

Ingvar Strid

En finansdominerad ackumulationsregim

Det privata ägandet tenderar, under den samtida ekonomiska globaliseringen¹, alltmer att lösgöra sig från sin samhällsliga inbäddning. I mitt perspektiv rör de mest intressanta aspekterna evolutionen av »kapitalismens infrastruktur« – dess institutionella och i synnerhet rättsliga utveckling och internationella utbredning. Till denna utveckling relaterar vi ofta, och särskilt sedan 70-talets kriser och institutionella förändringar, begrepp som »liberalisering« och »avreglering«. Dessa begrepp riskerar ibland att skymma faktumet att kapitalismen har ett behov av regleringar.

Samtidigt som relationerna mellan kapitalet och fackföreningarna i många fall blivit mindre reglerade ökar till exempel regleringarna till skydd för aktieägare. Detta investerarskydd visar en tendens att öka både i omfattning och samtidigt förfinas. Vidare bygger liberaliseringen av utländska investeringar på omfattande regelsystem för relationerna mellan multinationella företag och nationalstater, där investerarskyddet ofta tycks kollidera med nationalstatens ekonomisk-politiska autonomi. Det gemensamma för dessa förändringar är att kapitalets universella rättighe-

1. Med den samtida globaliseringen avser jag, ungefärligen, utvecklingen sedan Bretton Woods-regimens gradvisa sammanbrott i början på 1970-talet.

ter, i en liberalt privatkapitalistiskt färgad process, uppvärderas på bekostnad av andra grupperns rättigheter, framförallt arbetarnas. Regleringarna och avregleringarna är selektiva och formas av politiska maktförhållanden. Samtidigt omformar regleringarna dessa maktförhållanden och förstärker därmed vissa intressegruppers möjlighet att driva globaliseringen i en viss riktning.

Akkumulationsregimer och politiska maktförhållanden

François Chesnais och Claude Serfati tillhör dem som ser viktiga kvalitativa och kvantitativa förändringar i kapitalismens funktionssätt under de senaste decennierna, och i synnerhet efter Bretton-Woods-regimens sönderfall i början på 70-talet². De tar sin utgångspunkt i några stiliserade empiriska fakta – framförallt rörande utgifterna för forskning och utveckling (FoU) hos OECD-ländernas industrier – i ett försök att påvisa viktiga strukturella förändringar och »systematiska motsägelser« i dagens kapitalism.

Det centrala i deras framställning är tesen att en ny finansdominerad ackumulationsregim har vuxit fram som den nutida ekonomiska globaliseringens kärna. Med »akkumulationsregim« menar författarna en »regim som refererar till ett särskilt mönster för investeringar, inkomstfördelning och sysselsättning såväl som till de rådande internationella och nationella, sociala och politiska institutioner och de ekonomiska mekanismer som bestämmer dessa mönster«³. Begreppet är lånat från den så kallade »regleringsskolan«, *Ecole de la Regulation*, med sin betoning på institutionella förändringar mellan historiska epoker och på politiska maktförskjutningar som drivkraften i dessa förändringar⁴.

I detta perspektiv blir således förändrade maktförhållanden globaliseringens *primus motor*. Detta rör då huvudsakligen de förändrade styrkerationerna mellan kapitalet och de i fackförningar organiserade arbetarna. En annan dimension rör förhållandet mellan nationalstaten och kapitalet.

2. I den följande genomgången av Chesnais och Serfatits teori om en finansdominerad ackumulationsregim refererar jag främst till »Les investissements à horizon long et à maturation lente dans un régime d'accumulation à dominante financière: Une interprétation du ralentissement et du recul des dépenses de R-D dans années 1990.« Paper framlagt vid konferens, Université de Poitiers, Frankrike 9-11 september 1998. I boken *La mondialisation du Capital* (1997) presenterar Chesnais sina argument kring den finansiella globaliseringen i en mer fylig framställning. Samtliga citat i denna artikel är hämtade från den förstnämnda artikeln.

3. Chesnais och Serfati (1998), s 7.

4. Se till exempel Robert Boyer i »*La théorie de la régulation, une analyse critique*«, La Découverte (1987).

Den fordistiska regimen

Chesnais och Serfati beskriver den nya ackumulationsregimen genom att kontrastera den mot efterkrigstidens »socialdemokratiska kompromisslösning« och »fordistiska ackumulationsregim«⁵. Den internationella monetära regim som växte fram som resultatet av förhandlingarna i Bretton Woods 1944 präglades av 1920- och 30-talens kriser och de nationalekonomiska teorier som utvecklades av Keynes, framförallt i hans *Allmänna teori*⁶. Regimen baserades på fasta växelkurser och mycket begränsade internationella kapitalflöden, vilket var tänkt att ge systemet stabilitet.

