

Financialisering en economische groei

Theo van de Klundert¹

Efficiënte financiële bemiddeling bevordert de economische groei. Rent extraction door de financiële sector in de VS op basis van marktmacht en asymmetrische informatie verhoogt de kosten van financiële dienstverlening en zet de economische expansie onder druk. Het relatief hoge rendement van investeringen in de financiële sector verleidt andere ondernemingen om kernactiviteiten te vervangen door investeringen in financiële activa. Daarbij komt dat maximalisatie van aandeelhouders waarde impliceert, dat projecten worden gescreend op basis van "rentier opportunity cost". Al met al, is er sinds de deregulering in de jaren tachtig van de vorige eeuw sprake van financialisering van de economie, waarbij relatief minder liquide, maar wel productieve investeringen, worden geweerd. Een dergelijke ontwikkeling blijft niet beperkt tot de VS. Econometrisch onderzoek laat zien, dat het traditionele positieve verband tussen financial development en economische groei in de ontwikkelde landen niet langer geldt.

1 Inleiding

De term financialisering raakt langzamerhand ingeburgerd in de economische theorie. De term verwijst naar fundamentele veranderingen in het economisch stelsel van ontwikkelde landen na 1980. Definiëren betekent afbakenen en is moeilijk. Soms wordt daarom als het om financialisering gaat volstaan met het opsommen van feiten, die een indruk moeten geven van waar het in essentie om gaat. Daarbij gaat het om een drietal verschijnselen, die zich vooral in de VS manifesteren.

In de eerste plaats wordt gewezen op de groeiende importantie van de financiële sector in de huidige tijd. Zo stelt Konczal (2014) vast dat in de jaren vijftig van de vorige eeuw de financiële sector 3% uitmaakte van het bruto nationaal product in de VS. In 2013 was dit getal meer dan verdubbeld naar 6,5%. De relatieve expansie van de financiële sector ging gepaard met een disproportionele ontwikkeling van de winst. Tussen 1980 en 2006 nam de winst in de niet-financiële sector met een factor 7 toe, terwijl de winst in de financiële sector met een factor 16 steeg.

In de tweede plaats gaat het over de toenemende betekenis van financiële activiteiten van niet-financiële ondernemingen. Lin en Tomaskovic-Devey (2011) berekenen de verhouding tussen het financieel inkomen (rente, dividend en vermogenswinst) en de gereali-

¹ Met dank aan Ad van de Gevel, Ton van Schaik, Sjak Smulders en twee anonieme referenten voor het bruikbare commentaar op een eerdere versie.

seerde winst van niet-financiële ondernemingen in de VS. Dit verhoudingsgetal steeg van 0,20 in 1978 tot ongeveer 0,35 in 1990. Na een tijdelijke daling in de jaren negentig steeg dit verhoudingsgetal naar 0,40 tijdens de dot.com-zeepbel.

In de derde plaats wordt aandacht gevraagd voor de fundamentele veranderingen die hebben plaatsgevonden met betrekking tot het bestuur van ondernemingen (*corporate governance*). Mason (2015) beschrijft hoe de aandeelhoudersrevolutie vanaf 1980 leidde tot de overgang van de *managerial firm* naar de *rentier-dominated firm*. Het gevolg hiervan was dat de uitbetalingen aan aandeelhouders in relatie tot de activa van ondernemingen in de VS sinds het midden van de jaren tachtig van de vorige eeuw bijna twee keer zo hoog zijn als in de drie daaraan voorafgaande decennia. Dit verschijnsel kan niet los worden gezien van de gebeurtenissen op de financiële markten. De focus op aandeelhouderswaarde, waarbij de nadruk ligt op een zo hoog mogelijke winst op korte termijn, heeft te maken met een door de markt bepaalde grotere liquiditeitsvoorkeur. Refererend aan de dynamiek van financiële markten merkt Turbeville (2015, p. 20) in dit verband op: “these organizational realities have caused many firms to behave more like very special hedge funds whose performance is measured continuously by the market value of their shares”.

De opgesomde verschijnselen hangen met elkaar samen. Het gaat om meer dan de omvang van de financiële sector. In het geding is de inrichting van de economie op basis van puur financiële kengetallen met betwistbare effecten op de economische groei en de inkomensverdeling. Konczal (2014) vat de essentie op kernachtige manier samen als hij stelt dat financialisering niet beperkt blijft tot de financiële sector als zodanig, maar dat het er uiteindelijk omgaat wie de controle heeft en wie profiteert van de economie in zijn geheel. Hier zal worden nagegaan op welke manier financialisering ten koste gaat van de groei van de reële sector van de economie.²

De indeling is als volgt. In sectie 2 wordt nagegaan hoe een relatieve expansie van de financiële sector kan worden verklaard, en wat de rechtstreekse gevolgen zijn voor de groei van de economie. Sectie 3 is gewijd aan de problematiek rond het bestuur van de onderneming in het kader van de werking van financiële markten. Centraal hierbij staat de vraag wat de veranderingen op dit vlak na 1980 betekenen voor de investeringen van ondernemingen en de economische groei. In sectie 4 worden conclusies gepresenteerd.

