

Financialisering en functionele inkomensverdeling

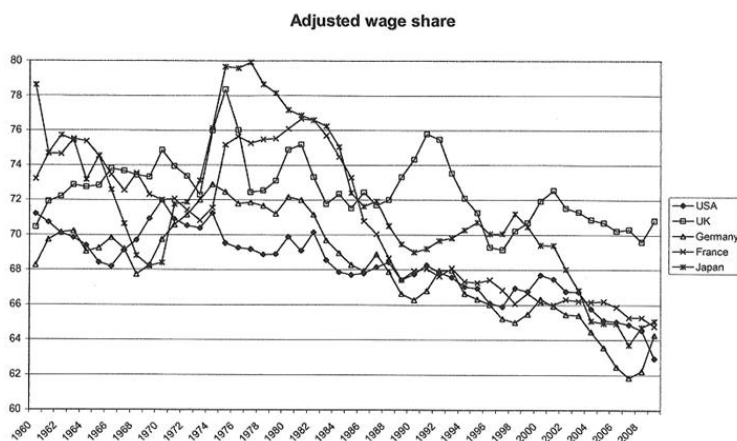
Theo van de Klundert¹

De arbeidsinkomensquote (AIQ) is na 1980 structureel gedaald in de rijke landen. De verklaring hiervoor verschilt. De neoklassieke theorie en de heterodoxe opvattingen van de economie schetsen verschillende wereldbeelden. In de neoklassieke theorie staat de relatieve schaarste van productiefactoren centraal. De daling van de AIQ wordt toegeschreven aan de technologische ontwikkeling en, in mindere mate, aan de globalisering. De heterodoxe theorie benadrukt financialisering als oorzaak van de gedaalde AIQ. Na de liberaliseringsgolf van de jaren tachtig van de vorige eeuw zijn financiële motieven doorslaggevend geworden bij beslissingen in het bedrijfsleven. Dit heeft consequenties gehad voor de functionele inkomensverdeling. Econometrisch onderzoek met betrekking tot de verklaring van de functionele inkomensverdeling heeft vooralsnog niet onomstotelijk kunnen aantonen welke visie het bij het rechte eind heeft.

1 Inleiding

Sinds de deregulering van de economie in de jaren tachtig van de 20^e eeuw, ingezet in de VS onder president Reagan en in Engeland onder premier Thatcher, is de inkomensongelijkheid in rijke landen groter geworden. Een dergelijke scheefgroei kan op verschillende manieren worden vastgesteld. Zo heeft de functionele inkomensverdeling betrekking op de aandelen van het totale inkomen, die toevallen aan de productiefactoren arbeid en kapitaal. Daarbij wordt meestal gekeken naar de loonquote, waarbij tevens rekening wordt gehouden met een toegerekend loon voor zelfstandigen in de beroepsbevolking (adjusted wage share). Tijdreeksen voor het loonaandeel in het nationaal inkomen illustreren de trendmatige daling vanaf ruwweg 1980. Figuur 1 illustreert dit voor een vijftal landen. De fluctuaties hebben te maken met conjuncturele invloeden.

¹ Met dank aan Ad van de Gevel, Jasper de Jong, Ton van Schaik, Sjak Smulders en twee anonieme referenten voor hun opbouwend commentaar bij een eerdere versie van dit artikel.

Figuur 1: Ontwikkeling loonquoten

Bron: Stockhammer (2012).

Men kan de inkomensverdeling ook bezien vanuit het perspectief van personen of gezinnen. Inkomens van personen omvatten verschillende componenten. Naast beloningen uit arbeid wordt inkomen uit het bezit van kapitaal verkregen. Hein (2013) laat met behulp van Gini-coëfficiënten zien dat ook de personele verdeling ongelijker is sinds het midden van de jaren tachtig van de vorige eeuw. Van Reenen (2011) relateert deze ontwikkeling aan de toenemende vraag naar geschoolde arbeid en de polarisatie op de arbeidsmarkt onder invloed van de technologische ontwikkeling. Atkinson (2003) heeft daarnaast oog voor 'sources of income apart from work'. Een daling van de arbeidsinkomensquote impliceert dat de stijging van het reële loon achterblijft bij de groei van de arbeidsproductiviteit. Dit scheidt ruimte voor een stijging van het inkomen uit andere bronnen dan werk. De waargenomen veranderingen in de functionele inkomensverdeling zijn aldus 'part of a broader trend towards greater social inequality' (Stockhammer 2013, p. viii).

Bij de verklaring van de functionele inkomensverdeling moet aandacht worden geschonken aan de relatieve schaarste van productiefactoren in het kader van de neoklassieke theorie. Daarmee is echter niet alles gezegd. Conflicten over de verdeling spelen van oudsher een rol. Vakbonden onderhandelen met ondernemers om een zo aantrekkelijk mogelijk loon te bedingen. Managers en aandeelhouders van ondernemingen moeten het eens worden over de te volgen strategie.

In een aantal recente studies op basis van het post-Keynesiaanse gedachtegoed wordt deze problematiek in een nieuw licht geplaatst. Men spreekt van financialisering van de economie, die na 1980 in de ontwikkelde landen zijn beslag krijgt. Financialisering houdt in dat financiële motieven doorslaggevend zijn bij belangrijke economische beslissingen in het bedrijfsleven. Bovendien drukt de financiële sector door zijn toegenomen omvang zwaar op de rest van de economie. Een en ander heeft belangrijke consequenties voor de functionele

inkomensverdeling. De tegenstelling tussen orthodoxe en heterodoxe visies op de problematiek is ideologisch geladen. De intentie van het onderhavige artikel is om vanuit analytisch perspectief een brug te slaan tussen beide benaderingswijzen.

Post-Keynesiaanse auteurs beroepen zich op de theorie van Kalecki ter verklaring van de functionele verdeling met de bedoeling “to identify potential channels of influence of financialization on pricing and distribution in a stylized way” (Hein 2013, p. 17). De economisch-sociologische richting, vertegenwoordigd door Lin en Tomaskovic-Devey (2011), sluit hierbij aan door de inkomensverdeling te plaatsen in het kader van sociale relaties binnen de onderneming en naar buiten. Financialisering is ook van belang in het kader van de relatie tussen managers en aandeelhouders. Lazonick (2010) argumenteert dat winstmaximalisatie op korte termijn de loonquote zowel op korte als op lange termijn onder druk zet. Kortom, er is alle reden om het begrip financialisering serieus te nemen.