Kapitalismens viktigaste institutionella utveckling omedelbart efter kriget skedde på handelns område. GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) bildades under dessa år och multilaterala förhandlingar om minskningar av handelshinder, inledningsvis inriktade på minskade tullar, påbörjades. En annan central utveckling under Bretton Woods-epoken var välfärdsstatens framväxt, vilket också gett upphov till karaktäriseringen av denna period som den »socialdemokratiska konsensus-epoken«. De relativt ordnade relationerna mellan arbete och kapital innebar reella förbättringar för arbetarklassen

och säkrade samtidigt efterfrågan på de producerade varorna eftersom reallönerna ökade i takt med produktiviteten.

Chesnais och Serfati betraktar den fordistiska epoken som »den gyllene tidsåldern«, en period med stabila förutsättningar för kapitalets ackumulation och för systemets reproduktion. Enligt de båda forskarna växte den nya finansdominerade regimen fram ungefär mellan 1971, då Bretton Woods-regimens fall inleddes, och 1988, då kapitalavregleringarna i USA och Storbritannien i princip var avslutade. Thatcher och Reagans inträde på den politiska scenen är givetvis viktiga inslag i beskrivningen av denna övergång mellan regimerna.

Den finansdominerade regimen

Vad kännetecknar då den nya finansdominerade ackumulationsregimen? Chesnais och Serfati ser på ett övergripande plan fyra makroekonomiska huvudingredienser.

Den första rör avregleringen och liberaliseringen av handeln och de utländska direktinvesteringarna. Som vi har sett inleddes denna process redan under Bretton Woods-eran. Det som, enligt författarna, kännetecknar Uru-

5. Fordism används, kort uttryckt, som beteckning på ett produktionssätt som kännetecknas av en hög grad av specialisering, en sorts utveckling av Taylorismen och dess »vetenskapliga företagsledning«. Detta produktionssätt förknippas ofta med en rationalisering av produktionen i enlighet med det löpande bandets principer.

6. John Maynard Keynes, *Allmän teori om sysselsättning, ränta och pengar* (1994, urspr 1936).

guayrundan⁷ och förhandlingarna där-
 efter är att de i högre utsträckning än ti-
 digare drivs av kapitalets, och främst de
 transnationella företagens, krav. Efter
 den andra oljekrisen 1979 framställdes
 liberaliseringsvägen som »det enda al-
 ternativet« för att möta stagflationen,
 den minskade inhemska efterfrågan och
 ökande inflationen. Nya avsättnings-
 marknader skulle minska problemet
 med inhemsk överproduktion. I Ches-
 nais och Serfatis ögon har dock inte det-
 ta skett. Istället har länder försökt »ex-
 portera« sina problem med överpro-
 duktion till den internationella nivån,
 vilket lett till en hårdnande konkurrens
 och en ökad betoning på länders »kon-
 kurrenskraft« för att kunna klara sig i
 denna nya situation präglad av starka
 krav på omstrukturering av näringslivet.
 Med denna utveckling har arbetarna
 fått stå tillbaka genom stagnerade real-
 löner, en ökad arbetslöshet och på-
 tryckningar i riktning mot flexibla lö-
 nesättning och arbetsförhållanden.

Den andra ingrediensen är avregle-
 ringen och liberaliseringen av de fi-
 nansiella marknaderna. Eurodollar-

marknadens⁸ tillväxt på 70-talet var en
 av grundförutsättningarna för den fi-
 nansiella globaliseringen. De avgöran-
 de elementen var dock, enligt förfat-
 tarna, att växelkurserna tilläts flyta och
 att stater började låna på den interna-
 tionella kapitalmarknaden. Det senare
 ledde till att många stater snabbt öka-
 de sina statsskulder genom konsekven-
 ta och stora budgetunderskott. Denna
 utveckling skedde samtidigt med en
 uppgång i realräntorna, vilket fått till
 följd att en stor del av den statliga bud-
 geten i många länder gått till räntebe-
 talningar på statsskulden. I början av
 90-talet gick ungefär 20 procent av
 OECD-ländernas statsbudgetar till såda-
 na betalningar. En maktförskjutning
 har, i nästan alla länder, skett från sta-
 ten till dess kreditgivare, »det räntebä-
 rande kapitalet«, och överföringen av
 resurser från staten till dess finansiärer
 har bland annat inneburit att utbudet
 på viktiga kollektiva varor som grund-
 forskning och utbildning satts under
 hårt tryck.