2 Expansie van de financiële sector: oorzaken en gevolgen

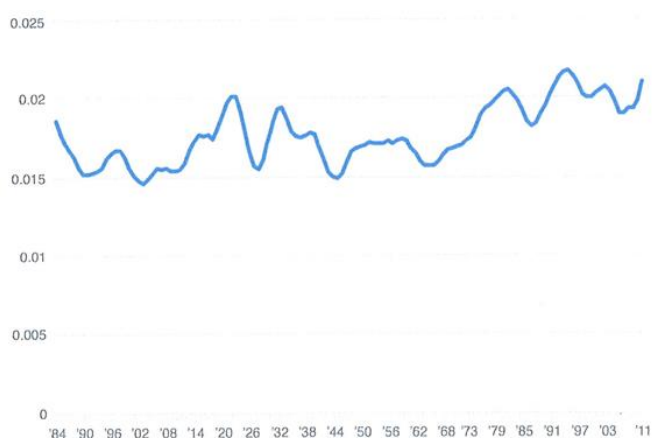
Traditionele verklaringen voor de expansie van de financiële sector gaan uit van marktwerking. De sector maakt onderdeel uit van de dienstverlening. Volgens de wet van Baumol neemt de relatieve prijs van diensten in de loop van de tijd toe. Dat komt doordat de productiviteit in de dienstensector minder toeneemt dan in de rest van de economie, terwijl de lonen in de sector stijgen met de groei van de macro-economische arbeidsproduc-

² In Van de Klundert (2014) zijn de gevolgen voor de functionele inkomensverdeling geanalyseerd.

tiviteit. Als de vraag naar diensten inelastisch is, domineert het prijseffect en neemt het aandeel van diensten in het totaal toe.

Om de prijs van financiële dienstverlening empirisch te bepalen, moet eerst een index voor de fysieke output worden gevonden. Dit is, gegeven de complexiteit van de financiële dienstverlening, verre van eenvoudig. Philippon (2012a) doet een verdienstelijke poging om een dergelijke index te construeren, op basis waarvan vervolgens de ontwikkeling van de kosten van financiële dienstverlening kunnen worden bepaald. Uit de berekeningen blijkt dat de kostprijs van financiële diensten vanaf 1980 is gestegen (zie figuur 1). Daarmee is een van de voorwaarden voor een verklaring van expansie à la Baumol vervuld. Het is echter onwaarschijnlijk dat dit wordt veroorzaakt door een relatieve geringe groei van productiviteit. De financiële sector investeert veel in ICT, zodat mag worden verwacht dat de productiviteit van de dienstverlening niet achterblijft bij de stijging van de productiviteit in de niet-financiële sector.³ Philippon (2012b) vergelijkt de ontwikkeling in de financiële sector met die van de sector handel. In beide dienstverlenende sectoren neemt het aandeel van investeringen in ICT sterk toe. Maar terwijl het aandeel van de handel in het bnp daalt, neemt in de VS zoals opgemerkt het aandeel van de financiële sector juist toe. De ontwikkeling van de handel spoort met de ideeën over marktwerking, maar de financiële sector wijkt daarvan af.

Figuur 1 Kostprijs financiële bemiddeling, 1984-2011



Bron: Philippon (2012a).

³ Pilat, Lee en Van Ark (2002) onderzoeken de invloed van ICT-gebruik van sectoren op de productiviteit. Daarbij blijkt dat de productieve prestaties van de financiële sector in de jaren negentig van de vorige eeuw in de VS samenhangen met omvangrijke investeringen in ICT.

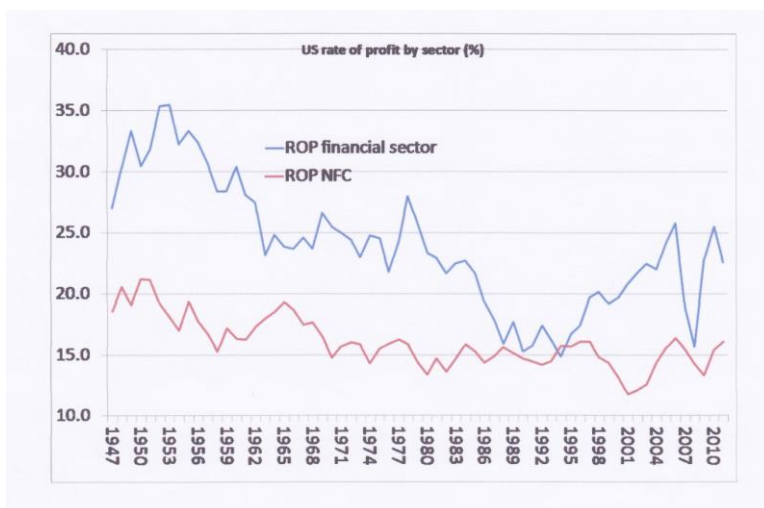
De expansie van de financiële sector zou ook kunnen worden verklaard door te veronderstellen dat de inkomenselasticiteit groter is dan één. Philippon en Reshef (2013) laten met behulp van een econometrische analyse zien dat van een stabiele relatie geen sprake is: “The proportional change (elasticity) of financial output with respect to income is much higher after 1980 relative to 1951-1980” (ibidem, p. 78). Naar aanleiding hiervan zou men kunnen veronderstellen, dat de inkomenselasticiteit zelf veranderd is. Een dergelijke conclusie heeft alles weg van een redenering gebaseerd op *post hoc ergo propter hoc*. Philippon en Reshef spreken wel hun verbazing uit over deze ontwikkeling, maar onthouden zich van verder commentaar.