De indeling van het artikel is als volgt. Paragraaf 2 presenteert een beknopte bespreking van de neoklassieke theorie. Tevens wordt aangegeven op welke manier de onderhandelingen over de lonen tussen werkgevers en werknemers in deze theorie kunnen worden geïncorporeerd. De bespreking mondt uit in een scenario ter verklaring van de structurele daling van de arbeidsinkomensquote. Het begrip financialisering staat centraal in paragraaf 3. Daarbij is ruimschoots aandacht voor de heterodoxe literatuur. Aansluitend bij de beschouwingen in de paragrafen 2 en 3 bespreken we in paragraaf 4 de uitkomsten van een tweetal empirische studies. Het onderzoek van de Europese Commissie (EC 2007) is opgezet langs de neoklassieke lijn. Het onderzoek van Stockhammer (2013), gepubliceerd door de International Labour Organization (ILO), besteedt ruim aandacht aan het verschijnsel financialisering. We ronden af met conclusies in paragraaf 5.

2 Schaarse productiefactoren

Vanwege de hanteerbaarheid wordt in de neoklassieke theorie veelal uitgegaan van de CES (constant elasticity of substitution) productiefunctie. Het verband tussen productie (y) enerzijds en arbeid (l) en kapitaal (k) anderzijds kan in dit geval worden geschreven als:

$$y = [\alpha(h_l l)^{(\sigma-1)/\sigma} + (1 - \alpha)(h_k k)^{(\sigma-1)/\sigma}]^{\sigma/(\sigma-1)} \quad (1)$$

De parameters h_l en h_k zijn indices van technologische efficiency. Aangevoerd kan worden dat σ gelijk is aan de substitutie-elasticiteit tussen arbeid en kapitaal. De constante α is relevant voor de functionele inkomensverdeling. Bij volledige mededinging op alle markten worden de productiefactoren beloond in

overeenstemming met het grensproduct. Toepassing van deze theorie leidt na enige elementaire bewerkingen tot de volgende uitdrukking voor de loonquote²:

$$\lambda = \frac{wl}{y} = \alpha \left[\alpha + (1 - \alpha) \left(\frac{h_k k}{h_l l} \right)^{(\sigma-1)/\sigma} \right]^{-1} \quad (2)$$

waarbij w staat voor het reële loon in termen van de output (y).

Uit vergelijking (2) blijkt dat het effect van mutaties in de kapitaal-arbeidverhouding gemeten in efficiency eenheden afhangt van de grootte van de substitutie-elasticiteit. In het speciale geval van de Cobb-Douglas productiefunctie met $\sigma = 1$ is de loonquote constant: $\lambda = \alpha$.

Empirisch onderzoek wijst uit dat er met een grote mate van waarschijnlijkheid mag worden uitgegaan, dat de substitutie-elasticiteit kleiner is dan één ($\sigma < 1$). In dit geval resulteert een arbeidsvermeerderende technologische ontwikkeling (stijging van h_l) in een daling van de loonquote. Introductie van ICT na 1980 heeft mogelijk geleid tot een substantiële verbetering van de arbeidsefficiency. Om volledig werkgelegenheid te kunnen handhaven moet het reële loon dan in voldoende mate dalen. Bij een substitutie-elasticiteit kleiner dan één is deze daling zodanig dat ook de loonquote daalt: “As such, the price effect will dominate the quantity effect if the substitution elasticity is below 1” (EC 2007, p. 247). Echter, voor zover bekend is er geen empirisch verband vastgesteld tussen ICT-gebruik en de aard van de technologische ontwikkeling.

Een stijging van de kapitaalgoederenvoorraad of een kapitaalvermeerderende technologische ontwikkeling gaat gepaard met een stijging van λ , mits geldt $\sigma < 1$. In de neoklassieke groeitheorie wordt veelal verondersteld dat de technologische ontwikkeling uitsluitend arbeidsvermeerderend is. Bij een gegeven macro-economische spaarquote resulteert dan op lange termijn een situatie van evenwichtige groei. Dit betekent dat de groei van de kapitaalgoederenvoorraad (k) gelijk is aan de groeivoet van arbeid in efficiency eenheden ($h_l l$). Bijgevolg is de loonquote constant.

Of de technologische ontwikkeling in werkelijkheid uitsluitend arbeidsvermeerderend is valt te bezien. Acemoglu (2009, hoofdstuk 15) toont aan dat bij endogene technologische ontwikkeling onder bepaalde voorwaarden op lange termijn een evenwichtig groeipad resulteert, waarbij de technologische ontwikkeling puur arbeidsvermeerderend is. Dit laat onverlet dat gedurende het transitieproces de aard van de technologische ontwikkeling andere kenmerken kan vertonen.

Samenvattend kan worden opgemerkt dat de introductie van ICT tot een schokeffect kan hebben geleid, waardoor de arbeidsinkomensquote daalt. Aanpassing van de groei van de kapitaalgoederenvoorraad biedt tegenwicht, maar kost tijd. Bovendien zijn er krachten, zoals we in paragraaf 3 zullen argumenteren, die de expansie van de kapitaalgoederenvoorraad na 1980 hebben afgeremd.

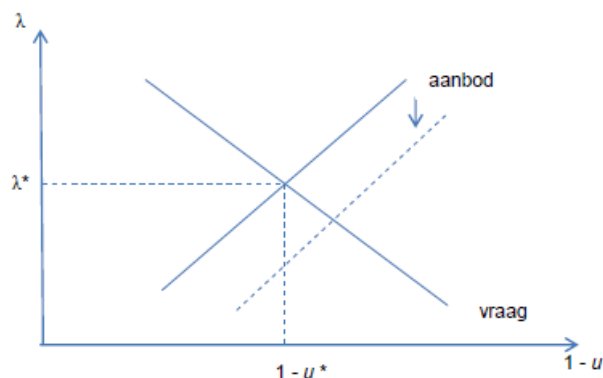
² Zie bijvoorbeeld Rowthorn (1999).