Den tredje observationen rör »USA:s
 motsägelsefulla roll« i den nya regimen.

7. Uruguayrundan var den åttonde förhandlingsrundan inom ramen för GATT och sträckte sig från mötet i Punta del Este, Uruguay, 1986 till det slutliga avtalet i Marrakech, Marocko, 1994. Se till exempel Paul Krugman och Maurice Obstfeld, *International Economics* (2000), s 236-240, för en kort presentation av det viktigaste innehållet i dessa förhandlingar.

8. »Eurodollars« är en samlande beteckning på amerikansk valuta som är lokaliserad »offshore«, primärt dollar som är deponerade i utländska banker (dock inte nödvändigtvis i Europa). Eurodollarn föddes under 1950-talet men det var under 70-talet som fenomenet blev verkligt betydelsefullt genom en stark tillväxt på »offshore«-marknaderna. Se även Krugman och Obstfeld (2000), s 649-659, för en kort beskrivning av orsakerna bakom och konsekvenserna av Eurodollarmarknadens framväxt och utveckling.

En viktig förändring är att USA blivit en importör av kapital istället för, som var fallet i uppbyggnadsfasen efter andra världskriget, en exportör. Det unika, enligt Chesnais och Serfati, är att landet inte behöver ta några egentliga kostnader för stora externa bytesbalansunderskott eller interna, privata eller offentliga, obalanser, i samma utsträckning som andra länder⁹.

Till detta kommer dollarns unika ställning som ekonomisk-politiskt instrument. I överensstämmelse med egna intressen kan man förändra priset på dollarn, antingen för att locka till sig kapital (appreciering av dollarn) eller för att stärka sin konkurrenskraft (depreciering). Chesnais och Serfati hävdar att USA därför, genom sin särställning, delvis kan »exportera« sina ekonomiska problem till andra länder. Samtidigt är man det land som har störst inflytande över de internationella ekonomiska spelreglerna, men också ett land som idag saknar viljan att erbjuda en stabil regim, liknande Bretton Woods-samarbetet, för kapitalets ackumulering.

Den kanske mest intressanta ingrediensen i den nya finansdominerande ackumulationsregimen rör tesen om »rentierens återkomst« och »kortsiktigheten i företagandet«. Med rentier associerar man en oskäligt hög,

och därmed i någon mån kontraproduktiv, avkastning på det investerade kapitalet.

En annan aspekt, vid sidan av dräneringen av de offentliga finanserna, rör det ökade institutionella ägandet av företaget. De viktigaste bland dessa aktörer är idag pensionsfonder och så kallade »mutual funds«¹⁰, vilkas ägarandel på världens börser ökat dramatiskt sedan 1980-talet.

Rentierens återkomst är även associerad med en större överföring av resurser från företagen till placerarna, i form av allmänt hårda förräntningskrav genom värdestegring i aktier och utdelningar knutna till dessa. Chesnais och Serfati ser en fara i att framförallt spararna i pensionsfonder är beroende av denna avkastning för sin försörjning i livets senare delar. Detta skapar ett bredare intresse i samhället för att upprätthålla en regim med alltför hårda och kortsiktiga avkastningskrav, vilka återspeglar sig i höga realräntor och ett ökat tryck på arbetarnas löner. Det blir också svårare att genomföra stora, långsiktiga och riskfyllda investeringar, till exempel i FoU, även om de ur ett bredare samhällsligt perspektiv kan tänkas vara önskvärda, genom att de skapar positiva externa effekter. Ackumulationsregimens makroekonomiska kontext

9. Situationen idag med ett kraftigt negativt privat nettosparande i USA och kapitalimport till relativt låga räntor kan möjligtvis stödja detta resonemang. Huruvida denna obalans förebådar en allvarligare ekonomisk kris i USA på några års sikt är svårt att förutspå.

10. »Mutual funds« används som en samlande beteckning för de flesta aktie-, ränte- och blandfonder som finns på marknaden.

förstärker genom dessa tendenser förändringarna i företagets institutionella form, dess mikrostruktur.