Als vraagfactoren de ontwikkeling niet kunnen verklaren, moet naar de aanbodkant worden uitgeweken. Turbeville (2015) benadrukt dat de macht van financiële ondernemingen dankzij fusies en asymmetrische informatie sinds 1980 aanzienlijk is toegenomen. De concentratie van het Amerikaanse bankwezen wordt door de auteur met enkele getallen geïllustreerd. Zo blijkt het aandeel van de vijf grootste banken in de activa van alle banken te zijn gestegen van 17% in 1970 naar 52% in 2010. De effecten van asymmetrische informatie en toepassing van wiskundige technieken zijn moeilijk te kwantificeren. “These factors increase the power of large and sophisticated financial firms in secondary trading markets and in over-the-counter markets”, aldus Turbeville (2015, p. 17). Macht induceert *rent extraction* via een winsttopslag op de kostprijs. Volgens Turbeville bewijst de door Philippon (2012a) gesignaleerde prijsstijging van de financiële dienstverlening, dat er sprake is van rent extraction op grote schaal. Stiglitz (2012) is het hiermee eens en plaatst financialisering in de vorm van *rent seeking* in het bredere perspectief van een slecht gereguleerde economie.

Rent extraction impliceert overheveling van waarde van de ene sector naar de andere. Het resulterende inkomen van de sector die profiteert, is hoger dan wat bij volledige mededinging zou zijn gerealiseerd. Het gevolg is dat het kapitaalrendement en waarschijnlijk ook de arbeidsbeloning hoger zijn dan in de andere sectoren van de economie, waar de concurrentie intensiever is. Als kan worden aangetoond dat de factor beloningen in de financiële sector hoger zijn dan elders het geval is, is dit een aanwijzing dat er sprake is van rent extraction. Philippon en Reshef (2012) laten zien dat de lonen in de financiële sector in de VS na 1980 sneller zijn gestegen dan in de rest van de economie. Met betrekking tot het rendement van kapitaal is weinig informatie beschikbaar, maar berekeningen van Roberts (2012) geven een indruk van de verschillen in rendement tussen de twee sectoren. In figuur 2 is het rendement in de financiële sector en in de niet-financiële (productieve) sector weergegeven, bepaald op basis van de historische kostprijs van kapitaal. De resultaten zijn voor Roberts (2012, p.4) aanleiding tot de volgende conclusie: “profitability in this productive sector did not rise in the neo-liberal period, unlike profitability in the whole economy, while the rate of profit in the financial set or took off, after a long period of decline. The financial sector rate of profit coincided with the rise in so called financialisation”.

Om de omvang van rent extraction door de financiële sector te bepalen, volgen Tomaskovic-Devey en Lin (2011) een indirecte benadering. De auteurs berekenen hoe groot de financiële sector in de periode 1980-2008 zou zijn geweest als beloning van werknemers, het aandeel in de totale werkgelegenheid en het aandeel in de totale winst in de economie op het niveau van vóór 1980 zouden zijn gebleven. Het verschil tussen de realiteit en de uitkomsten van dit scenario wordt toegeschreven aan rent extraction. Dit resulteert in een bedrag van 6,6 biljoen dollar gecumuleerd over 28 jaar (in koopkracht van 2011), waarvan twee derde bestaat uit winst en een derde uit extra beloning van arbeid. Onder laatstgenoemde categorie zijn ook begrepen de topsalarissen en bonussen van supermanagers, die volgens Turbeville (2015) eigenlijk moeten worden beschouwd als inkomen dat gekoppeld is aan de eigendom van kapitaal. Om het bedrag in perspectief te plaatsen tekenen Tomaskovic-Devey en Lin hierbij aan dat 6,6 biljoen dollar ongeveer 13% was van de toename van het totale inkomen (winst en beloningen) in de private sector tussen 1980 en 2008.

Figuur 2 Kapitaalrendement in de financiële en niet-financiële sector



Bron: Roberts (2012).

Op jaarbasis bedraagt rent extraction volgens de berekening van Tomaskovic-Devey en Lin (2011) 236 miljard dollar. Dit bedrag komt in de buurt van een schatting door Philippon (2012a). Laatstgenoemde auteur constateert dat de index van financiële bemiddeling vanuit historisch perspectief ongeveer 50 basispunten te hoog is. Bij een aandeel van de output (volume) van de financiële sector in het bbp van 0,4, “this suggests that about 2% of GDP, or about \$ 280 billion annually, are either wasted or at least difficult to account for” (Philippon, 2012a, p. 31). Volgens Turbeville (2015) verloopt rent extraction voornamelijk via handel van financiële activa in secundaire markten en via de markten voor derivaten, die hun doel – efficiënte financiële bemiddeling – voorbijschieten. In de uitsplitsing van Philippon komen deze excessen tevoorschijn in de prijscomponent van de financiële bemiddeling. Daarbij kan men zich afvragen hoe de financiële sector in staat is te dure

producten te verkopen. Het antwoord op deze vraag hangt samen met de gecreëerde asymmetrische informatie.