Om een min of meer realistisch scenario te presenteren moet rekening worden gehouden met een tweetal aanvullingen. De eerste aanvulling betreft afwijkingen van het proces van volledige mededinging. Met onvolledige mededinging op de goederenmarkt kan op eenvoudige wijze rekening worden gehouden door te veronderstellen dat elke onderneming geconfronteerd wordt met een constante prijselasticiteit van de vraag ($\eta > 1$). Vergelijking (2) moet dan worden geamendeerd door het rechterlid te vermenigvuldigen met $(\eta-1)/\eta$. Een hogere winstopslag gaat gepaard met een lagere loonquote (λ) (zie Rowthorn 1999; Broer, Draper en Huizinga 2000; Draper en Huizinga 2000; EC 2007).

Onvolledige mededinging op de arbeidsmarkt is complexer, omdat het onderhandelingsproces tussen werkgevers (ondernemingen) en vakbonden over de lonen dient te worden gemodelleerd. Dit kan op verschillende manieren, maar de uitkomsten van verschillende studies komen in grote lijnen overeen. Ter illustratie presenteren we hier het resultaat met betrekking tot de loonquote, zoals afgeleid in Broer *et al.* (2000). Bepalende factoren in het onderhandelingsproces zijn de belasting wig (t), de replacement rate (rp) en het werkloosheidspercentage ($u = \frac{l_s - l}{l_s}$, waarbij l_s het arbeidsaanbod voorstelt). De wig is de verhouding tussen de reële arbeidskosten van de onderneming en het reële loon in termen van consumptiegoederen. Naarmate de wig hoger is, wordt het voor werknemers aantrekkelijker werk te zoeken in de informele sector. De replacement rate is gelijk aan de verhouding tussen de werkloosheidsuitkering en het loon. Naarmate deze verhouding hoger is, neemt de macht van de vakbeweging in het onderhandelingsproces toe. Werkloosheid beperkt de macht van de vakbeweging. Maximalisatie van het Nash product naar w , waardoor het onderhandelingsproces kan worden gestileerd, leidt in Broer *et al.* (2000) tot de volgende uitdrukking voor de loonquote:

$$\lambda = t^{\chi_1} rp^{\chi_2} e^{-\chi_3 u + \chi_0} \quad (3)$$

Voor gegeven waarde van t en rp is er volgens vergelijking (3) een negatief verband tussen λ en u en derhalve een positieve relatie tussen λ en $(1 - u)$.

Figuur 2: Vraag en aanbod arbeidsmarkt

Laatstgenoemde relatie kan worden opgevat als een aanbodcurve van arbeid, zoals weergegeven in Figuur 2 (gemakshalve zijn de curven in figuur 2 gelineariseerd). Naarmate de werkgelegenheid hoger is, zijn vakbonden in staat een groter aandeel van het nationaal inkomen naar zich toe te halen.

Als in vergelijking (2) l wordt vervangen door $(1-u)l_s$, kan de vraagcurve worden opgevat als een relatie tussen λ en $(1-u)$. Het snijpunt van vraag en aanbod bepaalt, in de terminologie van Draper en Huizinga, de ELIS (equilibrium labour income share), λ^* , en de NAIRU (non-accelerating-inflation-rate-of-unemployment), u^* . Als de macht van de vakbeweging kleiner wordt, daalt de aanbodcurve, zoals weergegeven in Figuur 2. De loonquote daalt, maar ondernemers nemen meer mensen in dienst.

De tweede aanvulling op de standaard neoklassieke presentatie voor een gesloten economie heeft betrekking op de globalisering. Volgens het Stolper-Samuelson theorema leidt handel met lageloonlanden tot een verschuiving van relatief arbeidsintensieve naar relatief kapitaalintensieve sectoren in rijke landen, waardoor arbeid relatief overvloediger wordt. Dit heeft een neerwaarts effect op de reële lonen en op de macro-economische loonquote. Het Stolper-Samuelson theorema berust op strikte voorwaarden. Er wordt geen rekening gehouden met handel op basis van gedifferentieerde producten, kapitaalaccumulatie en internationale mobiliteit van productiefactoren. Internationale mobiliteit van kapitaal ondermijnt de macht van vakbonden en draagt daardoor bij aan een daling van de loonquote in rijke landen.

Als we de balans opmaken, kan een plausibel *scenario* worden geschetst voor de daling van de loonquote in ontwikkelde landen, zoals weergegeven in Figuur 1:

- Verondersteld mag worden dat de substitutie-elasticiteit tussen arbeid en kapitaal kleiner is dan één;
- De technologische ontwikkeling is onder invloed van ICT arbeidsvermeerderend;
- De vakbeweging heeft aan macht ingeboet en de sociale uitkeringen worden beperkt;
- Globalisering zet de lonen verder onder druk;

- De aanwas van de kapitaalgoederenvoorraad is onvoldoende om een daling van de loonquote te voorkomen.

Hoe plausibel een dergelijk scenario is, zal empirisch onderzoek moeten uitwijzen. Voordat dit kan worden onderzocht, moet de aandacht uitgaan naar een belangrijk verschijnsel, dat met de liberalisering en deregulering in de jaren tachtig van de 20^e eeuw zijn intrede doet, te weten de financialisering van de economie.

3 Financialisering

In de heterodoxe literatuur wordt de daling van de loonquote in verband gebracht met het verschijnsel financialisering (zie bijvoorbeeld Hein 2013; Stockhammer 2013; Lin en Tomaskovic-Devey 2011). De deregulering van de economie vanaf de jaren tachtig van de vorige eeuw leidde tot een expansie van de financiële sector, waardoor het aandeel van deze sector in het nationaal product, vooral in de VS, sterk toenam. Een uitgebreide analyse van de historische ontwikkelingen is te vinden in Krippner (2011). De ontwikkelingen gingen gepaard met een verandering in machtsposities en in de doelstellingen van ondernemingen. Lin en Tomaskovic-Devey (2011, p. 3) typeren de financialisering van de economie als “a fundamental transformation from a manufacture-driven to a finance-oriented economy during which increased income shares accrue through financial channels and concurrently corporate governance is more and more responsive and disciplined by financial rather than product markets”.

