, Peter (1985): Changing management control strategies: The role of competition between accountancy and other organisational professions, in: *Accounting, Organizations and Society*, 10(2), 129–148.
- Ball, Ray (2004): Corporate Governance and Financial Reporting at Daimler-Benz (Daimler-Chrysler) AG: From a “Stakeholder” toward a “Shareholder Value” Model, in: Leuz, Christian; Pfaff, Dieter; Hopwood, Anthony (Hg.): *The Economics and Politics of Accounting: International Perspectives on Research Trends, Policy, and Practice*, Oxford: 103–143.
- Beyer, Jürgen (2003): Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus, in: Streck, Wolfgang; Höpner, Martin (Hg.): *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Frankfurt am Main/New York: 118–146.
- (2009): Varietät verspielt? Zur Nivellierung der nationalen Differenzen des Kapitalismus durch globale Finanzmärkte, in: Beckert, Jens/Deutschmann, Christoph (Hg.), *Wirtschaftssoziologie*, Wiesbaden, 305–325.
- Boyer, Robert (2000): Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, in: *Economy and Society*, 29(1): 111–145.
- Candeias, Mario (2004): *Neoliberalismus – Hochtechnologie – Hegemonie: Grundrisse einer transnationalen kapitalistischen Produktions- und Lebensweise. Eine Kritik*, Hamburg.
- Cetkovic, Predrag/Stockhammer, Engelbert (2010): Finanzialisierung und Investitionsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften in Österreich, in: *Wirtschaft und Gesellschaft*, 36(4): 453–479.
- Crotty, James (2005): The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and “Modern” Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era, in: Epstein, Gerald (Hg.): *Financialization and the World Economy*, Northampton/Massachusetts: 77–110.
- Deutschmann, Christoph (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Windolf, Paul (Hg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Wiesbaden: 58–84.
- Dörre, Klaus (2012): Krise des Shareholder Value? Kapitalmarktorientierte Steuerung als Wettkampfsystem, in: Kraemer, Klaus; Nessel, Sebastian (Hg.), *Entfesselte Finanzmärkte. Soziologische Analysen des modernen Kapitalismus*, Frankfurt am Main/New York: 121–143.
- Duménil, Gérard/Lévy, Dominique (2004): *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Cambridge/Massachusetts.
- (2011): *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge/Massachusetts.
- Engelen, Ewald/Konings, Martijn (2010): Financial Capitalism Resurgent: Comparative Institutionalism and the Challenges of Financialization, in: Morgan, Glenn et al. (Hg.), *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis*, Oxford: 601–624.
- Epstein, Gerald/Jayadev, Arjun (2005): The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity, in: Epstein, Gerald (Hg.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK/Northampton, Massachusetts: 46–74.
- Ezzamel, Mahmoud/Willmott, Hugh/Worthington, Frank (2008): Manufacturing shareholder value: The role of accounting in organizational transformation, in: *Accounting, Organizations and Society*, 33(2-3): 107–140.

- Farrell, Diana/Fölster, Christian S./Lund, Susan (2008): *Long-term trends in the global capital markets*, The McKinsey Quarterly, Economic Studies.
- Faust, Michael/Bahn Müller, Reinhard/Fisecker, Christine (2011): *Das kapitalmarktorientierte Unternehmen: Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Personalwesen und Mitbestimmung*, Berlin.
- Fligstein, Neil (1990): *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge/Massachusetts.
- Flower, John (1997): The future shape of harmonization: the EU versus the IASC versus the SEC, in: *European Accounting Review*, 6(2): 281–303.
- Froud, Julie/Haslam, Colin/Johal, Sukhdev/Williams, Karel (2000): Shareholder value and Financialization: consultancy promises, management moves, in: *Economy and Society*, 29(1): 80–110.
- Froud, Julie/Johal, Sukhdev/Leaver, Adam/Williams, Karel (2006): *Financialization and Strategy: Narrative and Numbers*, London.
- Gleadle, Pauline/Cornelius, Nelarine (2008): A case study of financialization and EVA®, in: *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8): 1219–1238.
- Hall, Peter/Soskice, David (2001): An Introduction to Varieties of Capitalism, in: dies. (Hg.), *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford, 1–68.
- Hilferding, Rudolf (1968): *Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, Frankfurt am Main.
- Höpner, Martin/Krempel, Lothar (2006): *Ein Netzwerk in Auflösung: Wie die Deutschland AG zerfällt*, [http://www.mpifg.de/aktuelles/themen/doks/Netzwerk\\_in\\_Aufloesung-w.pdf](http://www.mpifg.de/aktuelles/themen/doks/Netzwerk_in_Aufloesung-w.pdf) (16.07.2009).