In een recente publicatie noemen Akerlof en Shiller (2015) dit “Phishing for Phools”. Dit betekent: “getting people to do things that are in the interest of the phisherman, but not in the interest of the target” (ibidem, p. XI). Het slachtoffer van manipulatie is de “phool”. De auteurs geven een aantal historische voorbeelden van “phishing” in de financiële sector in de VS. De nadruk ligt hierbij op misleiding en plundering (schandalen rond faillissementen van *Saving and Loan Associations*, S&L; uitgifte van *junk bonds*, door onder anderen Michael Milken). Onder de toepasselijke titel “Cracks in the Pipeline” presenteert Turbeville (2012, 2013) een aantal markttechnische voorbeelden (*high frequency trading*; kenmerken van verschillende *swaps*⁴), die laten zien op welke wijzen rent extraction in de financiële sector een structureel verschijnsel is.

Rent extraction door de financiële sector impliceert, zoals gezegd, dat waarde wordt onttrokken aan de niet-financiële sector. De nadelige effecten op de niet-financiële sector lokken reacties uit. De hogere kosten van financiële bemiddeling leiden tot lagere investeringen. De betere honorering van geschoolde werknemers in de financiële sector leidt *ceteris paribus* tot het onttrekken van de beste krachten aan de reële sector. Dit heeft negatieve gevolgen voor innovatie en groei in de niet-financiële sector.

De relatie tussen ‘*financial development*’ en economische groei is in de empirische literatuur met grote regelmaat onderzocht. Bijlsma en Dubovik (2014) bespreken een groot aantal studies en komen op grond hiervan tot een opmerkelijke conclusie: “The relatively optimistic pre-crisis interpretation of the empirical literature is being replaced with a more cautious one. In particular, there is no evidence that increases in the measures traditionally used as proxies for financial development will enhance growth in developed countries” (ibidem, p.34). Recent onderzoek van Bezemer, Grydaki en Zhang (2016) leidt tot een soortgelijk resultaat. De auteurs tekenen hierbij aan, dat financial development niet goed was voor de economische groei in de periode 1990-2011. De verklaring is dat de groei van de kredietverlening in belangrijke mate betrekking heeft op het verstrekken van hypothecaire leningen. Dit drukt de besparingen, zodat de groei afneemt.

Als sprake is van rent extraction door financiële instellingen, mag worden verwacht dat dit een negatieve uitwerking heeft op de activiteiten van niet-financiële ondernemingen. Een voorbeeld van een dergelijk direct effect van financialisering op de economische groei wordt gepresenteerd in Cecchetti en Kharroubi (2015b). De auteurs laten met behulp van een steekproef van twintig rijke landen zien dat er een negatief verband is tussen de expansie van de financiële sector en de groei van het bbp per hoofd van de bevolking in de periode 1980-2010. De causale samenhang tussen deze groeivoeten wordt vervolgens verklaard met behulp van een theoretisch model.

⁴ Turbeville (2015, p. 9) stelt: “All derivatives are swaps, but they may have different names based on the bells and whistles that are added”.

In dit model investeren ondernemers eigen middelen in rendabele projecten. Er kan ook geleend worden tegen een vaste rente. De rente is gegeven, omdat de auteurs gemakshalve uitgaan van een kleine open economie. Als het rendement van een project hoger is dan de rente loont het om te lenen bij financiers, die middelen aantrekken op de internationale kapitaalmarkt. Onder deze omstandigheden is onbeperkt lenen aantrekkelijk, maar er is een kredietbeperking. Financiers houden rekening met de mogelijkheid dat ondernemers in gebreke blijven bij rentebetaling en aflossing van de lening. Dit heet moreel risico. Om te voorkomen dat ondernemers in gebreke blijven, vragen financiers een onderpand voor de lening. Bovendien kunnen de financiers bij een ondernemer die in de fout gaat, op een of andere manier een gedeelte van de opbrengsten recupereren, maar hieraan zijn wel kosten verbonden. De kredietbeperking waarmee ondernemers in deze economie van wantrouwen rekening moeten houden, is afhankelijk van beide genoemde factoren. Hoe hoger het onderpand als percentage van het geïnvesteerd bedrag en hoe lager de kosten van recuperatie voor de financiers, hoe meer op een bepaald project kan worden geleend.