Karakteristiek voor financialisering is de verdringing van de productiesector. Daarbij kan een drietal modaliteiten worden onderscheiden. Naast de al genoemde relatieve expansie van de financiële sector, is er ook sprake van een uitbreiding van financiële activiteiten in grote ondernemingen en een focus op maximalisatie van de waarde van de aandelen op korte termijn. De sectorale verschuiving van niet-financiële naar financiële activiteiten heeft effect op de macro-economische inkomensverdeling als de loonaandelen tussen sectoren verschillen. Uit empirisch onderzoek blijkt dat in de VS de loonquote in de niet-financiële sector in de periode 1970-2008 rond 75 procent schommelt, terwijl dit getal voor de financiële sector 65 procent is. Het compositie-effect verklaart derhalve voor de VS een gedeelte van de daling van de arbeidsinkomensquote. In Duitsland is het compositie-effect beperkt en gaat de daling van de arbeidsinkomensquote voornamelijk gepaard met een daling van de loonquote in de niet-financiële sector.

De verdringing van de niet-financiële sector in de VS kan niet louter op basis van marktwerking worden verklaard. Voor een belangrijk deel is deze expansie het gevolg van de exploitatie van asymmetrische informatie en verkregen machtsposities (oligopolie) in de financiële sector. Deregulering van de financiële sector plaveide de weg voor vormen van rent seeking, die de ondernemingen in de productiesector op extra kosten joeg. In een baanbrekend artikel toont Philippon (2013) aan, dat de kosten van financiële bemiddeling in de VS sinds 1980 zijn

gestegen. Dit is verrassend omdat toepassing van ICT en organisatorische veranderingen in de financiële industrie een daling van de ‘unit cost of intermediation’ meer waarschijnlijk maken. Philippon vindt dit ‘puzzling’. Voor een insider³ als Turbeville (2013) is het echter duidelijk dat rent extraction de oplossing vormt voor deze puzzel. De deregulering van financiële markten heeft tot een concentratie van ondernemingen geleid. Het gevolg is dat op grote schaal rents zijn binnengehaald:

Concentrated market power allows the oligopoly to use its information advantages and massive capital to extract value from the intermediation process on a large scale. Dominant financial institutions systematically create market distortions and then exploit those distortions. Changes in the financial markets have similarly increased opportunities for capital intermediation (Turbeville, 2013, p. 1178).

Rent extraction is mede mogelijk op basis van dominante marktposities. In de neoklassieke theorie kan hiermee rekening worden gehouden door het introduceren van onvolledige mededinging op de markt voor eindproducten. In de post-Keynesiaanse literatuur maakt rent extraction impliciet onderdeel uit van de micro-economische fundering. Hierbij gaat men doorgaans uit van de enigszins gedateerde theorie van Kalecki (1954, 1971), waarbij wordt verondersteld dat ondernemers een vaste opslag (μ) op de directe arbeidskosten hanteren bij prijszetting op de goederenmarkt:

$$p_y = (1 + \mu) a p_l \quad (4)$$

waarbij $a = l/y$ de vigerende arbeidsintensiteit van de productie voorstelt en p_l gelijk is aan het geldende nominale loon. De opslag dient mede om de overhead kosten, zoals afschrijving op kapitaal en de salarissen van indirecte arbeid, te dekken. Wat resteert, is de winstvoet van de onderneming waaruit rente en dividend worden betaald en eventueel een bedrag wordt ingehouden voor de interne financiering van investeringen. De vaste opslag bepaalt tevens de functionele inkomensverdeling in het model van Kalecki. Vergelijking (4) kan worden getransformeerd in:

$$\lambda = \frac{lp_l}{yp_y} = \frac{1}{\mu+1} \quad (5)$$

Een daling van de arbeidsinkomensquote wordt in dit geval verklaard uit factoren, die tot een verhoging van de mark-up leiden. Overigens moet worden opgemerkt dat in deze analyseoverhead kosten, zoals de salarissen van managers, deel uitmaken van het bruto winstaandeel.

³ Turbeville was jarenlang werkzaam bij Goldman Sachs als ‘investment banker’.

Hein (2013) onderscheidt drie determinanten van de mark-up, te weten: (1) de mate van prijsconcurrentie op de goederenmarkt, (2) de macht en activiteiten van vakbonden op de arbeidsmarkt en (3) de overheadkosten en bruto winstdoelstellingen. Deze determinanten fungeren als de kanalen waarlangs financialisering van invloed is op de mark-up.

Tabel 1: Verklaring mutaties mark-up

Gestileerde feiten: financialisering (1-6) neoliberalisme (8-9)	1. Mate van prijsconcurrentie goederenmarkt	2. Macht en activiteiten vakbond	3. Overhead kosten en winstdoelstelling
1. Grotere nadruk op aandeelhouderswaarde		+	+
2. Stijgende dividend- betalingen			+
3. Toenemende interest betalingen			+
4. Toenemende salarissen top-management			+
5. Relatieve toename financiële sector		+	
6. Fusies en overnames	+		
7. Globalisering handel en financiële markten		+	
8. Deregulering arbeidsmarkt		+	
9. Terugtrekking overheid		+	

Bron: vrij naar Hein (2013)

Financialisering wordt door Hein met behulp van een zevental ‘stylized facts’ gekarakteriseerd. Tevens wordt rekening gehouden met twee additionele feiten, voortvloeiend uit een neo-liberale politieke ontwikkeling. In Tabel 1 wordt met behulp van plustekens aangeduid langs welke kanalen de gestileerde feiten tot een verhoging van de mark-up en dientengevolge tot een daling van de (directe) arbeidsinkomensquote leiden.