»Corporate governance« och aktieägarvärde

»Corporate governance« rör, i ett försök till en mycket enkel beskrivning, frågor om företagets styrning och kontroll. Företaget har olika intressenter och kärnfrågan rör hur makten och kontrollen över företaget ska fördelas mellan dessa. Beroende på analysens syfte väljer olika forskare att ge en snävare definition. Två traditionella uppdelningar görs ofta. En är den mellan »intressentperspektiv« (stakeholder perspective) och aktieägarperspektiv (shareholder perspective) i studiet av företagets mål och syften med sin verksamhet. Intressentperspektivet kan sägas ge företaget en bredare social funktion där hänsyn inte bara tas till aktieägarnas och kreditgivares krav på avkastning utan även till löntagares, leverantörers och konsumenters intressen.

En annan uppdelning är den mellan system som i högre grad förlitar sig till bankfinansiering och sådana i vilka fö-

retagen i större utsträckning använder den öppna kapitalmarknaden för sin finansiering. Med en sådan distinktion skulle det förra systemet, i generella termer, betona vikten av *relationer* och det senare fokusera mer på explicita *kontrakt*, i fördelningen av produktionsresultatet.

I dessa diskussioner är det vanligt att framföra Tyskland (Rheinlandmodellen) och Japan som exempel på ekonomier med tydliga intressentperspektiv, i vilka företagen är mer beroende av långsiktiga relationer till banker för sin finansiering. Mot dessa system ställs USA och Storbritannien (den anglosaxiska modellen) med ett uttalat aktieägarperspektiv, vilka utvecklat ett mer sofistikerat investerarskydd och därmed mer utvecklade finansmarknader¹¹.

En central diskussion gäller huruvida den institutionella utformningen kring företagen konvergerar mot den anglosaxiska modellen eller om olika system kan utvecklas parallellt även i en globaliserad värld¹². I Chesnais och Serfatis framställning är konvergensen mot en anglosaxisk ordning ett, i min tolkning, påtagligt inslag. En intressant fråga rör också huruvida aktieägarper-

11. Det rör sig givetvis här om mycket grova kategoriseringar och varje analys av dessa frågor måste explicit ta hänsyn till det enskilda landets specifika historia och politiska strukturer för att ge en mer fullständig beskrivning. Se till exempel Jonathan P. Charkham, *Keeping good company: A Study of Corporate Governance in Five Countries* (1994).

12. Detta är den så kallade debatten om konvergens och divergens. Den rör egentligen bredare frågor än de som är knutna till begreppet »corporate governance«. En relativt färsk inblick i denna debatt ges av Ronald Dore i »Will Global Capitalism be Anglo-Saxon Capitalism?«, *New Left Review* 6 (Nov-Dec 2000).

spektivet, genom dess relativa tydlighet och dess ensidiga fokusering på investerarrättigheter, får en i någon mening mer »naturlig« universell räckvidd. Ett mer komplicerat system, som tar större hänsyn till enskilda länders historia och politiska preferenser, är måhända svårare att överföra till en internationell nivå.

I den traditionella anglosaxiska litteraturen har »corporate governance« främst behandlat intressekonflikten mellan aktieägarna (principalen) och företagsledningen (agenten), ur vilken den så kallade agentteorin vuxit fram¹³. Denna teori syftar till att utforma mekanismer för att föra samman de båda gruppernas intressen och minska företagsledningens benägenhet att syssla med aktiviteter som minskar företagets värde. Den ökade användningen av aktieoptioner för att ge företagsledningen incitament att skapa värde åt ägarna är kanske ett av de tydligare exemplen på teorins omsättning i praktik. En nyare litteratur har, utifrån empiriska studier om de vanligaste ägarstrukturerna, identifierat konflikten mellan storägare och »management« å ena sidan och minoritetsägare å den andra som det »verkliga« agentproblemet. Gemensamt för både den traditionella litteraturen och den senare är fokuseringen på aktieägarna och deras intressen. Studierna visar dock samtidigt att kapitalet, i

form av investeringarna, ingalunda är en homogen kategori.