Van doorslaggevende betekenis in het model is de veronderstelling dat projecten die een relatief groot onderpand kunnen genereren, een relatief lage productiviteit hebben. Omgekeerd geldt dat projecten met een relatief hoge productiviteit (bijvoorbeeld R&D) moeilijk te verpanden zijn. Projecten met grote beleenbaarheid en lage productiviteit zijn bijvoorbeeld te vinden in de bouwnijverheid. De auteurs tonen aan dat als de financiële sector erin slaagt de kosten van recuperatie te verlagen, er dingen gebeuren die de empirische relatie tussen de expansie van de financiële sector en de groei van de economie kunnen verklaren. De financiële sector expandeert in dat geval, omdat er meer leningen worden verstrekt. De groei van de reële sector daalt, omdat het gewicht van de laag renderende, maar goed beleenbare projecten, toeneemt. Doordat meer wordt geleend, neemt het aantal projecten wel toe, maar de gemiddelde productiviteit daalt. Aangevoerd wordt dat onder plausibele voorwaarden het laatstgenoemde effect doorslaggevend is; een hogere kredietgroei vermindert de groei van zowel de totale factorproductiviteit als van de economie. In de economie van het wantrouwen gaat liquiditeit uiteindelijk boven waardecreatie.

Er is in dit model geen plaats voor rent extraction. In een andere, meer uitgebreide versie van het model laten Cecchetti en Kharroubi (2015a) echter zien dat de macht van de financiële sector wel degelijk een belangrijke factor kan zijn. In deze uitgebreide versie onderhandelen ondernemers en financiers over de te betalen rente op leningen. Hoe groter de macht van de financiers, hoe hoger de kosten van financiering zijn voor de ondernemers. Een belangrijke veronderstelling is verder dat er een gegeven hoeveelheid geschoolde arbeid voorhanden is. Als ondernemers de geschoolde arbeid in dienst nemen, zijn ze in staat projecten met een hoge productiviteit te genereren. Indien de geschoolde werknemers in dienst treden van de financiers, zullen de kosten van recuperatie van niet terugbetaalde leningen lager zijn. Een en ander impliceert dat twee evenwichten denkbaar zijn. In het ene evenwicht is geschoolde arbeid gealloceerd in de reële economie en is de productiviteit hoog. In het andere evenwicht is geschoolde arbeid actief in de financiële sector en is de kredietbeperking mild, maar de productiviteit juist laag. Naarmate finan-

ciers meer macht hebben en dus meer aan leningen verdienen, is de kans groter dat ze alle geschoolde arbeid in dienst nemen, omdat ze beter kunnen betalen, zodat het laatstgenoemde evenwicht domineert. Maar het evenwicht, waarbij geschoolde werknemers door de financiers worden ingezet om de uiteindelijke kosten van leningen te reduceren, gaat gepaard met een hogere financiële groei maar een lagere reële groei.

De gedachte dat rent extraction kan worden bevorderd door het aantrekken van geschoolde arbeid is niet nieuw. Ook de gevolgen voor de rest van de economie, en met name voor het innovatiepotentieel, zijn in de literatuur eerder ter sprake gebracht. Wat het model van Cecchetti en Kharroubi (2015a en 2015b) hieraan toevoegt, is dat de allocatie van talent in de financiële sector leidt tot een selectie van projecten met een relatief grote mate van liquiditeit, maar tegelijkertijd lage productiviteit. Ter ondersteuning van deze hypothese onderzoeken de auteurs het effect van de liquiditeit van activa (asset tangibility) en van R&D-intensiteit op de groei van bedrijfstakken in het geval dat de financiële sector expandeert. De conclusie van het econometrisch onderzoek spoort met de theoretische voorspelling, dat “credit booms harm what we normally think of as the engines for growth – those industries that have either lower asset tangibility or higher R&D intensity” (Cecchetti en Kharroubi, 2015b, p.22).

3 Macht van aandeelhouders: uitkeringen in plaats van investeringen

Na 1980 is in de VS vanuit de wetenschap en het zakenleven sterk aangedrongen op maximalisatie van aandeelhouderswaarde. De argumentatie is dat deze strategie tot de meest efficiënte bedrijfsvoering leidt. Er wordt in dit geval gekozen voor de investeringsprojecten, die het hoogste rendement bij gegeven marktprijzen opleveren. Maximalisatie van aandeelhouderswaarde impliceert dat de onderneming investeert in projecten met een rendement dat de relevante kapitaalkosten overtreft. Als alle rendabele investeringen zijn gerealiseerd, is de waarde van de kapitaalgoederenvoorraad gemaximaliseerd. De opbrengsten van projecten met een lange looptijd moeten sterker worden gediscoteerd dan de opbrengsten van projecten met een relatief korte looptijd. Op deze manier kunnen ook projecten met een naar verhouding lange looptijd worden gerealiseerd, mits de opbrengsten navenant hoger zijn. De bepaling van de waarde van activa op deze manier staat bekend als DCF-methode (*discounted cash flow*).

De aansturing van aandeelhouderswaarde is in de praktijk gepaard gegaan met een beoordeling van activa op basis van de verdiensten op kwartaalbasis. Rappaport (2005) spreekt in dit verband van “short-term performance obsession”. De auteur stelt dat het voor beleggers eenvoudiger is om beslissingen te baseren op de verdiensten op korte termijn dan op DCF. Daarom baseren aandeelhouders hun portefeuillebeslissingen op direct zichtbare resultaten. Deze verklaring is niet helemaal bevredigend. Waarom zouden rationale subjecten winstgevend mogelijke kansen negeren?