Met de mate van prijsconcurrentie gebeurt betrekkelijk weinig, maar fusies en overnames beperken wel de concurrentie. Deze vinden met name plaats in de financiële sector, zoals eerder opgemerkt. De macht van de vakbonden wordt door een aantal ontwikkelingen aan banden gelegd. Deregulering en globalisering staan hierbij centraal. De expansie van de financiële sector ten koste van de rest van de economie beperkt eveneens de macht van vakbonden, omdat ze in de financiële sector niet of nauwelijks voet aan de grond krijgen. (Overigens houdt Hein (2013) ook rekening met de gevolgen van het compositie-effect op de macro-economische loonquote.) Vakbonden zijn organisaties buiten de onderneming, die hun invloed aanwenden om betere arbeidsvoorwaarden af te dwingen. Lin en Tomaskovic-Devey (2011) plaatsen de problematiek in het bredere perspectief van sociale

relaties binnen en buiten de onderneming. De inkomensverdeling hangt dan af van de relatieve machtsposities. Lin en Tomaskovic-Devey (2011, p. 7) tekenen hierbij aan: “This power can be based on control of capital or positions, market demand for goods or skills, or simply the persuasiveness of actors in a specific cultural or institutional context”. Financialisering van niet-financiële ondernemingen leidt tot een herstructurering van de sociale verhoudingen in de onderneming. De verdringing van productiekapitaal door financieel kapitaal “decouples surplus from production and increases the claims making power of capitalists, top executives, and some professional/managerial workers” (*Ibid*, p. 7). Het gevolg is dat de loonquote in de bedrijven daalt. Empirisch onderzoek met betrekking tot de ontwikkelingen in een groot aantal niet-financiële sectoren van de Amerikaanse economie over de periode 1970-2008 bevestigt de hypothese van Lin en Tomaskovic-Devey.

Terugkerend naar Tabel 1 kan worden geconstateerd dat de doorberekening van overhead kosten in de prijs een belangrijke factor lijkt te zijn bij de verklaring van de stijging van de mark-up.⁴ Doorberekening van overheadkosten is echter geen mechanische zaak. Of misschien is het helemaal geen zaak en ligt de causaliteit andersom. Maatschappelijke veranderingen, waarbij de nadruk in grotere mate wordt gelegd op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde, vergroten de winstgevendheid van ondernemingen op korte termijn. Dit gaat gepaard met hogere dividenduitkeringen en hogere beloningen van managers in overeenstemming met de principaal-agenttheorie.

Uitgangspunt van deze theorie is dat de aandeelhouders als eigenaren van de onderneming alle risico's lopen en daarvoor beloond moeten worden. Door de beloning van managers te koppelen aan de winstgevendheid van de onderneming kunnen aandeelhouders of principalen de managers of agenten conditioneren om geen waarde te verspillen ten faveure van de eigen doelstellingen. Zo kan maximalisatie van de waarde van de onderneming worden gerealiseerd. Maximalisatie van de waarde van de onderneming impliceert dat schaars kapitaal efficiënt wordt gealloceerd in de economie. Daar lijkt weinig of niets op tegen, maar gaat het zo in de praktijk?

Volgens Lazonick (2010) is maximalisatie van de aandeelhouderswaarde een ideologie, die met de opkomst van het neo-liberalisme zijn intrede doet. Zijn argument is, dat sturen op aandeelhouderswaarde leidt tot een politiek van winstmaximalisatie op korte termijn ten koste van de investeringen op lange termijn. Daarbij gaat het veelal om innovatieve investeringen, gericht op de ontwikkeling van nieuwe productietechnieken en nieuwe hoogwaardige eindproducten. Bij dergelijke investeringen duurt het een tijd voordat de vruchten van de inspanning kunnen worden geplukt. Maar hoe zit dit dan precies? Als een investering, op korte of lange termijn, een rendement oplevert dat de kosten van

⁴ Een van de overhead kosten betreft de interestbetalingen. Draper en Broer (2000) laten in een neo-klassieke context zien dat de arbeidsinkomensquote bepaald wordt door de reële interestvoet (na aftrek van belastingen). Dit resultaat geldt echter uitsluitend voor een kleine open economie met een exogene interestvoet.

kapitaal (interestvoet) overtreft, dan levert dit altijd extra waarde voor de onderneming op. Waarom en op welke wijze wordt hiervan afgeweken?

Het antwoord op deze vragen is te vinden in de theorie van de ondernemingsfinanciering (corporate finance). Daarin wordt gesteld, dat de aandeelhouders in principe opteren voor de bepaling van de contante waarde van de cash flow van de onderneming (DCF: discounted cash flow), maar dit in de praktijk te ingewikkeld vinden. In plaats daarvan hanteren zij de lopende verdiensten (earnings) als een proxy voor de waarde, of prijs van de aandelen. De gangbare focus op EPS (earnings per share) brengt het gevaar met zich mee dat managers 'lenen' van de toekomst om de zaken rooskleuriger voor te stellen dan ze in feite zijn.

Er zijn twee manieren om inkomen over de tijd te verschuiven. De eerste methode is creatief boekhouden, dat zelfs kan uitmonden in fraude. De tweede methode om de verdiensten op korte termijn fraaiër voor te stellen, betreft het reduceren van uitgaven, die voor de onderneming van reële betekenis zijn. Het gaat hierbij om uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling, advertenties en andere marketingkosten, uitstellen van onderhoud van productiemiddelen, evenals het vertragen van nieuwe projecten. Dat dit geen puur theoretische kwestie is, blijkt uit empirisch onderzoek. Graham, Harvey en Rajgopal (2005) rapporteren op basis van uitvoerige enquêtes onder CFO's (Corporate Financial Officers) dat 80% van de ondervraagden bereid is bovengenoemde uitgaven te verminderen om de gestelde doelen met betrekking tot EPS te halen. Tevens is 55% bereid een nieuw project om dezelfde reden uit te stellen, ook al betekent dit een offer in waarde termen.