- Huffs Schmid, Jörg (2002): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, Hamburg.
- Jessop, Bob (2002): *The Future of the Capitalist State*, Cambridge/Cambridgeshire.
- (2011): Der ökonomische Determinismus – neu betrachtet, in: *Prokla*, Heft 165, 579–596.
- Kädtler, Jürgen (2009): *Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität: Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus* (SOFI Working Paper 2009-5), [http://www.sofi-goettingen.de/fileadmin/Working\\_paper/SOFI\\_WorkingPaper5.pdf](http://www.sofi-goettingen.de/fileadmin/Working_paper/SOFI_WorkingPaper5.pdf) (19.01.2011).
- Kädtler, Jürgen (2010): Finanzmärkte und Finanzialisierung, in: Böhle, Fritz; Voß, G. Günter; Wachtler, Günther (Hg.), *Handbuch Arbeitssoziologie*, Wiesbaden: 616-39.
- Kädtler, Jürgen/Sperling, Hans Joachim (2002): The Power of Financial Markets and the Resilience of Operations: argument and evidence from the German car industry, in: *Competition & Change*, 6(1): 81–94.
- Keynes, John Maynard (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London.
- Krippner, Greta (2005): The financialization of the American economy, in: *Socio-Economic Review*, 3(2): 173–208.
- Lapavistas, Costas (2009): Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation, in: *Historical Materialism*, 17(2): 114–148.
- Lazonick, William/O’Sullivan, Mary (2000): Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, in: *Economy and Society*, 29(1): 13–35.
- Lenin, Wladimir Iljitsch (1961): Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus, in: *Ausgewählte Werke, Bd. I*, Berlin: 709–817.
- Lysandrou, Photis (2011): Global inequality as one of the root causes of the financial crisis: a suggested explanation, in: *Economy and Society*, 40(3): 323–344.
- Marx, Karl: Das Kapital, Bd. 1 (MEW 23), Berlin/DDR 1962.
- : Das Kapital, Bd. 2 (MEW 24), Berlin/DDR 1963.
- : Das Kapital, Bd. 3 (MEW 25), Berlin/DDR 1968.
- Muellerleile, Christopher M. (2009): Financialization takes off at Boeing, in: *Journal of Economic Geography*, 9(5): 663–677.

- Müller, Julian (2012): *IFRS, IASB and the financialisation of accounting regulation: a case study in the ecological dominance of money capital*, unveröffentlichte Dissertation, Lancaster University.
- Münch, Richard/Guenther, Tina (2005): Der Markt in der Organisation: Von der Hegemonie der Fachspezialisten zur Hegemonie des Finanzmanagements, in: Windolf, Paul (Hg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Wiesbaden: 394–417.
- Nölke, Andreas/Perry, James (2007a): The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB, in: *Business and Politics*, 9(3), <http://www.bepress.com/bap/vol9/iss3/art4> (10.10. 2009).
- (2007b): Coordination service firms and the erosion of Rhenisch capitalism, in: Overbeek, Henk; van Apeldoorn, Bastiaan; Nölke, Andreas (Hg.), *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*, London/New York: 121–136.
- O’Sullivan, Mary (2007): Acting out institutional change: understanding the recent transformation of the French financial system, in: *Socio-Economic Review*, 5(3): 389–436.
- Orhangazi, Ozgur (2008): Financialisation 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): 863–886.
- Stockhammer, Engelbert (2004): Financialisation and the slowdown of accumulation, in: *Cambridge Journal of Economics*, 28(5): 719–741.
- (2008): Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime, in: *Competition & Change*, 12(2): 184–202.
- Vitali, Stefania/Glattfelder, James B./Battiston, Stefano (2011): The network of global corporate control, <http://arxiv.org/abs/1107.5728> (29.09. 2012).
- Weiss, Heinz-Jürgen (2002): Finanzfunktion im Wandel: Der Finanzvorstand als Chief Value Officer, in: Küting, Karlheinz; Weber, Claus-Peter (Hg.), *Vom Financial Accounting zum Business Reporting: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung und integrierte Unternehmenssteuerung*, Stuttgart: 375–407.
- Willke, Helmut (2003): *Heterotopia: Studien zur Krisis der Ordnung moderner Gesellschaften*, Frankfurt am Main.
- Windolf, Paul (2005a): Die neuen Eigentümer, in: ders. (Hg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Wiesbaden: 8–19.
- (2005b): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: ders. (Hg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Wiesbaden: 20–57.
- Zorn, Dirk M. (2004): Here a Chief, There a Chief: The Rise of the CFO in the American Firm, in: *American Sociological Review*, 69(3): 345–364.