Het antwoord luidt als volgt. Projecten met een lange looptijd en een grote mate van onzekerheid zijn niet voldoende liquide. Beleggers hechten grote waarde aan liquiditeit, of zoals Turbeville (2005, p. 39) stelt: "Companies that are managed so as to respond to short-term share valuation changes appeal to investors who seek liquid investments and ascribe high value to that liquidity". De auteur tekent hierbij aan, dat de theorie van aandeelhouderswaarde in feite onderdeel uitmaakt van het proces van financialisering. Investeringsprojecten van ondernemingen in activa die pas op lange termijn renderen, gaan ten koste van de flexibiliteit. Liquidatie van deze activa, bijvoorbeeld wanneer zich meer aantrekkelijke mogelijkheden voordoen, is een moeizaam proces. De maatstaf is het snelle succes, dat in de financiële sector kan worden geboekt. Kapitaal in de rest van de economie wil dit succes evenaren aan de hand van een kengetal als de verdiensten op de korte termijn.

De managers van grote ondernemingen worden in dit spel betrokken door de beloning voor een aanzienlijk deel te koppelen aan de ontwikkeling van de prijs van aandelen. Opties verleggen de aandacht van managers van investeringen met een grote potentie op wat langere termijn naar praktijken die de aandelenkoers op korte termijn beïnvloeden. Een van deze praktijken is het terugkopen van de aandelen van de eigen onderneming. Volgens Lazonick (2010) is dit zelfs de belangrijkste factor. Een tegenwerping is, dat als ondernemingen zelf geen rendabele investeringsmogelijkheden meer hebben een teruggeleiding van winst naar de kapitaalmarkt de juiste beslissing is. Als dit echter op grote schaal en op veel plaatsen gebeurt, lijkt er meer aan de hand dan een simpele reallocatie van kapitaal.

Dit wordt bevestigd door de bevindingen van Mason (2015). De auteur beschrijft de historische ontwikkeling, waarbij de machtsverhouding binnen de onderneming verschuift van managers naar aandeelhouders. In de managerial firm zijn managers in belangrijke mate onafhankelijk van de aandeelhouders. Er wordt een vast dividend uitgekeerd, maar managers beslissen over investeringen en groei. Extra winsten worden aangewend om te investeren. Als de ingehouden winst tekortschiet om de gewenste expansie te financieren, wordt op de kapitaalmarkt geleend. In de rentier-dominated firm zijn de rollen omgekeerd. Extra winst leidt dan tot hogere dividenduitkeringen en als de rente voldoende laag is, wordt geleend om eigen aandelen terug te kopen. Dividenduitkeringen en terugkopen van aandelen zijn aldus twee zijden van dezelfde medaille. Empirisch onderzoek bevestigt deze veranderingen op financieel vlak. Vandaar de conclusie van Mason (2015, p. 15): "The empirical evidence for the shift from managerialism to rentier dominance is a weakening of the correlations of cash flow and borrowing with investment and a strengthening of correlations with shareholders payments". Financiering, zo stelt Mason, is niet langer een manier om geld in productieve ondernemingen te stoppen, maar juist om er geld uit te halen. Een uitspraak die door Stiglitz (2012, deel IV) met instemming wordt aangehaald.

Om duidelijk te maken waar het omgaat, introduceert Mason (2015) het begrip "*rentier opportunity cost*". Dit is de minimaal verwachte opbrengstvoet, waaraan investeringsprojecten moeten voldoen om doorgang te kunnen vinden. Deze norm impliceert volgens de auteur dat aandeelhouders een hogere waarde toekennen aan een dollar onder hun directe controle dan aan dezelfde dollar binnen de onderneming, waarvan zij de aandelen bezit-

ten. Waar een dergelijke liquiditeitsvoorkeur vandaan komt, wordt er niet bij verteld. Het lijkt echter aannemelijk dat hogere rendementen, verdiend in de financiële sector, als maatstaf dienen voor investeringen elders in de economie. Volgens Shaikh (2016), die teruggaat naar de inspirerende inzichten van de klassieke auteurs, draait alles in de economie om de zoektocht naar een zo hoog mogelijk rendement op kapitaal. Als de maatstaf voor alle investeringen de winstvoet in de financiële sector is, hebben investeerders bij beperkte toetreding tot deze sector een probleem. Een mogelijke uitweg is dan de verschuiving van kernactiviteiten van de onderneming naar investeringen in financiële activa.

Lin en Tomaskovic-Devey (2011) tonen aan, dat dit in de VS op grote schaal plaatsvindt. Hoe dit gaat, wordt duidelijk in het voorbeeld van een groot warenhuis: “in the case of Sears, because a significant proportion of the cash flow generated by retail outlets was channeled into financial investment, fewer resources were available for store improvement and advertisement” (Lin en Tomaskovic-Devey, 2011, p. 10). Het genereren van inkomen uit financiële activiteiten is niet nieuw. Niet-financiële ondernemingen hebben zich ook in de periode voorafgaand aan het neoliberalisme ingelaten met kredietverlening. Deze activiteiten stonden echter in dienst van de eigenlijke taken van de onderneming, het scheppen van waarde door het produceren van goederen. Het verlenen van krediet bij de aankoop van duurzame consumptiegoederen is hiervan een voorbeeld.