Managers worden beloofd met de bedoeling dat ze de aandelenkoersen zoveel mogelijk opvijzelen. Bij de beoordeling van de bedrijfsresultaten staat EPS centraal. Deze gang van zaken heeft de managers geen windeieren gelegd. De beloningen zijn vooral in de Angelsaksische landen fors gestegen. Het aandeel van de top 0,1% in het nationale inkomen van de VS is gestegen van $\pm 4\%$ in 1980 tot $\pm 8\%$ in 2006 (zie Hein en Mundt 2012, figuur 2a). Een groot gedeelte van het inkomen van managers is het resultaat van het uitoefenen van opties op aandelen van de eigen onderneming. Lazonick (2010) bericht dat de inkomens van de 500 topmanagers in de V.S., die vlak voor de crisis (in 2007) gemiddeld meer dan 27 miljoen dollar bedroegen, voor bijna 60% uit opbrengsten van de uitoefening van stock options bestonden. Dan wil men wel eigen aandelen inkopen of dividend uitkeren om de aandelenkoersen op te krikken. Lazonick laat zien dat dit in tal van gevallen op grote schaal plaatsvond.

De beloning van managers heeft grote gevolgen voor de personele inkomensverdeling in de Angelsaksische landen. Hein en Mundt (2012, p. 13) tekenen hierbij aan: "Remuneration of top management ("working rich") has therefore contributed significantly, but not exclusively, to rising inequality in the US from the early 1980s until 2006". In dit verband is het relevant om de hoge inkomens van topmanagers (onder meer van CEO's) uit de statistieken van de loonsom te verwijderen, omdat deze beloningen in feite meer met rent seeking te

maken hebben dan met inkomen uit arbeid (zie ook Stiglitz 2012, p. 42). Als de topinkomens worden verwijderd uit de loonsom daalt de arbeidsinkomensquote vooral in de V.S. en Canada veel sterker dan dit zonder deze correctie het geval is (zie bijvoorbeeld OECD 2012, hoofdstuk 3).

Financialisering tast de concurrentiekracht van ondernemingen aan. Daardoor staan de investeringen in fysieke kapitaalgoederen onder druk en is er op termijn minder werkgelegenheid, zoals Lazonick (2010, p. 28) benadrukt: “As a general rule, the executives who run the financialized US industrial corporations seek to create profits for the sake of higher stock prices, not jobs for the sake of equitable and stable economic growth”. Dat dit nadelige gevolgen heeft voor het aandeel van arbeid in het nationaal inkomen behoeft geen nader betoog. De functionele inkomensverdeling verschuift ten gunste van de factor kapitaal.

4. Empirische studies

Econometrische studies ter verklaring van mutaties in de arbeidsinkomensquote zijn in ruime mate beschikbaar. Stockhammer (2013) presenteert een uitgebreid overzicht van de empirische literatuur. Hier beperken wij ons tot een tweetal studies die representatief zijn voor de uitgangspunten besproken in de paragrafen 2 en 3.

In de studie van de Europese Commissie, eerder aangeduid als EC (2007), ligt de nadruk op factorsubstitutie en technologische ontwikkeling, maar wordt tevens rekening gehouden met institutionele variabelen en het open karakter van de economie. In Tabel 2 zijn de voornaamste verklarende variabelen van de loonquote (inclusief een toegerekend loon van zelfstandigen) weergegeven. De coëfficiënt van de ICT-variabele – een proxy voor de technologische ontwikkeling – in de regressievergelijking is negatief. Dit zou kunnen wijzen op een ‘*labour augmenting*’ technologische ontwikkeling bij zwakke substitutiemogelijkheden tussen arbeid en kapitaal ($\sigma < 1$). Opmerkelijk is dat deze belangrijke variabele in statistisch opzicht niet significant is. De kapitaal-arbeidverhouding heeft daarentegen een positieve en significante invloed op de loonquote. Ook dit resultaat spoort met een substitutie-elasticiteit kleiner dan één.

Tabel 2: Verklarende variabelen van de loonquote in model EC (2007)

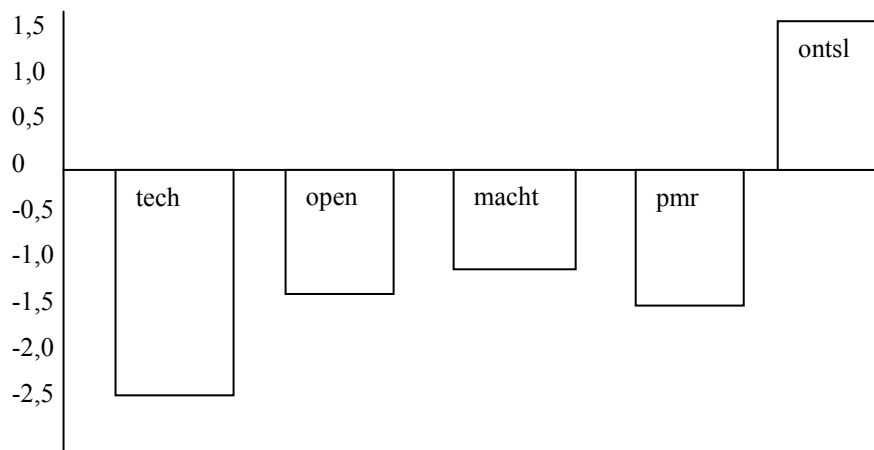
Technologie	Macht vakbonden	Andere instituties	Diversen
Kapitaalarbeid- verhouding*** (+)	Vakbondsdichtheid (+)	Ontslagbescher- ming*** (-)	Export+import (%bnp) *** (-)
ICT-gebruik (-)	Werkloosheids- uitkering*** (-)	Minimumloon* (+)	Productmarkt regulering (+)
	Belastingwig arbeid*** (-)	Arbeidsmarkt- politiek (-)	

Eén, twee of drie sterren geven aan dat de variabele significant is op respectievelijk 10, 5 en 1% niveau. Plus of min duidt op het teken van de regressiecoëfficiënt.

Opmerkelijk is dat de variabele vakbondsdichtheid niet significant is. De hoogte van de werkloosheidsuitkering heeft in de regressievergelijking een negatief effect. Dit is moeilijk te begrijpen. Als de macht van de vakbeweging toeneemt, zal de loonquote immers stijgen, zoals blijkt uit vergelijking (3). Opmerkelijk is ook, dat de regressiecoëfficiënt van de variabele ontslagbescherming negatief is. Ook in EC (2007) weet men daar niet goed raad mee.