Chesnais och Serfati för in det ökade institutionella ägandet och den finansorienterade synen på företagandet i diskussionen. De institutionella ägarerna drivs av en särskild logik i sitt sökande efter högsta möjliga avkastning. De föredrar lättrorliga och likvida tillgångar (likviditetspreferens) och de pressas av sina egna ägare, spararna, att med korta mellanrum redovisa avkastningen på investeringarna. När det, på grund av fondernas storlek, blir allt svårare att rösta med fötterna tar dessa placerare med sig den kortsiktiga placeringshorisonten in i de bolagsstyrelser där de deltar i besluten om företagets investeringar.

Chesnais och Serfati ser en allvarlig motsägelse mellan denna finanslogik och de teorier som betonar innovationens roll för företagets konkurrenskraft. Med deras syn skulle agentproblemet måhända kunna formuleras som en konflikt mellan de kort- och långsiktiga intressenterna i företaget. En sådan teori måste givetvis utgå från att en genuin osäkerhet, till skillnad från kvantifierbar risk, finns i investeringsprojekt och att det finns allvarliga brister i vår förståelse av företags strategiska beslut, främst rörande satsningar på FoU i syfte att få fram innovationer. I den finansiella världens traditionella modeller

13. Se till exempel Michael C. Jensen och William Mecklings klassiska artikel »Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and ownership structure«, *Journal of Financial Economics* 3 (1976).

kan inte en sådan »konflikt i tidsperspektiv« existera.

När kortsiktiga aktieägarperspektiv blir alltmer dominerande får detta också effekter, inte bara på innovationsfunktionen, utan även på övriga andelsägars ställning i företaget. Ett av den nutida globaliseringens kännetecken är exempelvis den ökade omstruktureringen av näringslivet genom fusioner och förvärv. I spåren av dessa förändringar sker ofta drastiska nedskärningar av personalstyrkan. En annan tendens är det ökade antalet strategiska allianser, ofta med syftet att sprida kostnader och risker associerade med FoU. Dessa båda påtagliga fenomen kan ofta ses som en sorts kortsiktig defensiv respons på problemen med ökad konkurrens och överproduktion.

Investerarskyddets primat

Aktieägarperspektivets alltmer dominerande ställning är en av den nutida kapitalismens viktigaste tendenser. Idag läggs vikten inom den akademiska diskussionen investerarrättigheter; det tidigare intressentperspektivet får stå tillbaka. Det blir alltmer vanligt att inskränka företagets funktion till det mest basala: att ge högsta möjliga avkastning till dess ägare. Den kanske mest intressanta utvecklingen inom »corporate

governance« är centrerad till Harvard-universitetet och en krets kring Rafael LaPorta och Andrei Shleifer¹⁴. Det rör sambanden mellan investerarskydd, företagsfinansiering och ekonomisk utveckling och tillväxt. Det slående i denna forskning är, ur ett politiskt perspektiv, den totala fokuseringen på ett välutvecklat investerarskydd som drivkraften i de kapitalistiska ländernas utveckling.

Policyimplikationerna av denna fokusering på investerarrättigheter blir nu alltmer tydliga. MAI-avtalet (Multilateral Agreement on Investments) och GATS-avtalet (General Agreement on Trade in Services) är två aktuella exempel. Från amerikanskt håll driver institutionella ägare på för ökat investerarskydd på den internationella arenan. Många betraktare ser problemen i denna utveckling. Länder som av historiska och politiska skäl valt att stärka arbetarnas ställning i produktionen riskerar konflikter när äganderättens primat blir till internationell lagstiftning. För utvecklingsländer ter sig situationen än mer problematisk. I konkurrensen om kapitalet tvingas man till vida eftergifter och inskränkningar av den nationella autonomi.

Sammanfattningsvis minskar möjligheten till nationella utvecklingsbanor

14. Andrei Shleifer, Florencio Lopez-de-Silanes, Rafael La Porta och Robert Vishny. De mest intressanta artiklarna är, enligt mig, »Law and Finance«, i *Journal of Political Economy* december 1998, »Legal determinants of external finance«, i *Journal of Finance* juli 1997 och »Investor protection and corporate governance«, i *Journal of Financial Economics* (2000), av vilka den första och den sistnämnda finns på Shleifers hemsida <http://www.economics.harvard.edu/~ashleife/>.

när en viss sorts kapitalism vinner företräde i en internationaliserad kontext. En konvergens mot en anglosaxisk form av kapitalism innebär också ett bakslag för den socialdemokrati som trott på

gradvisa reformer inom ramen för ett kapitalistiskt system. Den »ansvarsfulle kapitalisten« blir idag, om han någonsin ens existerat, alltmer till en anakronism.