Tomaskovic-Devey, Lin en Meyers (2015) laten zien dat de verschuiving in niet-financiële ondernemingen van investeringen in kapitaalgoederen naar investeringen in financiële activa in de VS gepaard gaat met een daling van de toegevoegde waarde over de periode 1970-2008. De steekproef bestaat uit gegevens op het niveau van bedrijfstakken. De variabele financialisering is gedefinieerd als financiële activa gedeeld door het totaal van alle activa. Met behulp van regressie-analyse, waarbij rekening wordt gehouden met controlevariabelen, wordt aangetoond dat financialisering een negatief effect heeft op de toegevoegde waarde, de werkgelegenheid en de omvang van de vaste activa. Aanvullend onderzoek leert dat het effect op de dividenduitkeringen en de rentebetalingen positief is, terwijl het effect op de lonen en belastingen negatief is. Over de gehele periode daalt de toegevoegde waarde van niet-financiële ondernemingen onder invloed van financialisering met ongeveer 40%. Het arbeidsinkomen neemt met 47% af en de afgedragen belastingen dalen eveneens met 47%. De grote winnaars van de verschuiving van activiteiten binnen de ondernemingen zijn de aandeelhouders. De dividenduitkeringen zijn meer dan verdubbeld. Dit resultaat ligt in lijn met de bevindingen van Mason (2015).

In de discussies over financialisering is vaak sprake van liquiditeitsvoorkeur en uitbetalingen aan aandeelhouders. Wat aandeelhouders vervolgens met het geld doen, blijft onderbelicht. Als de verkregen middelen weer worden geïnvesteerd is geen sprake van een negatief effect op de economische groei. Voor een daling van de groei is vereist dat de macro-economische besparingen afnemen, althans in de neoklassieke gedachtegang. De besparingen nemen af als de consumptie stijgt. Een dergelijke stijging kan in verband worden gebracht met wat Stiglitz (2015, deel I) aanduidt als het “Wealth-Accumulation Residual”. Beleggingen van liquide middelen in aandelen, grond en andere niet-reproduceerbare ac-

tiva leiden ertoe dat het vermogen in de economie sneller toeneemt dan de fysieke kapitaalgoederenvoorraad. Dergelijke vermogenswinsten leiden tot het residu, waar Stiglitz van spreekt. Het gevolg is dat vermogensbezitters zich rijker voelen en meer consumeren zonder dat de productie is toegenomen. Daardoor neemt de groei af. In het standaard Solow-model is dit een tijdelijk effect, maar in endogene groei modellen is de daling van de groei bij een lagere spaarquote permanent.

Stiglitz (2014, deel IV) benadrukt dat ook kredietverlening de prijs van schaarse grond drastisch kan opvoeren. Hypothecair krediet kan zodoende ten koste gaan van de economische groei, ook al zijn huizen op zich productieve kapitaalgoederen. In de formele analyse gaat Stiglitz uit van de gedachte dat grond en kapitaalgoederen perfecte substituten zijn, maar het resultaat is meer algemeen: “In more general models, where there is not a linear production possibilities frontier, then an increase in credit leading to an increase in the value of land can initially lead to more investment, but eventually an increasing proportion of savings is absorbed by increases in the value of land, and as here – and evidently in as many countries – the rate of *real* capital accumulation diminishes” (ibidem, p.19). De absorptie van besparingen door een stijging van de grondprijs hangt samen met het feit dat slechts een deel van de vermogenswinst wordt geconsumeerd.

De theoretische resultaten van Stiglitz stemmen overeen met de empirische constatering van Bezemer et al. (2016). De auteurs vinden dat in de periode 1990-2011 de verschuiving in de compositie van de kredietverlening naar onroerend goed en andere markten voor activa samenvalt met een stijging van de krediet-brutoproductieverhouding en een afnemende effectiviteit van kredietverlening op economische groei. Vandaar de conclusie: “our findings are consistent with a world which has too much rather than too little financial development” (ibidem, p.19).

4 Conclusies

De toegenomen betekenis van de financiële sector in de VS heeft verstrekkende gevolgen voor de economische groei. De sterke expansie van de sector hangt samen met een toenemende machtspositie op basis van een oligopolistische marktform en asymmetrische informatie. Uitbuiting van deze machtspositie leidt tot rent extraction, waardoor de winstgevendheid en de beloning van geschoolde arbeid naar boven afwijken van de rest van de economie.

De activiteiten van de financiële sector gaan gepaard met een afremming van de groei in de niet-financiële sector. Hierbij kan onderscheid worden gemaakt tussen directe en indirecte effecten van financialisering. Bij directe effecten gaat het om de condities van financiering. De winstgevendheid van banken bij het verstrekken van leningen hangt mede af van het bedongen onderpand en van de mogelijkheid fondsen terug te vorderen bij in gebreke blijven van ondernemingen in de reële sector. Dit impliceert dat innovatieve activi-

teiten met een grote potentie maar geringe directe waarborgen, minder kans op financiering maken.