In de kolom Diversen is alleen de mate van openheid van de economie (export + import als percentage van het BNP) significant. Regulering op productmarkten beperkt de concurrentie en induceert daardoor een hogere winstmarge. Dit gaat ten koste van de loonquote. Anderzijds kan een grotere mate van globalisering de macht van de vakbonden aantasten. Het uiteindelijke resultaat is niet op voorhand duidelijk.

Figuur 3: Bijdragen aan veranderingen in loonquote (1983-2002)



Bron: vrij naar EC (2007)

De gevonden resultaten kunnen worden gebruikt om de bijdragen van de verklarende variabelen aan de daling van de loonquote vast te stellen over de steekproefperiode 1983-2002. In figuur 3 zijn de kwantitatief belangrijkste factoren weergegeven. Op de verticale as staan procentpunten. De cijfers hebben betrekking

op een selectie van landen, de EU-11. Zo blijkt dat de technologische factoren (*tech*) 2,3 procentpunt hebben bijgedragen aan de daling van de loonquote van in totaal 6,0 procentpunt. De component *tech* bestaat uit de variabelen vermeld in de eerste kolom van tabel 2. De negatieve bijdrage van de globalisering (*open*) komt uit op 1,2 procentpunt. De onderhandelingspositie van de vakbeweging (*macht*) omvat de variabelen in de tweede kolom van tabel 2. Macht verklaart een daling ter grootte van 1,0 procentpunt. Productmarkt regulering (*pmr*) draagt -1,4 procentpunt bij, terwijl ontslagbescherming (*ontsl*) een positieve bijdrage van 1,3 procentpunt levert.

De variabele *pmr* is niet significant. Als we deze variabele weglaten en de arbeidsmarktvariabelen consolideren, resulteren twee belangrijke verklarende componenten. Dit komt overeen met de hoofdconclusie in EC (2007, p. 260):

'The estimation results clearly indicate that technological progress made the largest contribution to the fall in the aggregate labour income share ... Globalisation also had a negative impact on the aggregate labour income share but to a lesser extent than technological progress.'

Op deze conclusie valt wel wat af te dingen. Immers, de variabele die de aard van de technologische ontwikkeling representeert (ICT-gebruik) is statistisch niet significant.

De tweede econometrische studie die we hier bespreken, is van Stockhammer (2013), uitgebracht door de ILO (International Labour Organization). De steekproef van Stockhammer omvat 28 rijke landen en 43 ontwikkelingslanden. We beperken ons hier tot een bespreking van de groep van 28 rijke landen. De paneldata hebben betrekking op de periode 1970-2007. Het loonaandeel in het nationaal inkomen heeft in de studie van Stockhammer betrekking op de particuliere sector. Ook is rekening gehouden met een toegerekend loon van zelfstandigen. Tabel 3 toont de verklarende variabelen.

Tabel 3: Verklarende variabelen van de loonquote in model Stockhammer (2013)

Technologie	Afbouw verzorgingsstaat	Globalisering	Financialisering
Kapitaalarbeid verhouding*** (+)	Vakbonds-dichtheid (+)	Export + import (% bnp)*** (+)	Externe activa + externe schulden (%bnp)*** (-)
ICT-gebruik (-)	Overheids-consumptie (-)	Ruilvoet** (-)	

Eén, twee of drie sterren geven aan dat de variabele significant is op respectievelijk 10, 5 en 1% niveau. Plus of min duidt op het teken van de regressiecoëfficiënt.

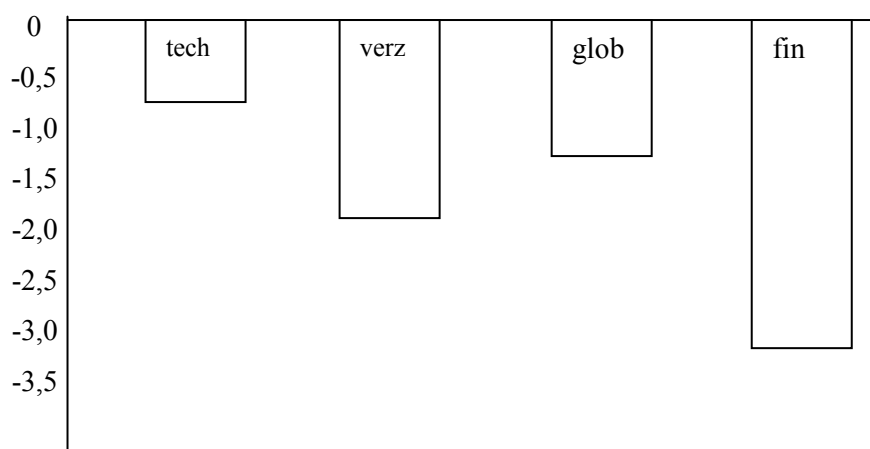
In plaats van op de macht van de vakbonden ligt in Stockhammer (2013) het accent op het afbouwen van de verzorgingsstaat. De vakbondsdichtheid en de overheidsconsumptie als percentage van het bnp staan model voor dit verschijnsel.

Beide variabelen zijn statistisch significant. Dit geldt ook voor de beide globaliseringvariabelen in Tabel 3.

Kenmerkend bij uitstek voor de studie van Stockhammer (2013) is de introductie van een variabele die de mate van financialisering van landen tot uitdrukking brengt. Gekozen is voor de som van externe activa plus externe schulden als percentage van het bnp. Deze grootte is ontleend aan Lane en Milesi-Ferretti (2007). Een dergelijke grootte is indicatief voor de financiële globalisering, maar financialisering is voor een deel een binnenlandse aangelegenheid, zoals besproken in paragraaf 3. Echter, Lane en Milesi-Ferretti laten zien, dat financiële integratie in de wereldmarkt niet denkbaar is zonder ‘financial deepening’ in de afzonderlijke landen. Maar hoe dan ook, de gekozen financiële variabele is duidelijk significant, zoals weergegeven in Tabel 3.

De bijdragen van de vier hoofdcomponenten in Tabel 3 aan de daling van de loonquote over de periode 1980/84 – 2000/04 zijn af te lezen uit Figuur 4. De bijdrage van de component *tech* is bescheiden (-0,7 procentpunt). Globalisatie (*glob*) is goed voor een daling van 1,3 procentpunt. Verreweg de belangrijkste componenten zijn de afbouw van de verzorgingsstaat (*verz*) met een daling van 1,9 procentpunt en de financialisering van de economie (*fin*) met een negatieve bijdrage van 3,3 procentpunt.⁵

Figuur 4: Bijdragen aan daling loonquote (1980/84 – 2000/04)



Bron: vrij naar Stockhammer (2013)

De auteur concludeert “that financialisation and welfare state retrenchment have had robust negative contributions to the decline in the wage share, whereas the contribution of globalisation and technological changes is harder to pin down for advanced economies” (*Ibid.*, p. 42).

⁵ Naast de gebruikelijke econometrische schattingstechniek past Stockhammer ook een drietal andere technieken toe om te bepalen of de gevonden resultaten robuust zijn. De gebruikelijke techniek, ook toegepast in EC (2007), is de ‘fixed effects estimator’.

De resultaten van beide studies verschillen. De Europese Commissie vindt dat de factoren, die in de neoklassieke theorie op de voorgrond staan – kapitaalaccumulatie, technologische ontwikkeling, internationale handel – de daling van de loonquote bepalen. De post-Keynesiaanse auteur Stockhammer (2013) gaat er op grond van zijn empirische bevindingen vanuit dat financialisering van de economie en het afbouwen van de verzorgingsstaat de grote boosdoeners zijn.

4 Conclusies

Sinds 1980 daalt de arbeidsinkomensquote in de rijke landen structureel. Bij de verklaring van dit verschijnsel valt op dat er twee stromingen zijn met een verschillende, wellicht deels ideologisch verankerde, aanpak. In de neoklassieke theorie (paragraaf 2) staan kapitaalaccumulatie per werknemer en de aard van de technologische ontwikkeling (arbeidsbesparend of kapitaalbesparend) centraal. Om het beeld te complementeren wordt rekening gehouden met de invloed van instituties op de arbeidsmarkt en de markt voor eindproducten. Tevens wordt de impact van de internationale handel in de beschouwing betrokken.

In de heterodoxe theorie spelen dergelijke factoren ook een rol, maar komt financialisering van de economie op de eerste plaats (paragraaf 3). Hiermee wordt bedoeld dat de financiële sector in de economie domineert, met onder meer als gevolg dat ondernemingen worden aangezet de winst op korte termijn te maximaliseren. Daarnaast wordt gewezen op het feit dat financialisering de macht van de vakbeweging beknot, met als gevolg dat de verworvenheden van de verzorgingsstaat onder druk staan.

De neoklassieke theorie en de heterodoxe opvattingen van de economie schetsen verschillende wereldbeelden. In de neoklassieke theorie staan marktwerking en harmonie centraal, terwijl in de heterodoxe beschouwingen meer oog is voor belangentegenstellingen en conflict. Econometrisch onderzoek met betrekking tot de verklaring van de functionele inkomensverdeling heeft voorsnog niet onomstotelijk kunnen aantonen welke visie het bij het rechte eind heeft. Los hiervan lijkt er behoefte te bestaan aan een allesomvattende theorie, waarin financialisering en rent seeking naast marktwerking en economische groei op een rigoureuze manier worden gemodelleerd.

Auteur

Theo van de Klundert (e-mail: T.vandeKlundert@uvt.nl) is emititus Algemene economie aan de Universiteit van Tilburg.

Literatuur

- Acemoglu, 2009, *Introduction to Modern Economic Growth*, Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Atkinson, A., 2003, Income Inequality in OECD Countries: Data and Explanations, *CESifo Economic Studies*, vol. 49(4): 479-513.
- Broer, D., D. Draper en F. Huizinga, 2000, The equilibrium rate of unemployment in the Netherlands, *De Economist*, vol. 148: 345-71.
- Draper, D. en F. Huizinga, 2000, ELIS: Equilibrium labour income share, *De Economist*, vol. 148: 671-84.
- European Commission, EC, 2007, *Employment in Europe 2007*.
- Graham, J., C. Harvey en S. Rajgopal, 2005, The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, Working Paper, available at SSRN.
- Hein, E., 2013, Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 746.
- Hein, E. en M. Mundt, 2012, Financialisation and the requirements and potentials for wage-led recovery – a review focusing on the G20, *ILO, Conditions of Work and Employment Series* 37.
- Kalecki, M., 1954, *Theory of Economic Dynamics*. An Essay on Cyclical and Long-run Changes in Capitalist Economy, London: George Allen and Unwin.
- Kalecki, M., 1971, *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970*, Cambridge at the University Press.
- Krippner, G., 2011, *Capitalizing on Crisis: The Political Origin of the Rise of Finance*, Boston: Harvard University Press.
- Lane, P. en G. Milesi-Ferretti, 2007, The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, *Journal of International Economics*, vol. 73(2): 223-50.
- Lazonick, W., 2010, The Fragility of the US Economy: The Financialized Corporation and the Disappearing Middle Class, paper written for the project on 'National Adjustments to a Changing Global Economy'.
- Lin, K-H. en D. Tomaskovic-Devey, 2011, Financialization and US Income Inequality, 1970-2008, University of Massachusetts Amherst.
- OECD, 2012, *Employment Outlook 2012*.
- Philippon, Th., 2013, Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation, Stern School of Business, New York University.
- Rowthorn, R., 1999, Unemployment, Capital-Labour Substitution, and Economic Growth, *IMF Working Paper* 99/43.
- Stiglitz, J., 2012, *The Price of Inequality*. How Today's Divided Society Endangers our Future, New York en Londen: W.W. Norton & Company.
- Stockhammer, E., 2012, Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis, *PERI* (Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst), Working Paper Series 282.
- Stockhammer, E., 2013, Why have wage shares fallen? A panel analysis of the determinants of functional income distribution, *ILO, Conditions of Work and Employment Series*, No. 35.
- Turbeville, W., 2013, A New Perspective on the Costs and Benefits of Financial Regulation: Inefficiency of Capital Intermediation in a Deregulated System, *Maryland Law Review*, vol. 72 (4): 1173-1203.