Bij het indirecte effect van financialisering op de economische groei gaat het om de manier waarop het bestuur van de onderneming (corporate governance) wordt ingericht. De accentuering van aandeelhouderswaarde gaat gepaard met een focus op de winstgevendheid op korte termijn. Aandeelhouders wensen een bepaald rendement (rentier opportunity cost), dat niet los kan worden gezien van de lucratieve investeringen in financiële activiteiten. Innovatieve projecten, die veel kapitaal vereisen, komen daardoor in het gedrang. Managers worden gedisciplineerd om de belangen van de aandeelhouders te dienen. Mede daardoor investeren niet-financiële ondernemingen graag in financiële activa. Een bijzondere vorm daarvan is het terugkopen van eigen aandelen. Zodoende fungeren managers meer als directeuren van *hedge funds* dan als echte ondernemers.

Financialisering van de economie leidt tot een relatieve expansie van de financiële sector, waarbij de winstgevendheid mede wordt gevoed door rent extraction. De reële sector van de economie wordt beperkt in zijn mogelijkheden omdat, zoals aangegeven, liquiditeit ten koste gaat van innovatie. Vandaar de conclusie van Turbeville (2015, p. 61): “When we seek the causes of stagnating growth and growing inequality of income and wealth, the first place to look is financialization”. Deze conclusie lijkt aannemelijk voor de VS. In hoeverre ze ook van toepassing is op de landen binnen Europa moet nader onderzoek uitwijzen. Empirische studies naar de relatie tussen financiële ontwikkeling en economische groei in rijke landen tonen aan dat het aanvankelijke positieve beeld in ieder geval moet worden bijgesteld (zie Bijlsma en Dubovik, 2014).

Auteur

Theo van de Klundert (e-mail: T.vandeKlundert@uvt.nl) is emeritus hoogleraar Algemene leer en Geschiedenis van de Economie aan de Universiteit van Tilburg.

Literatuur

- Akerlof, G. en R. Shiller, 2015, *Phishing for Phools*. The Economics of Manipulation & Deception, Princeton University Press.
- Bezemer, D., M. Grydaki en L. Zhang, 2016, Is Financial Development Bad for Growth?, University of Groningen, 14016-GEM.
- Bijlsma, M. en A. Dubovik, 2014, Banks, Financial Markets, and Growth in Developed Countries: a Survey of the Empirical Literature, CPB Discussion Paper 266.
- Cechetti, S. en E. Kharroubi, 2015a, Why does financial sector growth crowd out real economic growth?, BIS working Papers 490.
- Cecchetti, S. en E. Kharroubi, 2015b, Why does financial sector growth crowd out real economic growth?, CEPR Discussion Paper 10642.

- Klundert, Th. van de, 2014, "Financialisering en functionele inkomensverdeling", *TPedigitaal*, vol. 8:31-48.
- Konczal, M., 2014, "Frenzied Financialization", <http://washingtonmonthly.com/magazine/novdec-2014/>
- Lazonick, W., 2010, "The Fragility of the US Economy: The Financialized Corporation and the Disappearing Middle Class", Paper University of Massachusetts.
- Lin, K-H en D. Tomaskovic-Devey, 2011, "Financialization and US Income Inequality, 1970-2008", <http://ssrn.com/abstract:1954129>
- Mason, J., 2015, "Disgorge the Cash: The Disconnect Between Corporate Borrowing and Investment", Roosevelt Institute.
- Philippon, Th., 2012a, "Why has The U.S. Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation", NBER Working Paper 18077.
- Philippon, Th., 2012b, "Finance vs. Wal-Mart: Why are Financial Services so Expensive?", Russel Sage Foundation.
- Philippon, Th. en A. Reshef, 2013, "An International Look at the Growth of Modern Finance", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27: 73-96.
- Pilat, D., F. Lee en B. van Ark, 2002, "Production and Use of ICT: A Sectoral Perspective on Productivity Growth in the OECD Area", OECD, *Economic Studies*, No 35, 2002/2.
- Rappaport, A., 2005, "The Economics of Short-Term Performance Obsession", *Financial Analyst Journal*, vol. 61:65-79.
- Roberts, M., 2012, "The US rate of the profit: the latest", Michael Roberts Blog.
- Stiglitz, J., 2012, *The Price of Inequality*, How Today's Divided Society Endangers Our Future, New York: W.W. Norton & Company.
- Stiglitz, J., 2015, "New Theoretical Perspectives on the Distribution of Income and Wealth Among Individuals, Part I, 'The Wealth Residual'", NBER, Working Paper 21189; Part IV, "Land and Credit", NBER Working Paper 21192.
- Shaikh, A., 2016, *Capitalism. Competition, Conflict, Crises*, Oxford University Press.
- Tomaskovic-Devey, D. en K-H. Lin, 2011, "Income Dynamics, Economic Rents, and the Financialization of the U.S. Economy", *American Sociological Review*, vol. 76: 538-559.
- Tomaskovic-Devey, D., K-H. Lin en N. Myers, 2015, "Did Financialization Reduce Economic Growth?", Paper available at SSRN.
- Turbeville, W., 2012, 2013, "Cracks in the Pipeline", New York: DEMOS, Part One: Restoring Efficiency to Wall Street and Value to Main Street. Part Two: High Frequency Trading. Part Three: Derivatives. Innovation in the Era of Deregulation.
- Turbeville, W., 2015, "Financialization & Equal Opportunity", DEMOS, New York.